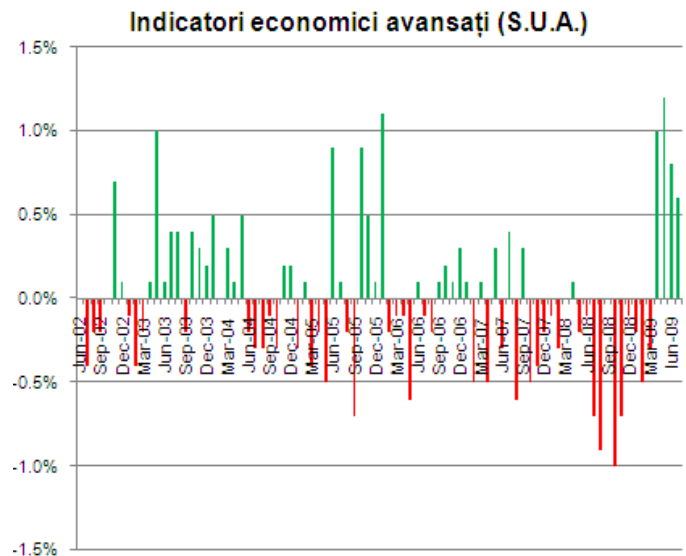


Sinteza macroeconomică 17-21 august

În Statele Unite indicatorii economici avansați au crescut pentru a 4-a lună consecutiv în iulie (cu 0,6% raportat la iunie), confirmând scenariul de stabilizare macroeconomică și de creștere a probabilității de ieșire din recesiune în a doua jumătate a anului curent. Șase din cele 10 componente au înregistrat contribuții pozitive în luna iulie: spread-ul de dobândă, declinul solicitărilor inițiale de ajutor de șomaj, creșterea duratei săptămânii de lucru în industrie (de la 39,5 ore în iunie la 39,8 ore în iulie, cel mai ridicat nivel din ianuarie), avansul livrărilor în industrie, evoluția pieței de capital (avans mediu de 1% m/m) și a comenzilor de bunuri de capital. În cadrul contribuțiilor negative se menționează: sentimentul consumatorilor, evoluția masei monetare și a autorizațiilor de construcție. Componenta comenzi noi pentru bunuri de consum s-a menținut la același nivel. Totodată, indicatorul coincident s-a menținut în iulie la același nivel cu cel din luna iunie, după scăderile consecutive înregistrate din luna octombrie 2008.



În ceea ce privește piața imobiliară americană, am asistat la o evoluție predominant favorabilă a indicatorilor comunicați pe parcursul săptămânii. Se remarcă evoluția vânzărilor de case existente în iulie, în creștere cu 7,2% raportat la iunie (cel mai rapid ritm din 1999), la 5,24 mil. unități (anualizat) – nivelul maxim din august 2007. Comparativ cu iunie, în iulie vânzările de case **single family** au crescut cu 6,5% la 4,61 mil. unități (anualizat), în timp ce vânzările de condominii au avansat cu 13% la 630 mii unități (anualizat). Această evoluție a fost determinată de declinul prețurilor (cu 15% y/y), în contextul numărului ridicat de prescrieri (31% din vânzări în iulie), dar și de măsurile adoptate de autorități pe parcursul ultimelor trimestre (se estimează că programul de susținere a primei achiziții de locuințe a contribuit cu 30% la vânzările de case existente în luna iulie). Analistii estimau o creștere lunară de doar 2,3%, la 5 mil. unități (anualizat). Raportat la iulie 2008, vânzările de case existente au crescut cu 5%. Volumul stocurilor de case existente în piață a crescut 7,3% la 4,09 mil. în iulie (la ritmul actual de vânzări sunt necesare 9,4 luni pentru lichidarea stocurilor, peste nivelul de 7 luni considerat consistent cu un scenariu de stabilizare a prețurilor).

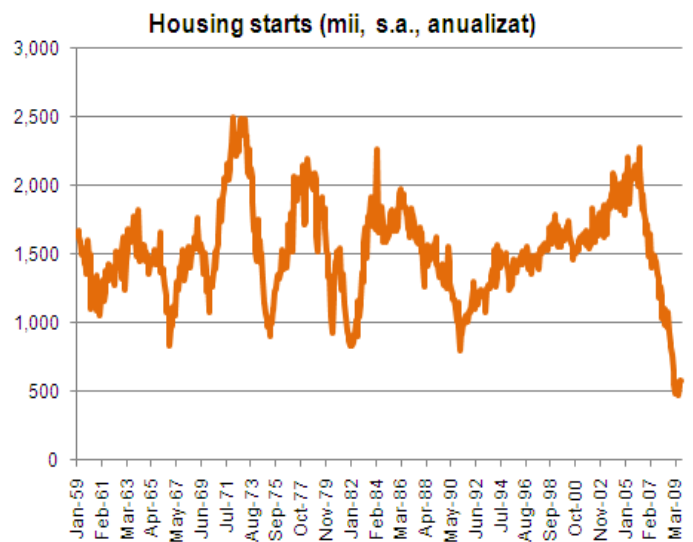
Totodată, încrederea constructorilor de locuințe a înregistrat în august cel mai ridicat nivel din iunie 2008. Indicatorul **NAHB** a crescut de la 17 p. în iulie la 18 p. în august (graficul alăturat), în linie cu estimările analiștilor (indicatorul a înregistrat nivelul minim istoric de 8 p. în luna ianuarie).



Solicitățile de credite ipotecare au crescut în săptămâna încheiată în 14 august cu 5,6% raportat la săptămâna anterioară, pe fondul declinului costurilor de finanțare. Indicatorul **MBA** a crescut la 527 p., de la 499 p. în săptămâna anterioară (graficul alăturat). Componenta de refinanțare a urcat cu 6,9% la 1 982,5 p., în timp ce componenta cumpărări noi s-a apreciat cu 3,9% la 277,7 p. (cel mai ridicat nivel din ultima lună). Rata medie de dobândă la creditele ipotecare pe 30 de ani a scăzut la 5,15% în săptămâna încheiată în 14 august (de la 5,38% în săptămâna anterioară și sub nivelul de 6,47% din aceeași săptămână a anului anterior), în timp ce rata medie de dobândă la creditele pe 15 ani a scăzut la 4,52% (de la 4,71% în săptămâna încheiată în 7 august).



Pe de altă parte, numărul lucrărilor demarate de construcții case noi a scăzut pentru prima oară în ultimele 3 luni în iulie, cu 1% raportat la iunie, la 581 mii unități (s.a., anualizat). Analiștii estimau un nivel de 598 mii pentru luna iulie. Cu toate acestea, trebuie menționat faptul că lucrările de construcții la locuințe **single family** au crescut pentru a 5-a lună consecutiv în iulie, cu 1,7% raportat la iunie (la 490 mii, cel mai ridicat nivel din octombrie). Pe de altă parte, lucrările de construcții



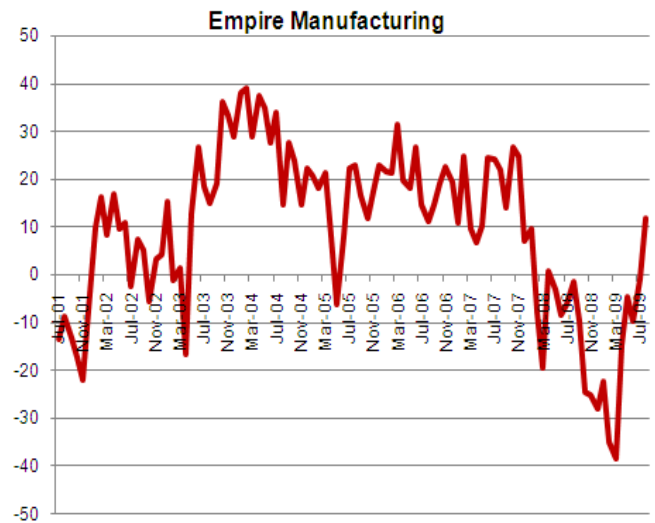
la condominiuri au scăzut în iulie cu 13,3% raportat la iunie, la 91 mii. Raportat la iulie 2008, lucrările de construcții de locuințe au scăzut cu 38% (componenta **single** s-a contractat cu 22%, în timp ce componenta **multifamily** a scăzut cu 70%). Totodată, numărul autorizațiilor de construcție emise în luna iulie a scăzut cu 1,8% raportat la iunie, la 560 mii (s.a., anualizat), sub estimările de 576 mii ale analiștilor. Pe segmentul **single family** autorizațiile de construcție au crescut în iulie cu 5,8% la 458 mii (s.a., anualizat), în timp ce pe segmentul **multifamily** am asistat la o contracție de aproximativ 26%. Raportat la iulie 2008, autorizațiile de construcție au scăzut cu 39,4%, pe fondul declinului componente **single family** cu 20,3% și a componente **multifamily** cu 70,8%.



Pe termen scurt se mențin perspective de stabilizare a pieței imobiliare americane, după declinul înregistrat în ultimii 4 ani. Aceste perspective sunt susținute declinul prețurilor în contextul numărului ridicat al prescrierilor, precum și de resimțirea măsurilor de relansare adoptate de autoritățile monetare și bugetare pe parcursul ultimelor trimestre (reducerea dobânzilor, creditele acordate la prima cumpărare de locuințe). Principalii factori de risc pentru acest scenariu central: nivelul ridicat al prescrierilor (conform estimărilor recente ale **First American CoreLogic**, locuințe cu o valoare estimată de aproximativ 3,4 trilioane de dolari prezintă risc de **default**), evoluția pieței forței de muncă, evoluția piețelor financiare, menținerea unor condiții restrictive de creditare, evoluția încrederii consumatorilor și nivelul ridicat al stocurilor de locuințe existente în piață.

La nivelul industriei prelucrătoare am asistat la evoluția favorabilă a indicatorilor comunicați pe parcursul săptămânii.

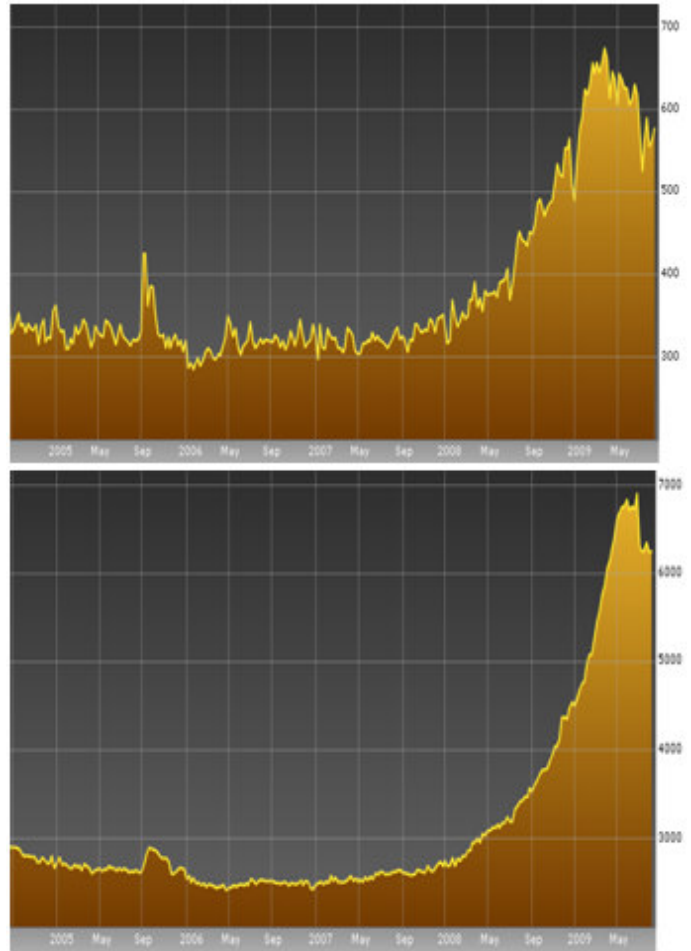
Industria prelucrătoare din New York a crescut în august pentru prima oară din aprilie 2008. Indicatorul **Empire Manufacturing** a înregistrat un nivel de 12,1 p. (cel mai ridicat nivel din noiembrie 2007), în creștere comparativ cu nivelul de -0,55 p. din iulie și peste estimările de 3 p. ale analiștilor. Industria prelucrătoare reprezintă aproximativ 6% din PIB-ul New York-ului (estimat la 1,1 trilioane dolari). Se remarcă evoluția componentelor comenzi noi (în creștere pentru a 2-a lună consecutiv, la 13,43 p. în august – cel mai ridicat din noiembrie 2007), livrări (avans pentru a 2-a lună consecutiv, la 14,11 p. – cel mai ridicat nivel din aprilie 2008) și perspective de evoluție pentru următoarele luni (în creștere de la 48,2 p. în august – cel mai ridicat nivel din iulie 2007). Pe de altă parte, componentele stocuri și locuri de muncă s-au contractat și în august, însă la ritmuri mai reduse.



Industria prelucrătoare din Philadelphia a crescut în august pentru prima oară în ultimul an. Indicatorul calculat de Rezerva Federală din Philadelphia a avansat de la -7,5 p. în iulie la 4,2 p. în august (analiștii estimau un nivel de -2 p.). Componenta comenzi noi a crescut de la -2,2 p. în iulie la 4,2 p. în august, în timp ce componenta livrări s-a apreciat de la -9,5 p. la 0,6 p.. Componenta stocuri a crescut de la -15,4 p. în iulie la 0,3 p. în august, în timp ce componenta locuri de muncă a înregistrat cel mai ridicat nivel din ultimele 11 luni.

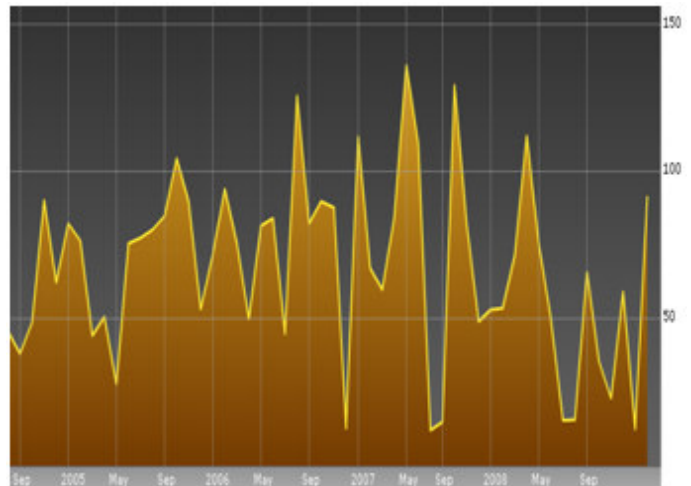
Pe termen scurt se mențin perspective de stabilizare la nivelul industriei prelucrătoare și de creștere ușoară după declinul înregistrat pe parcursul ultimelor trimestre. Aceste perspective sunt susținute de o serie de factori: declinul sever al stocurilor în ultimele luni, semnalele de stabilizare a economiei mondiale, resimțirea măsurilor de relansare adoptate de parcursul ultimelor trimestre de autoritățile monetare și bugetare.

La nivelul pieței forței de muncă, solicitările inițiale de ajutor de șomaj au crescut în săptămâna încheiată în 15 august cu 15 mii comparativ cu săptămâna anterioară la 576 mii (graficul alăturat). Analistii estimau un nivel de 550 mii. Media mobilă din ultimele 4 săptămâni a crescut de la 565,7 mii în săptămâna încheiată în 8 august la 570 mii în săptămâna încheiată în 15 august. Totodată, solicitările existente de ajutor de șomaj în săptămâna încheiată în 8 august au crescut ușor la 6 241 mii (figura alăturată) (rata șomajului calculată pe baza persoanelor care beneficiază de ajutor de șomaj s-a menținut la 4,7%) .



Pe termen scurt se mențin perspective de stabilizare la nivelul pieței forței de muncă, după declinul sever înregistrat în ultimele trimestre (de la declanșarea recesiunii în decembrie 2007 numărul de locuri de muncă a scăzut cu 6,7 mil.). Piața forței de muncă va continua să se deterioreze în perioada următoare, dat fiind că economia va evolua la un ritm sub potențial. Cu toate acestea, perspectivele de ieșire din recesiune în a doua jumătate a anului curent vor contribui la atenuare ritmului de deteriorare.

Trezoreria Americană a comunicat evoluția fluxurilor de investiții în active denominate în dolari în luna iunie. Conform acestor date, în luna iunie s-au înregistrat intrări nete de aproximativ 90,7 mld. dolari în titluri pe termen lung denominate în dolari (în luna anterioară am asistat la o vânzări nete de 19,4 mld. dolari) (graficul alăturat). Analistii estimau



intrări nete în active denumite în dolari pe termen lung în luna iunie de 17,5 mld. dolari. În ceea ce privește fluxurile totale (termen scurt și termen mediu și lung) am asistat în luna iunie la ieșiri nete de 31,2 mld. dolari (mai reduse comparativ cu ieșirile nete de 67,5 mld. dolari din luna mai). Intrările nete pe segmentul de titluri de stat s-au ridicat la 100,5 mld. dolari în iunie (cel mai ridicat nivel din 1977), contrabalansând ieșirile nete de 22,6 mld. dolari din luna mai. China și-a redus expunerea pe titluri guvernamentale americane cu 25,1 mld. dolari în iunie, la 776,4 mld. dolari, în timp ce Japonia și-a majorat expunerea în iunie cu 34,6 mld. dolari la 711,8 mld. dolari. Marea Britanie și-a crescut expunerea pe titluri guvernamentale americane cu 50,2 mld. dolari, la 214 mld. dolari, în timp ce Rusia și-a redus expunerea cu 4,6 mld. dolari, la 119,9 mld. dolari. Întrările pe segmentul acțiuni s-au situat la 19,1 mld. dolari în iunie (în mai am asistat la intrări nete de 16,7 mld. dolari). Pe segmentul de obligațiuni corporative au fost înregistrate în iunie ieșiri nete de 1 mld. dolari.

Prețurile de producător au scăzut în iulie cu 0,9% raportat la iunie, pe fondul declinului componentei energetice. Analistii estimau o contracție lunară a prețurilor de producător cu doar 0,2%. Raportat la iulie 2008, prețurile de producător s-au contractat la un ritm record, 6,8%. Componenta **core** s-a contractat cu 0,1% raportat la iunie (analistii estimau un avans de 0,1%), pe fondul declinului prețurilor la automobile, camioane și calculatoare. Raportat la iulie 2008, componenta **core** a avansat cu 2,6%. Pe termen scurt se mențin perspective de presiuni reduse la nivelul prețurilor de producător, pe fondul excesului de capacitate instalată în economie.

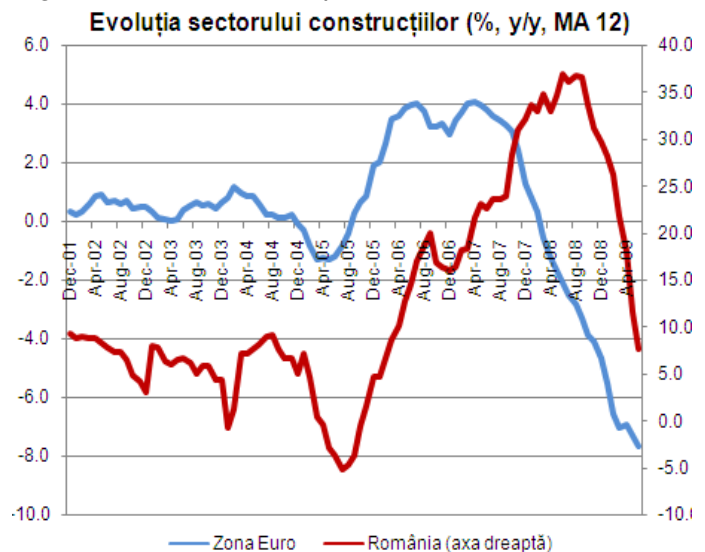
În discursul susținut la Rezerva Federală din Kansas City, Președintele FED, B. Bernanke, a menționat că economia mondială prezintă semne de ieșire din cea mai severă recesiune din ultimele decenii, pe fondul resimțirii planurilor de măsuri adoptate de autoritățile monetare și bugetare pe parcursul ultimelor trimestre: “...**After contracting sharply over the past year, economic activity appears to be leveling out, both in the United States and abroad, and the prospects for a return to growth in the near term appear good...**”.

Pe termen scurt se mențin perspective de stabilizare a economiei americane (după declinul sever înregistrat în ultimele luni din 2008 și primele luni din 2009), fiind ridicată probabilitatea ieșirii din recesiune în a doua jumătate a anului curent. Aceste perspective sunt susținute de o serie de factori: resimțirea măsurilor de relansare adoptate de autoritățile americane pe parcursul ultimelor trimestre; planurile de relansare adoptate de autoritățile monetare și bugetare de pe mapamond în ultimele trimestre; deprecierea dolarului american;

declinul stocurilor în ultima perioadă (ceea ce va determina companiile să reia treptat investițiile). Principalii factori de risc pentru acest scenariu central: evoluția pieței forței de muncă, evoluția piețelor financiare, sustenabilitatea finanțelor publice.

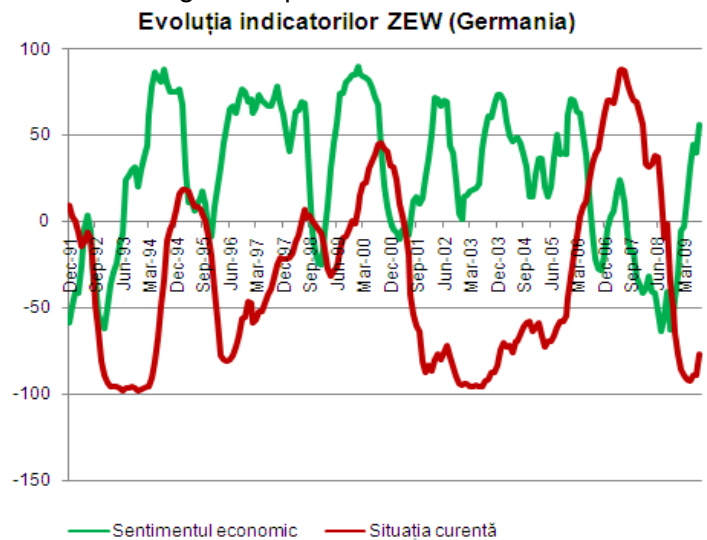
În Zona Euro indicatorii din industria prelucrătoare și din sectorul serviciilor au continuat să se amelioreze în august, situându-se totodată peste estimările analiștilor. Mai mult, industria prelucrătoare din Franța și sectorul serviciilor din Germania au crescut, exprimând premise favorabile pentru evoluția acestor economii în trimestrul III, după ieșirea din stare de contracție în trimestrul II. În Franța, indicatorul PMI la nivelul industriei prelucrătoare s-a apreciat de la 48,1 p. în iulie la **50,2** p. în august. Indicatorul PMI la nivel de servicii a crescut de la 45,5 p. în iulie la 48,9 p. în august. În Germania indicatorul PMI din industria prelucrătoare a urcat de la 45,7 p. în iulie la 49 p. în august, în timp ce indicatorul PMI din sectorul serviciilor a crescut de la 48,1 p. la **54,1** p.. La nivelul Zonei Euro indicatorul din industria prelucrătoare s-a apreciat de la 46,3 p. în iulie la 47,9 p. în august, în timp ce indicatorul PMI din sectorul serviciilor a crescut de la 45,7 p. la 49,5 p.. Indicatorul PMI Compozit s-a situat la 50 p. în august, în creștere de la 47 p. în iulie.

Pe de altă parte, sectorul construcțiilor din regiune s-a contractat pentru a 2-a lună consecutiv în iunie, cu 1,1% raportat la mai. Comparativ cu iunie 2008, sectorul construcțiilor din regiune s-a contractat cu 8,8%. În Germania, sectorul construcțiilor a înregistrat în iunie o contracție lunară de 1,4%, dar a avansat cu 1,2% raportat la iunie 2008. În Franța piața construcțiilor s-a contractat în iunie cu 0,2% raportat la mai și cu 4,6% comparativ cu iunie 2008. În Spania sectorul construcțiilor a scăzut în iunie cu 0,2% raportat la mai și cu 12,6% comparativ cu iunie 2008. Pe termen scurt se mențin perspective de stabilizare a pieței construcțiilor în regiune. Aceste perspective sunt susținute de semnalele de ieșire din recesiune, în contextul resimțirii măsurilor de relansare adoptate de autoritățile monetare și bugetare pe parcursul ultimelor trimestre.



Pe termen scurt se mențin perspective de stabilizare a economiei Zonei Euro și de ieșire din starea de contracție instaurată încă din prima jumătate a anului 2008. Aceste perspective sunt susținute de semnalele de ieșire din recesiune din Statele Unite cu efecte pentru economia globală, precum și de resimțirea măsurilor de relansare adoptate de autoritățile monetare și bugetare europene pe parcursul ultimelor trimestre. Principalii factori de risc pentru acest scenariu central: evoluția pieței forței de muncă, evoluția piețelor financiare internaționale și sustenabilitatea finanțelor publice.

În Germania sentimentul economic s-a ameliorat în august după declinul din luna anterioară, pe fondul ieșirii temporare din recesiune a economiei în trimestrul II, în contextul resimțirii măsurilor de relansare adoptate de autoritățile monetare și bugetare, dar și a ameliorării climatului de export. Indicatorul calculat de Centrul de Cercetare Economică **ZEW** a crescut de la 39,5 p. în iulie la 56,1 p. în august (cel mai ridicat nivel din aprilie 2006). Analiztii estimau pentru luna august un nivel de 45 p.. Componenta situația curentă s-a ameliorat în august la -77,2 p., de la nivelul de -89,3 p. din iulie (analiztii estimau un nivel de -85 p.).



Economia Germaniei a crescut cu 0,3% q/q în trimestrul II, iar pentru perioada următoare perspectivele s-au ameliorat, în contextul semnalelor de ieșire din recesiune a economiei americane în a doua jumătate a anului curent, precum și pe fondul resimțirii măsurilor de relansare adoptate de autoritățile monetare și bugetare de pe mapamond în ultimele trimestre. Cu toate acestea, economia germană va continua să evolueze la un ritm sub potențial și în trimestrele următoare. Principalele riscuri pentru acest scenariu central: evoluția pieței forței de muncă (nivelul ridicat al ratei șomajului), sustenabilitatea finanțelor publice, aprecierea euro în raport cu dolarul (cu 13% din luna februarie până în prezent), evoluția piețelor financiare.

În Marea Britanie prețurile de consum au stagnat în luna iulie comparativ cu iunie (analizii estimau un declin de 0,3%). Raportat la iulie 2008, rata inflației s-a menținut la 1,8% (cel mai redus nivel din septembrie 2007) (analizii estimau un declin la 1,5%) (figura alăturată). Rata inflației **core** a crescut la 1,8% în iulie (y/y), cel mai ridicat nivel din ultimele 8 luni, pe fondul avansului prețurilor la jocuri de calculator, DVD, alcool și tutun. În comerțul cu amănuntul prețurile au stagnat în iulie raportat la iunie, dar au scăzut cu 1,4% comparativ cu iulie 2008 (componenta **core** s-a accelerat la 1,2%). Pe termen scurt se mențin perspective de presiuni inflaționiste reduse, pe fondul evoluției economiei la un nivel sub potențial.



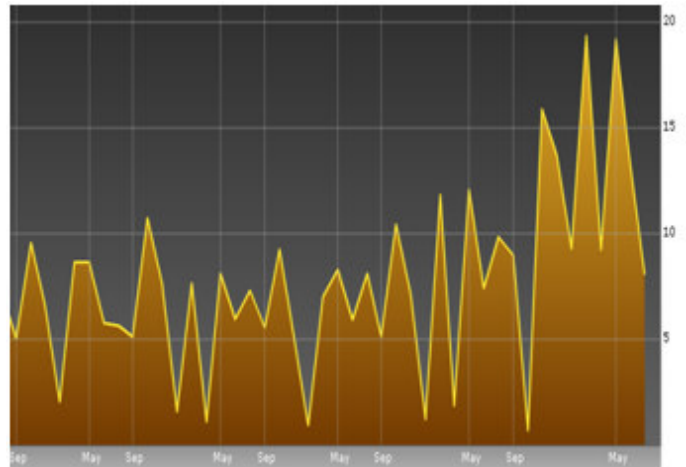
Banca Angliei a publicat Stenograma Ședinței de Politică Monetară din luna august. Conform Stenogramei, votul Comitetului de Politică Monetară a fost de 6-3 în favoarea menținerii ratei de dobândă de referință la 0,5% și a majorării programului de cumpărare de active cu 50 mld. lire la 175 mld. lire. Trei membri ai Comitetului au votat pentru majorarea programului de cumpărare de active cu 75 mld. lire la 200 mld. lire (Guvernatorul King, Timothy Besley și David Miles). Cu alte cuvinte, “... **All members agreed that substantial further asset purchases were needed over the next three months...**”. Această decizie a fost justificată de faptul că “... **the most immediate downside risks to the economy seemed to have receded... The more timely indicators of economic activity, including business surveys, indicated that output in the United Kingdom had probably stabilized in the middle of the year...indicated that the likelihood of the very worst near-term downside risks to activity had lessened, they shed little light on the key question of how durable the recovery would prove to be in the medium term...**”, deși efectele acestor programe de **quantitative easing** au fost considerate “... **uncertain...**”, dat fiind că există riscul unor “... **unwarranted increases in some asset prices...**”.

La nivelul consumului privat, vânzările din comerțul cu amănuntul au crescut pentru a 2-a lună consecutiv în iulie, cu 0,4% raportat la iunie, în linie cu estimările analiștilor. Raportat la iulie 2008 vânzările au crescut cu 3,3%, cel mai ridicat ritm din ultimele 14 luni. Se remarcă

evoluția componentelor mobilă și bunuri electrice. Vânzările de bunuri ne-alimentare au crescut în iulie cu 1,1% m/m, în timp ce vânzările de bunuri alimentare au scăzut cu 1%.

În ceea ce privește sistemul financiar britanic, numărul creditelor ipotecare acordate de cele mai mari 6 bănci (care contribuie cu aproximativ 70% la piața creditelor ipotecare) a crescut în luna iulie la cel mai ridicat nivel din decembrie 2008, 53,4 mii (de la 50,2 mii în iunie), confirmând scenariul de stabilizare a pieței imobiliare. Pe de altă parte, băncile au raportat declinul stocului de credit către companii în luna iulie, pe fondul preferinței acestora pentru majorări de capital. Cele 6 bănci incluse în raport sunt: Banco Santander, Barclays Plc, HSBC Holdings Plc, Lloyds Banking Group Plc, Nationwide Building Society și Royal Bank of Scotland Group Plc. Totodată, **Council of Mortgage Lenders** a anunțat creșterea creditului imobiliar cu 26% în iulie (către cel mai ridicat nivel din ultimele 9 luni, 26,5 mld. dolari).

Institutul de Statistică din Marea Britanie a publicat evoluția finanțelor publice în luna iulie. Deficitul bugetar a înregistrat un nivel de 8 mld. lire (cel mai ridicat nivel pentru această lună din 1993) (graficul alăturat) (în iulie 2008 fusese înregistrat un excedent bugetar de 5,2 mld. lire). Analiztii estimau un deficit bugetar de doar 0,6 mld. lire în luna iulie. Declinul veniturilor bugetare cu 15% y/y (în contextul contracției rezultatelor raportate de companii, dar și a condițiilor la nivelul pieței forței de muncă – încasările din taxe pe profit au scăzut cu 38% y/y, în timp ce încasările din TVA s-au redus cu 34% y/y, iar încasările din taxe pe venituri personale s-au contractat cu 15% y/y), coroborat cu creșterea cheltuielilor bugetare cu 7,5% y/y (în contextul evoluției nefavorabile a pieței forței de muncă – cheltuielile cu protecția socială au urcat cu 10% y/y, precum și a planurilor de relansare adoptate de guvern – investițiile publice au avansat cu 10% y/y la 2,9 mld. lire) au contribuit la înregistrarea deficitului bugetar record în luna iulie. În primele 4 luni ale anului fiscal deficitul bugetar s-a situat la 50 mld. lire, de 3 ori peste nivelul din perioada similară a anului anterior. Pe termen scurt se mențin perspective nefavorabile pentru evoluția finanțelor publice britanice, în contextul resimțirii celei mai severe perioade economice din ultimele decenii (FMI previzionează un deficit bugetar de 11,6% în 2009 și 13,3% în 2010).



Pe termen scurt se mențin perspective de stabilizare a economiei britanice, după declinul înregistrat pe parcursul ultimelor trimestre, scenariu susținut de o serie de factori: semnale de stabilizare și de ieșire din recesiune a economiei americane, cu efecte pozitive pentru economia mondială; resimțirea măsurilor de relansare adoptate de autoritățile monetare și bugetare pe parcursul ultimelor trimestre. Principalii factori de risc pentru acest scenariu central: evoluția pieței forței de muncă (rata șomajului înregistrează cel mai ridicat nivel din 1995), evoluția piețelor financiare și sustenabilitatea finanțelor publice.

Andrei Rădulescu

Doctor în Economie, Academia de Studii Economice, București

Masterat Științific în Economie, Facultatea de Economie din Porto

Ex.- Consultant Macroeconomic la Fondul de Pensii al Statului Portughez
