

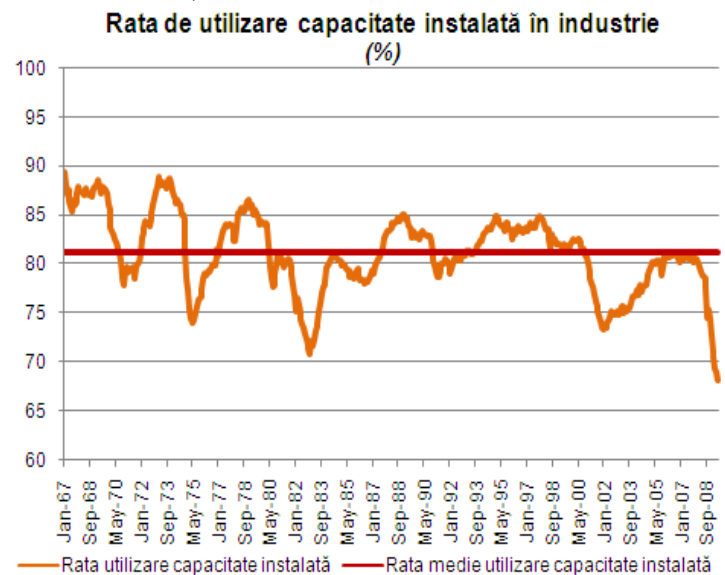
## Sinteza macroeconomică 13-17 iulie 2009

### Economia mondială

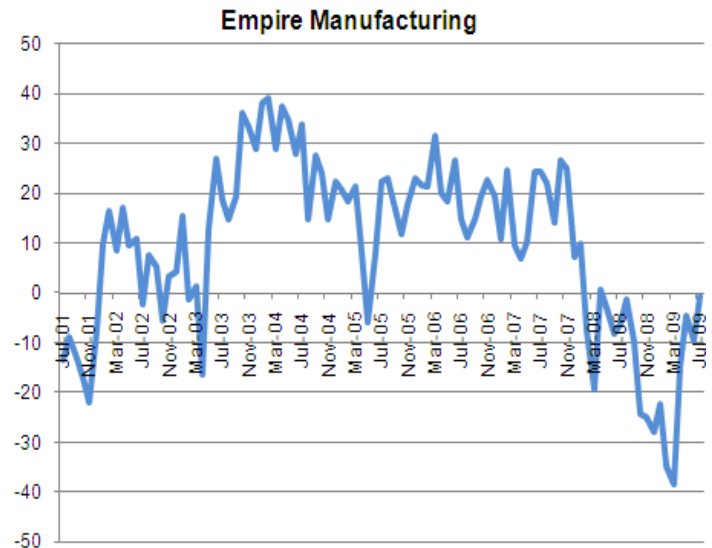
Indicatorul de încredere în economia mondială a scăzut pentru a 2-a lună consecutiv în iulie, pe fondul preocupărilor cu privire la evoluția șomajului. Indicatorul calculat de **Bloomberg** a scăzut cu 14% raportat la iunie, la 39,59 p.. Această evoluție exprimă o deteriorare a climatului macroeconomic peste 6 luni. În Statele Unite indicatorul a înregistrat în iulie nivelul de 46,26 p., în timp ce în Marea Britanie s-a situat la 42,32 p.. În Elveția indicatorul a înregistrat o contracție lunară de 22%, la 39,52 p.. Indicatorul a scăzut în iulie și în țările emergente: Brazilia (5,7%), Mexic (0,1%). În Japonia indicatorul a scăzut cu 12% în iulie, la 47,6 p.. Pe de altă parte, pe plan european indicatorul a înregistrat creșteri semnificative: Germania (10%), Franța (0,9%), Italia (1,7%).

### Statele Unite

La nivelul industriei americane am asistat la o evoluție predominant favorabilă a indicatorilor, confirmând scenariul de stabilizare economică. Pe de o parte, producția industrială s-a contractat în iunie cu 0,4% raportat la mai (cel mai redus ritm din ultimele 8 luni), în timp ce analiștii estimau o contracție de 0,6%. Rata de utilizare a capacității instalate în industrie a înregistrat în iunie cel mai redus nivel din 1967, 68%. La nivelul industriei prelucrătoare, producția s-a contractat în iunie cu 0,6%, în timp ce în sectorul de utilități s-a înregistrat un avans de 0,8%. Producția de bunuri de consum îndelungat a scăzut în iunie cu 0,3%, în timp ce producția de calculatoare și echipamente s-a contractat cu 1,8%.



Totodată, industria prelucrătoare din New York s-a contractat în iulie la cel mai redus ritm de mai bine de 1 an (indicatorul **Empire Manufacturing** a crescut de la -9,4 p. în iunie la -0,6 p. în iulie (cel mai ridicat nivel din aprilie 2008), pe fondul evoluției favorabile a comenzilor). Analistii estimau un nivel de -5 p.. Componenta comenzi noi a crescut la 5,9 p. în iulie, cel mai ridicat nivel din decembrie 2007, în timp ce componenta livrări a urcat până la 11 p., cel mai ridicat nivel din ultimul an. Componenta stocuri a scăzut de la -25,3 p. la -36,5 p., semnalând o accelerare a ritmului de reducere a stocurilor. Componenta locuri de muncă s-a ameliorat, de la -21,8 p. în iunie la -20,8 p. în iulie. Pe de altă parte, componenta perspective s-a deteriorat de la 47,8 p. în iunie la 34 p. în iulie.



Pe de altă parte, industria prelucrătoare din Philadelphia s-a contractat în iulie la un ritm mai accelerat. Indicatorul Philadelphia FED a scăzut de la -2,2 p. în iunie la -7,5 p. în iulie. Analistii estimau un nivel de -4,5 p.. Componenta livrări a scăzut de la 2,1 p. în iunie la -9,5 p. în iulie, în timp ce componenta locuri de muncă s-a diminuat de la -21,8 p. la -25,3 p.. Totodată, perspectivele de evoluție a industriei prelucrătoare din regiune în următoarele 6 luni s-au deteriorat, de la 60,1 p. în iunie la 51,9 p. în iulie.

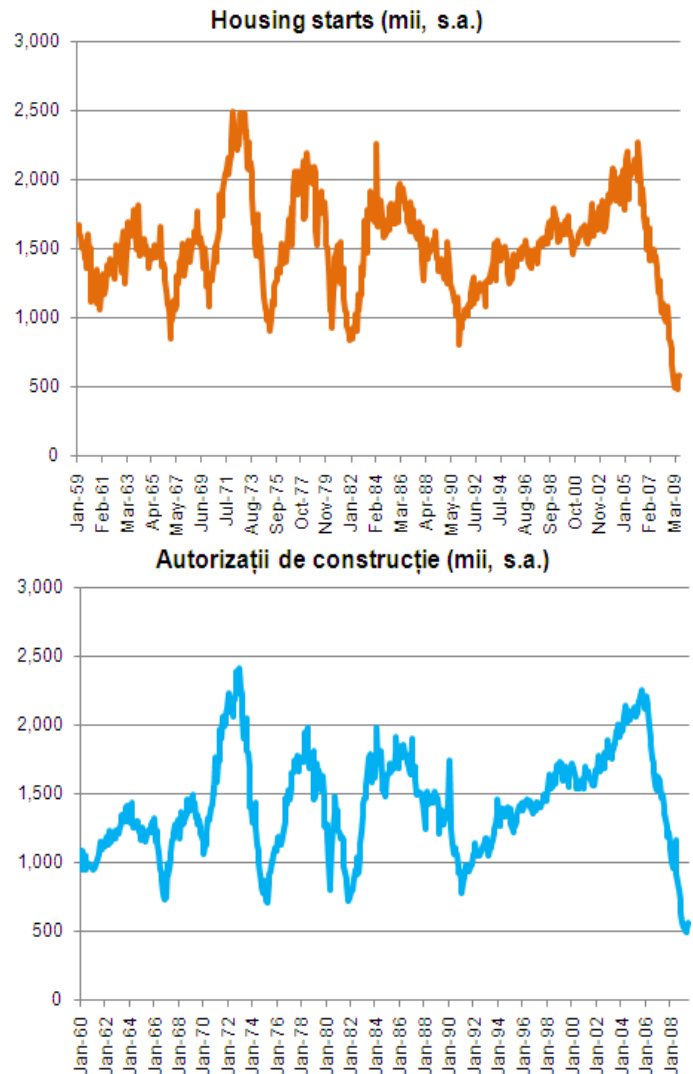
La nivelul pieței imobiliare, solicitările de credite ipotecare au crescut pentru a 2-a oară consecutiv în săptămâna încheiată în 10 iulie, pe fondul evoluției componentei de refinanțare, în contextul declinului dobânzilor. Indicatorul comunicat de **MBA** a avansat cu 4,3% la 514,4 p. (graficul alăturat), în contextul creșterii componentei refinanțare cu 18%, care a compensat declinul componentei cumpărări noi cu 9,4%. Nivelul mediu al dobânzilor pentru creditele ipotecare pe 30 de ani a scăzut la 5,05% (cel mai redus nivel din 22 mai), de la 5,34% în săptămâna anterioară. Rata medie a dobânzii la creditele ipotecare pe 15 ani a scăzut de la 4,83% la 4,59%.



Totodată, lucrările de construcții case noi au crescut în luna iunie cu 3,6% raportat la mai la 582 mii unități (anualizat, s.a.) (cel mai ridicat nivel din noiembrie), în principal ca urmare a avansului componentei **single family** cu 14,4% (cel mai ridicat ritm din decembrie 2004), la 470 mii unități (cel mai ridicat nivel din octombrie 2008). Analistii estimau un nivel de 530 mii. Totodată, autorizațiile de construcție emise în luna iunie au crescut cu 8,7% raportat la mai, la 563 mii (anualizat, s.a.), cel mai ridicat nivel din 2009.

Mai mult, încrederea constructorilor de locuințe a înregistrat în iulie cel mai ridicat nivel din septembrie 2008, pe fondul evoluției favorabile a vânzărilor de case **single-family** și a interesului din partea potențialilor cumpărători. Indicatorul NAHB a crescut de la 15 p. în iunie la 17 p. în iulie (graficul alăturat). Analistii estimau un nivel de 16 p.. Indicatorul a înregistrat nivelul minim record de 8 p. în luna ianuarie. Componenta vânzări case noi a crescut la 17 p., cel mai ridicat nivel din septembrie (de la 14 p. în iunie). Componenta **buyer traffic** a crescut de la 13 p. în iunie la 14 p. în iulie, de asemenea cel mai ridicat nivel din septembrie. Componenta perspective de evoluție a vânzărilor peste 6 luni s-a menținut la 26 p. în iulie. Indicele a crescut în Sud, de la 15 p. la 20 p., s-a menținut la 15 p. în Vest și 14 p. în Midwest și a scăzut de la 19 p. la 16 p. în Nord Est.

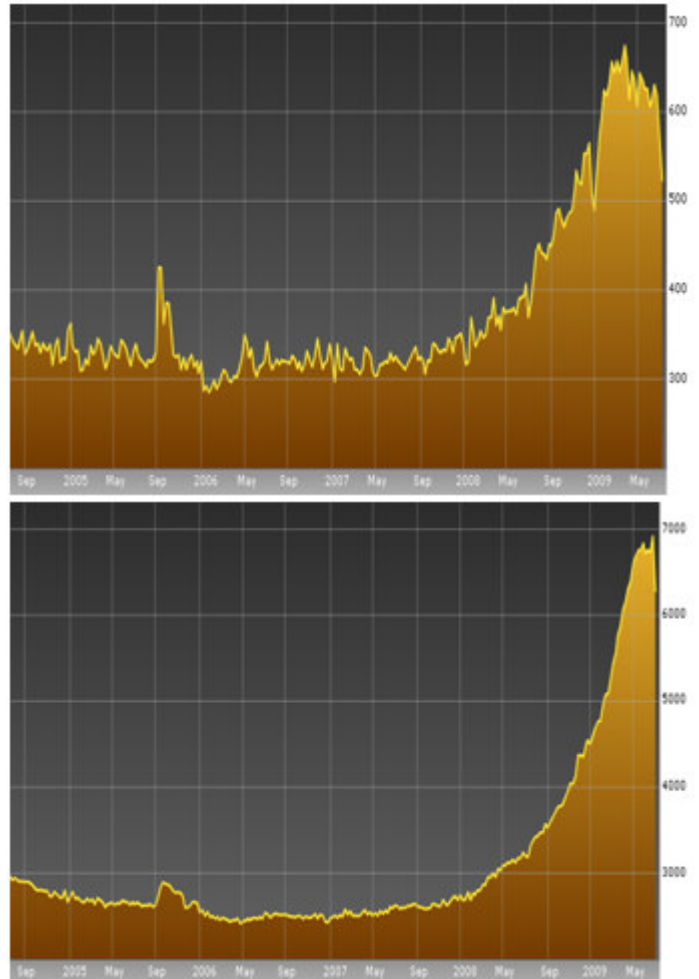
Pe termen scurt se mențin perspective de stabilizare a pieței imobiliare americane, după declinul inițiat încă din 2006 (cea mai severă contracție de la **Great Depression**). Aceste perspective sunt susținute de contracția prețurilor locuințelor, de scăderea costurilor de finanțare, precum și de măsurile de relansare adoptate de autorități pe parcursul ultimelor trimestre. Deși a crescut comparativ cu nivelele minime record din aprilie, rata medie de dobândă la creditele ipotecare pe 30 de ani a scăzut în ultimele zile, până la 5,14%, cel mai redus nivel din ultimele 2 luni. Principalii factori de risc pentru acest scenariu central: evoluția



pieței forței de muncă, fragilitatea piețelor financiare și menținerea blocajului financiar și creșterea alarmantă a numărului de prescrieri (în iunie cu 33,2% y/y) (la 6 luni 1,5 milioane locuințe au intrat în **default**).

La nivelul pieței forței de muncă, solicitările inițiale de ajutor de șomaj au scăzut în săptămâna încheiată în 11 iulie cu 47 mii raportat la săptămâna anterioară, la 522 mii, cel mai redus nivel din ianuarie (graficul alăturat). Analistii estimau un nivel de 553 mii. Media mobilă din ultimele 4 săptămâni a scăzut de la 607 mii la 584 mii. Totodată, numărul solicitărilor existente în săptămâna încheiată în 4 iulie a scăzut cu 642 mii la 6,27 milioane. Analistii estimau un nivel de 6,85 milioane. Rata

șomajului calculată pe baza celor care beneficiază de ajutor de șomaj a scăzut de la 5,2% la 4,7%. Pentru perioada următoare se mențin perspective de creștere a ratei șomajului, însă la un ritm mai redus, dat fiind scenariul de ieșire din recesiune a economiei în următoarele trimestre.



Prețurile de producător au crescut în iunie cu 1,8% raportat la aprilie, ritm mai accelerat comparativ cu estimările de 0,8% ale analiștilor. Această evoluție a fost determinată de creșterea prețurilor la combustibili (prețul la benzină a urcat cu 18,5%, în timp ce prețul la combustibili pentru încălzire s-a apreciat cu 15,4%). Componenta **core** a înregistrat o creștere lunară de 0,5% (peste estimările de 0,1% ale analiștilor), pe fondul evoluției prețurilor la camioane, mobilier și produse farmaceutice. Prețurile la automobile au crescut cu 2% (cel mai rapid ritm din septembrie 2006), în timp ce prețurile la alimente au înregistrat un avans de 1,1% (componenta legume a crescut cu 22%). Raportat la iunie 2008, prețurile de producător au scăzut cu 4,6%.

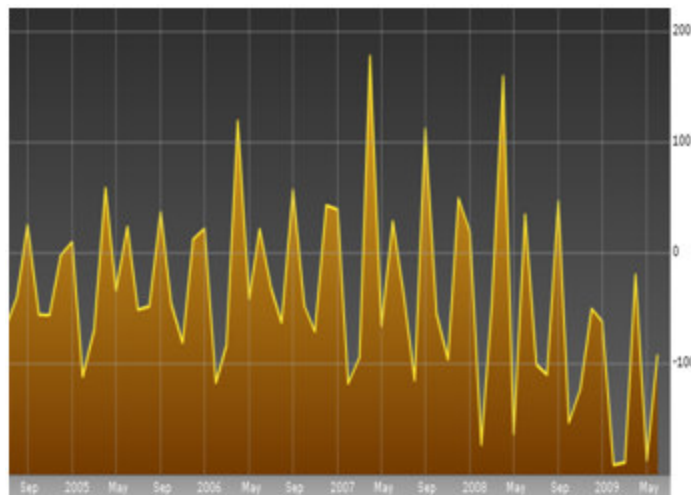
Prețurile de consum au crescut în iunie cu 0,7% raportat la mai (cel mai rapid ritm din iulie 2008), pe fondul evoluției componentei energetice. Analiztii estimau un avans al prețurilor de consum cu 0,6%. Raportat la iunie 2008, prețurile de consum s-au contractat cu 1,4%, cea mai severă contracție din ianuarie 1950. Componenta energetică a înregistrat un avans lunat de 7,4%, dat fiind că prețurile la benzină s-au apreciat cu 17%. Prețurile la alimente (1/7 din indice) nu s-au modificat în iulie. Componenta **core** a înregistrat o creștere lunară de 0,2% (raportat la iunie 2008 creștere de 1,7%).

Vânzările din comerțul cu amănuntul au crescut în iunie cu 0,6% raportat la mai (cea mai accelerată rată de evoluție din ianuarie), ritm peste cel estimat de analiști (0,4%). Această evoluție a fost determinată în principal de creșterea prețurilor la benzină. Excluzând componenta auto, vânzările au înregistrat o creștere de 0,3% în iunie, sub estimările analiștilor de 0,5%. Excluzând componentele auto, benzină și materiale de construcții, vânzările au scăzut pentru a 4-a lună consecutiv, cu 0,1% raportat la mai. Vânzările la dealerii auto și la magazinele de componente auto au crescut în iunie cu 2,3% raportat la mai, cel mai rapid ritm din ianuarie.

Volumul fluxurilor de capital investite în active denominate în dolari a scăzut în luna mai cu 66,6 mld. dolari raportat la aprilie (analiștii estimau o scădere cu 11,2 mld. dolari). Fluxurile pe termen lung s-au diminuat cu 19,8 mld. dolari în mai (în luna aprilie acestea crescuseră cu 11,5 mld. dolari) (analiștii estimau o creștere cu 16,5 mld. dolari). Vânzările nete de titluri de stat s-au situat în mai la 22,6 mld. dolari (cel mai ridicat nivel din noiembrie) (în aprilie au fost înregistrate intrări nete de 42 mld. dolari). Pe de altă parte, cumpărările nete de acțiuni americane au înregistrat în mai cel mai ridicat nivel din ianuarie 2008 (16,7 mld. dolari). Deținerile de active denominate în dolari (titluri de stat) au crescut în China cu 38 mld. dolari, la 801,5 mld. dolari, dar și în Hong Kong. Japonia și Rusia și-au redus expunerea pe titluri de stat americane în mai, cu 8,7 mld. dolari (la 677,2 mld. dolari), respectiv cu 12,5 mld. dolari (la 124,5 mld. dolari).

În ceea ce privește finanțele publice, deficitul bugetar a înregistrat în luna iunie un nivel de 94,3 mld. dolari (graficul alăturat) (este pentru prima oară din 1991 când cheltuielile bugetare depășesc veniturile bugetare în luna iunie), pe fondul declinului veniturilor bugetare cu 17% (y/y) (la 215,4 mld. dolari) și a creșterii cheltuielilor bugetare cu 37% (y/y) (la 309,7 mld. dolari). Analiztii estimau un deficit bugetar de 97 mld. dolari. În iunie 2008 Statele Unite au înregistrat un excedent bugetar de 33,5 mld. dolari. Astfel, pe parcursul celor 9 luni ale anului fiscal,

deficitul bugetar a depășit 1 trilion de dolari, nivel record. Contractia economică a contribuit la reducerea încasărilor bugetare din taxe. Veniturile bugetare din taxe corporate au scăzut în perioada octombrie 2008 – iunie 2009 cu 57% (y/y) la 101,9 mld. dolari, în timp ce veniturile bugetare din taxe personale au scăzut cu 22% (y/y) la 685,5 mld. dolari. Programele de stimulare economică au contribuit la creșterea cheltuielilor bugetare în cele 9 luni ale anului fiscal: pe segmentul protecției



sociale la 544,7 mld. dolari, pe segmentul de sănătate la 588,7 mld. dolari și pe segmentul de apărare la 472,8 mld. dolari. Totodată, Trezoreria Americană a anunțat că a alocat pe parcursul acestui an fiscal 147,2 mld. dolari pentru planul TARP și 84,9 mld. dolari pentru cumpărare de mortgage backed securities. Trezoreria a anunțat că volumul datoriei publice americane a ajuns la 11,5 trilioane de dolari, în timp ce cheltuielile cu dobânzi au ajuns la 320,7 mld. dolari la 9 luni din acest an fiscal. Volumul ofertei de titluri de stat s-a situat la 963 mld. dolari în prima jumătate a anului curent, iar pentru a doua jumătate se previzionează o ofertă mai ridicată (1,1 trilioane de dolari). Pe termen scurt se mențin perspective nefavorabile pentru evoluția finanțelor publice americane, în contextul planurilor de relansare economică, dar și a resimțirii efectelor celei mai severe contractii din ultimele decenii: rata șomajului înregistrează nivelele maxime din ultimii 26 de ani, profiturile companiilor se contractă la ritmuri de 2 cifre comparativ cu perioada similară din 2008. Pentru acest an fiscal Trezoreria previzionează un deficit bugetar de 1,8 trilioane dolari, de peste 4 ori mai ridicat comparativ cu cel înregistrat în anul fiscal anterior (459 mld. dolari).

Rezerva Federală a publicat Stenograma Ședinței de Politică Monetară de la finele lunii iunie. Conform acesteia, majoritatea membrilor Comitetului de Politică Monetară consideră că economia se menține încă vulnerabilă la șocuri adverse, dat fiind că nivelul dobânzilor la creditele ipotecare a crescut în ultima perioadă, dar și în contextul menținerii blocajului financiar: “... **Although financial market conditions had improved, credit was still quite tight in many sectors...**”. În acest context, FED a decis menținerea măsurilor de **quantitative easing**: “... **Although an expansion of such purchases might provide additional support to the economy, the effects of further asset purchases, especially purchases of Treasury securities, on the economy and on inflation expectations were uncertain...**”. Totodată,

Rezerva Federală a revizuit în sus previziunile de evoluție a economiei americane în 2009 și 2010, pe fondul semnalelor de stabilizare macroeconomică și în contextul ameliorării situației la nivelul piețelor financiare: “...***It seemed likely that economic activity was in the process of leveling out, and the considerable improvements in financial markets over recent months were likely to lend further support to aggregate demand...***”. Pentru 2009 FED previzionează o contracție de 1%-1,5% (an în care rata șomajului se va situa în intervalul 9,8%-10,1%), iar pentru 2010 o creștere de 2,1%-3,3%. Pentru rata inflației, FED previzionează un nivel de 1%-1,4% în 2009 (pentru rata core 1,3%-1,6%). Mai mult, membrii Comitetului de Politică Monetară au discutat și despre instrumentele de ieșire din politica de quantitative easing: “... ***Meeting participants generally agreed that the Federal Reserve either already had or could develop tools to remove policy accommodation when appropriate ... Ensuring that policy accommodation can ultimately be withdrawn smoothly and at the appropriate time would remain a top priority...***”.

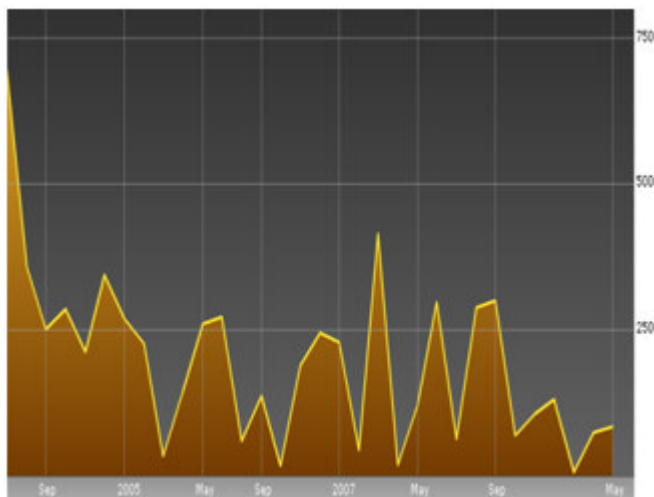
Pe termen scurt se mențin perspective de stabilizare a economiei americane, după declinul sever înregistrat în ultimele 3 luni din 2008 și primele 3 luni din 2009. Aceste perspective sunt susținute de resimțirea măsurilor de relansare adoptate de autorități pe parcursul ultimelor trimestre. Reducerea stocurilor companiilor în ultimele luni ar putea determina o creștere a investițiilor în perioada următoare. Măsurile de sprijinire a consumatorului american, afectat de deteriorarea condițiilor la nivelul pieței forței de muncă, ar putea avea impact favorabil pentru principala componentă a PIB. Cum am observat zilele anterioare, dezechilibrul extern continuă să se corecteze. Astfel, este ridicată probabilitatea unei ieșiri din recesiune a economiei americane în a doua jumătate a anului curent. Principalele riscuri la acest scenariu central: evoluția pieței forței de muncă, dezechilibrul finanțelor publice, fragilitatea echilibrului piețelor financiare.

## **Zona Euro**

Prețurile de consum au crescut în iunie cu 0,2% raportat la mai. Cu toate acestea, raportat la iunie 2008, prețurile de consum au scăzut cu 0,1% (prima contracție din 1996). Această evoluție a fost determinată de contracția componentei energetice (cu 11,8%), în contextul declinului prețurilor la țiței și alte bunuri (raportat la perioada similară din 2008), precum și de contracția economică care a determinat companiile să reducă prețurile de vânzare în contextul scăderii cererii reale (rata core s-a redus de la 1,5% în mai la 1,4% în iunie).

Producția industrială a crescut pentru prima oară în ultimele 9 luni în mai, cu 0,5% raportat la aprilie. Analistii estimau un nivel de creștere de 1,5%. Raportat la mai 2008 producția industrială a înregistrat un recul de 17%.

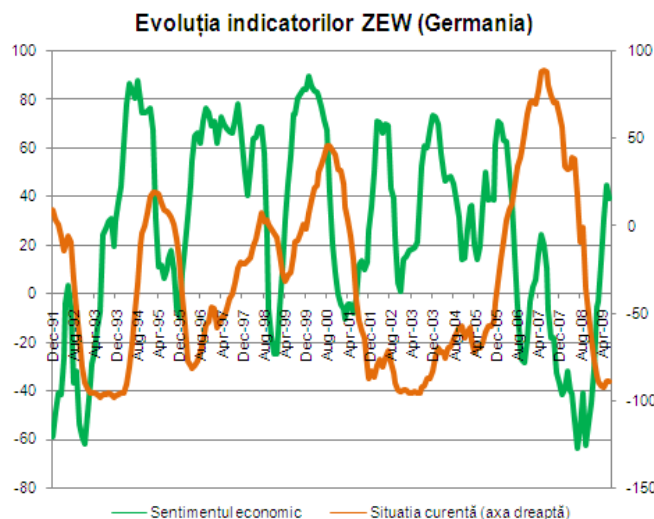
Balanța comercială la nivel de regiune a înregistrat un excedent pentru a 2-a lună consecutiv în mai, 800 mil. euro (graficul alăturat). Exporturile regiunii s-au contractat în mai cu 2,7% raportat la aprilie. Totodată, importurile au înregistrat o contracție lunară de 2,8%. În primele 4 luni ale anului exporturile către China au scăzut cu 8% (y/y), exporturile către Statele Unite cu 22% (y/y), iar cele către Marea Britanie cu 27% (y/y).



Pe de altă parte, sectorul construcțiilor s-a contractat la nivel de regiune cu 2% în mai raportat la aprilie. Comparativ cu mai 2008, declinul s-a situat la 8%.

Pe termen scurt se mențin perspective de stabilizare a Zonei Euro, pe fondul semnalelor de stabilizare din Statele Unite, dar și în contextul resimțirii măsurilor de relansare adoptate de autoritățile monetare și bugetare atât din regiune, dar și pe mapamond (planuri bugetare de peste 2 trilioane de dolari). Principalii factori de risc pentru acest scenariu central: evoluția pieței forței de muncă, fragilitatea echilibrului piețelor financiare, sustenabilitatea finanțelor publice. FMI previzionează o contracție a economiei Zonei Euro cu 4,8% în 2009, urmată de un declin de 0,3% în 2010.

În Germania încrederea investitorilor s-a deteriorat în iulie, conform indicatorilor ZEW. Componenta perspective de evoluție a economiei peste 6 luni a scăzut de la 44,8 p. în iunie la 39,5 p. în iulie (analistii estimau un nivel de 47,8 p.). Componenta situația curentă a crescut de la 89,3 p. în iunie la 89,7 p. în iulie. Cu alte cuvinte, am putea



asista la începutul anului 2010 la o deteriorare a situației din economia germană.

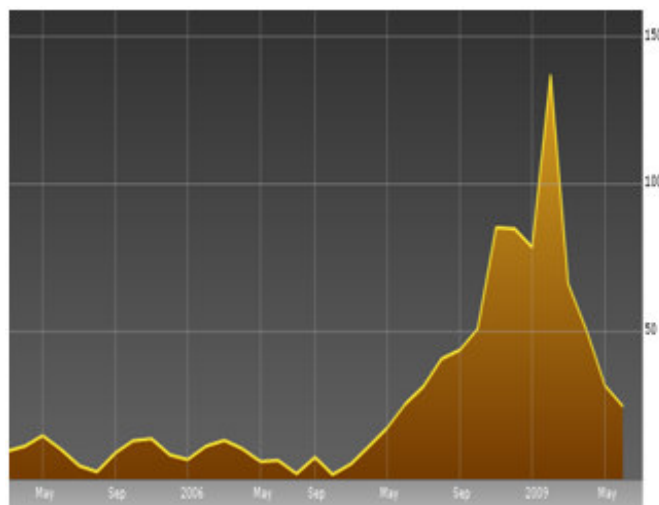
În Franța prețurile de consum au scăzut pentru a 2-a lună consecutiv în iunie, pe fondul declinului componentei energetice (y/y) și a contracției economice. Raportat la iunie 2008, prețurile au scăzut în iunie cu 0,6% (analiztii estimau un declin de 0,5%), pe fondul unui nivel al prețului la țiței cu aproximativ 50% sub media din perioada similară din 2008, dar și a contracției economice.

### **Marea Britanie**

Prețurile de consum au crescut în iunie cu 0,3% raportat la mai. Comparativ cu iunie 2008, prețurile de consum au crescut cu 1,8% (pentru prima oară din septembrie 2007 când rata inflației se situează sub ținta Băncii Centrale), în dezacelerare raportat la nivelul din mai (2,2%), pe fondul contracției economice. Totodată, prețurile din comerțul cu amănuntul au crescut în iunie cu 0,3% raportat la mai, dar s-au situat cu 1,6% sub nivelul din iunie 2008 (cel mai rapid ritm de contracție din 1948).

Piața imobiliară britanică prezintă semnale de stabilizare, după 2 ani consecutivi de contracție a prețurilor. Indicatorul RICS s-a ameliorat în iunie, de la -43,8% în mai la -18,1%, cel mai ridicat nivel din septembrie 2007. Mai mult, componenta perspective de evoluție a prețurilor în perioada următoare a devenit pozitivă pentru prima oară din mai 2007. Componentele vânzări noi și interesul cumpărătorilor au înregistrat în iunie cele mai ridicate nivele din 1999. Pe termen scurt se mențin perspective de stabilizare a pieței imobiliare britanice, pe fondul resimțirii măsurilor de relansare adoptate de autorități pe parcursul ultimelor trimestre.

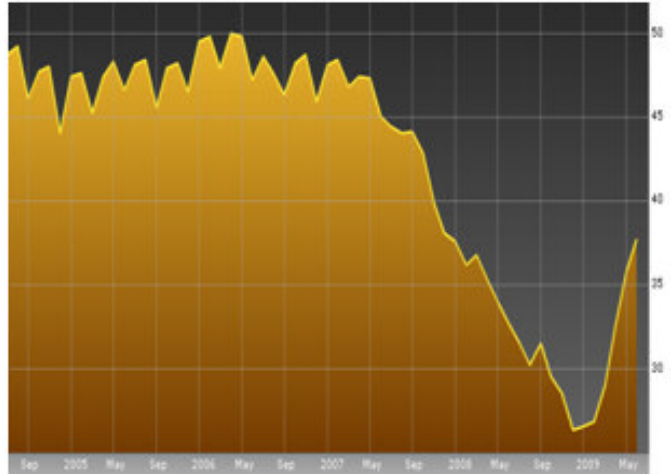
La nivelul pieței forței de muncă, numărul șomerilor a crescut în iunie cu 23,8 mii comparativ cu luna mai (figura alăturată), la 1,56 milioane, cel mai ridicat nivel din ultimii 12 ani. Acesta reprezintă cel mai redus ritm de creștere din ultimul an. Analiztii estimau o creștere a numărului de șomeri cu 41,3 mii în iunie. Numărul șomerilor a crescut în perioada martie-mai cu 281 mii, cel mai rapid ritm de evoluție din 1971. Rata șomajului (calculată pe



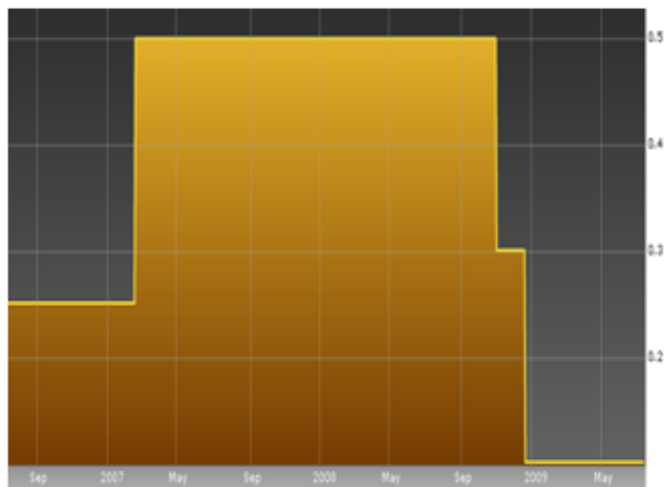
baza celor care beneficiază de ajutor de șomaj) s-a menținut în iunie la 4,8%. Rata șomajului (calaculată conform metodologiei ILO) a crescut la 7,6% în mai. Excluzând bonusurile, salariile au crescut în mai cu 2,6% raportat la mai 2008, cel mai redus ritm din 2001.

## Japonia

Încrederea consumatorilor s-a ameliorat pentru a 6-a lună consecutiv în iunie, pe fondul planurilor de stimulare a consumului adoptate de Administrația Aso. Indicatorul calculat de guvernul nipon a crescut de la 35,7 p. în mai la 37,6 p. în iunie (graficul alăturat). Pe termen scurt se mențin perspective de stabilizare a consumului familiilor nipone (acesta a crescut în mai pentru prima oară după 14 luni de contracție). Aceste perspective sunt susținute de semnalele de stabilizare din Statele Unite cu efecte de spill-over pe plan mondial, precum și de măsurile de relansare adoptate de autoritățile nipone. Principalul factor de risc la acest scenariu central constă în evoluția pieței forței de muncă: rata șomajului a crescut la 5,2% în mai, lună în care salariile au scăzut pentru a 12-a lună consecutiv.



La Ședința de Politică Monetară, Banca Centrală a Japoniei a menținut dobânda de referință la 0,1% (graficul alăturat), dar a extins programele de **quantitative easing** până la finele anului curent, dat fiind că “...**Financial conditions are improving but companies are still unconfident about the outlook for borrowing...**” (Guvernatorul Shirakawa). BoJ a cumpărat până în prezent titluri în volum de 5,1 mld. dolari. Totodată, Banca Centrală a redus previziunile cu privire la evoluția economiei nipone în acest an fiscal (contracție de 3,4% (comparativ cu un nivel anterior de 3,1%)), precum și pentru următorul an fiscal (creștere de 1%, nivel mai redus comparativ cu previziunile anterioare de 1,2%). Cu toate acestea, entitatea bancară centrală se așteaptă la un



proces de relansare economică în a doua jumătate a anului fiscal 2009: “...**Japan’s economic conditions are likely to turn upward over time...**”.

**Andrei Rădulescu**  
**Doctor în Economie,**  
**Academia de Studii Economice, București**

---