

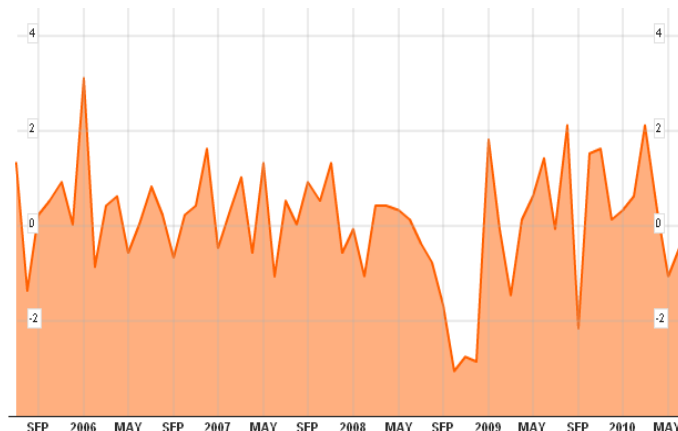
## Sinteza macroeconomică 12 – 16 iulie

*Indicatorii macroeconomici comunicați pe parcursul săptămânii confirmă scenariul de relansare graduală a economiei mondiale în urma celei mai severe crize economico-financiare de la finele celui de-al doilea Război Mondial. Cu toate acestea, evoluția mai multor indicatori atrage atenția cu privire la sustenabilitatea procesului de relansare economică. Practic, în ultima perioada am asistat la amplificarea semnalelor de dezaccelerare, atât în Statele Unite, dar și în Europa și Japonia, în principal ca urmare a crizei finanțelor publice din Europa. Se menționează în acest sens dezaccelerarea industriei prelucrătoare în New York, Philadelphia, contracția vânzărilor din comerțul cu amănuntul, deteriorarea sentimentului consumatorilor americani, declinul sentimentului investitorilor germani, contracția sectorului de servicii în Japonia, dezaccelerarea economiei Chinei. Cu alte cuvinte, riscurile cu privire la evoluția economiei mondiale în trimestrele următoare au crescut și, implicit, probabilitatea unui scenariu macroeconomic în W.*

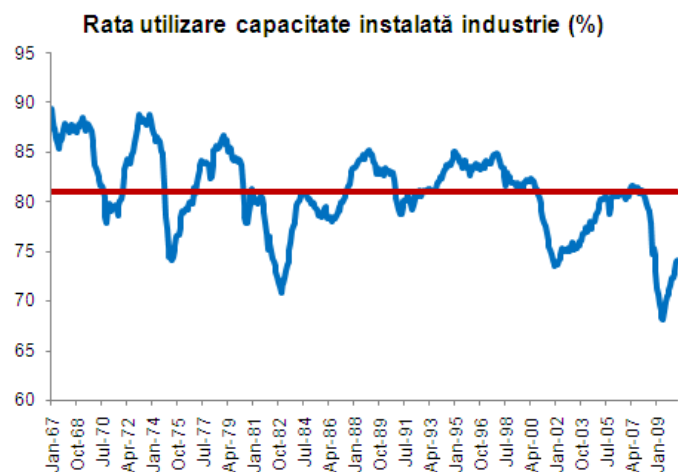
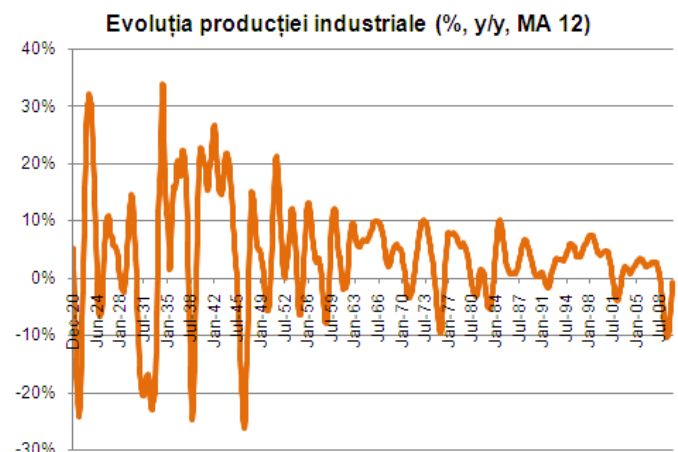
### Statele Unite

Sentimentul consumatorilor s-a deteriorat iulie la cel mai sever ritm din octombrie 2008, evoluție care atrage atenția cu privire la sustenabilitatea procesului de relansare economică (în contextul menținerii unor condiții dificile la nivelul pieței forței de muncă, dar și a situației finanțelor publice din Europa care a determinat scăderi ale indicilor bursieri, cu impact negativ pentru venitul real disponibil al populației). Indicatorul calculat de **Universitatea Michigan** a scăzut de la 76 p. în iunie la 66,5 p. în iulie (cel mai redus nivel din august 2009) (analiztii estimau un nivel de 74 p.). Componenta situația curentă a înregistrat cel mai redus nivel din ultimele 8 luni (75,5 p., în scădere de la 85,6 p.). Totodată, componenta perspective de evoluție pentru următoarele 6 luni s-a redus de la 69,8 p. în iunie la 60,6 p. în iulie, cel mai scăzut nivel din martie 2009. Pentru următoarele 12 luni și pentru următorii 5 ani consumatorii americani se așteaptă la un nivel de inflație de 2,9%.

Vânzările din comerțul cu amănuntul au scăzut pentru a 2-a lună consecutiv în iunie, cu 0,5% m/m (graficul alăturat) (analiztii estimau un declin de 0,3% m/m). Această evoluție atrage atenția cu privire la sustenabilitatea procesului de relansare a economiei în urma celei mai severe crize economico-financiare din ultimele decenii. Excluzând componenta auto, vânzările au scăzut cu 0,1%, în linie cu estimările analiztilor. Componenta auto a consemnat un declin lunar de 2,3%. Scăderi importante au fost consemnate și de categoriile mobilă, materiale de construcții. Vânzările stațiilor de benzină au scăzut cu 2% m/m, în principal ca urmare a declinului prețului la galonul de benzină cu 11 cenți raportat la mai, la 2,73 dolari. Excluzând componentele auto, benzină și materiale de construcții, vânzările au crescut cu 0,2% m/m.



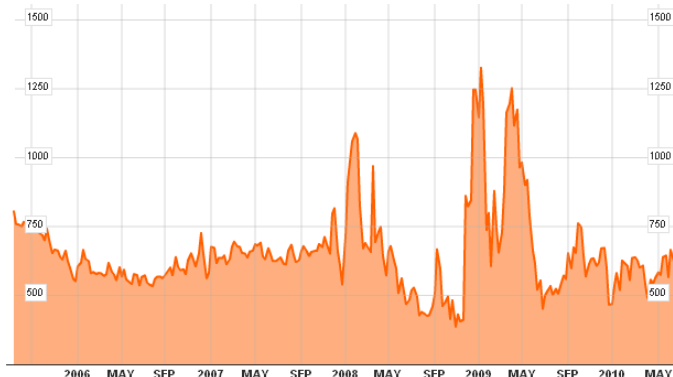
La nivelul industriei, producția a crescut în iunie cu 0,1% m/m, în dezaccelerare comparativ cu ritmul de 1,3% m/m din mai (analiztii estimau un declin de 0,1%). Pe segmentul utilității producția a crescut cu 2,7% m/m, pe fondul temperaturilor ridicate (recordul ultimilor 116 ani). Producția din ramura minieră a crescut cu 0,4% m/m. Cu toate acestea, la nivelul industriei prelucrătoare producția a scăzut cu 0,4% m/m (la nivelul industriei auto am asistat la un declin lunar de 1,9% m/m). Producția de bunuri de consum s-a contractat cu 0,6% m/m, în timp ce producția de mobilă și electrodomestice a scăzut cu 1,7% m/m. Pe de altă parte, producția de echipamente s-a majorat cu 0,9% m/m. Rata de utilizare a capacității instalate în industrie s-a situat la 74,1% în iunie, sub nivelul mediu istoric de aproximativ 81%.



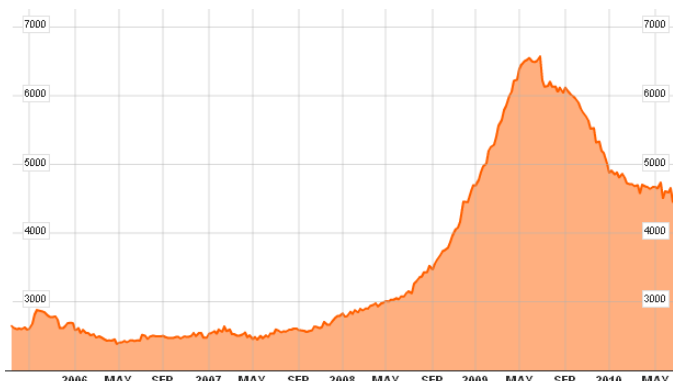
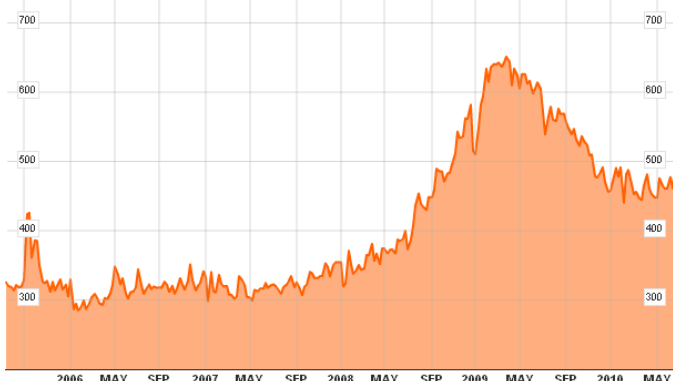


companiilor au scăzut cu 0,9% m/m, cel mai sever ritm din martie 2009 (la ritmul actual al vânzărilor stocurile existente vor fi lichidate în 1,24 luni). Procesul de refacere a stocurilor a avut o contribuție favorabilă la evoluția economiei americane în ultima perioadă. Cu toate acestea, semnalele de dezaccelerare economică în lunile următoare, ar putea determina o reducere a interesului companiilor pentru producția pe stoc.

În ceea ce privește piața imobiliară, solicitările de credite ipotecare au scăzut în săptămâna încheiată în 9 iulie cu 2,9% w/w, conform indicatorului calculat de **Mortgage Bankers Association** (graficul alăturat). Componenta cumpărări noi s-a diminuat cu 3,1% w/w, către cel mai redus nivel din decembrie 1996. De asemenea, componenta refinanțare a scăzut cu 2,9% w/w. Rata medie de dobândă la creditele ipotecare pe 30 ani s-a situat la 4,69%, în apropiere de nivelul minim record de 4,61% (înregistrat în martie 2009). Costul mediu al finanțării la creditele ipotecare pe 15 ani s-a menținut la 4,12%, iar rata medie de dobândă la creditele ipotecare pe 1 an s-a situat la 7,2%. Printre factorii de risc cu privire la evoluția pieței imobiliare americane în perioada următoare se menționează: expirarea programelor monetare și bugetare de susținere, condițiile dificile la nivelul pieței forței de muncă, nivelul ridicat al prescrierilor.

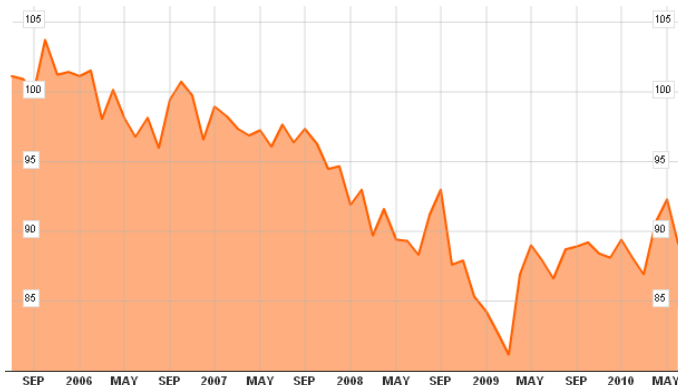


La nivelul pieței forței de muncă solicitările inițiale de ajutor de șomaj au scăzut în săptămâna încheiată în 10 iulie cu 29 mii la 429 mii (cel mai redus nivel din august 2008, graficul alăturat) (analiztii estimau un nivel de 445 mii). Media mobilă de 4 săptămâni s-a redus de la 467 mii la 455 250. Pe de altă parte, numărul solicitărilor existente de ajutor de șomaj a crescut cu 247 mii în săptămâna încheiată în 3 iulie, la 4,68 mil. (graficul alăturat) (rata șomajului calculată pe baza persoanelor care beneficiază de ajutor de șomaj a crescut de la 3,5% la 3,7%). Numărul persoanelor care beneficiază de

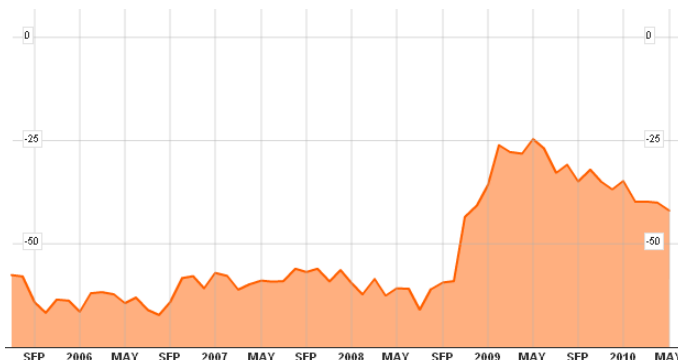


ajutor prelungit de șomaj a scăzut cu 255 mii, la 4,32 milioane în săptămâna încheiată în 26 iunie.

Climatul de afaceri la nivelul companiilor mici s-a deteriorat în iunie, ca urmare a semnalelor de dezaccelerare a rezultatelor. Indicatorul calculat de **National Federation of Independent Business** a scăzut de la 92,2 p. în mai la 89 p. în iunie (cel mai redus nivel din ultimele 3 luni, graficul alăturat). Componenta perspective de evoluție pentru următoarele 6 luni a înregistrat cel mai sever declin (14 p., până la -6 p.). Deteriorări s-au consemnat și la nivelul planurilor de investiții ale companiilor. Componenta locuri de muncă a stagnat.



Deficitul balanței comerciale a crescut în mai cu 4,8% m/m, spre cel mai ridicat nivel din ultimele 18 luni (42,3 mld. dolari) (graficul alăturat) (analiztii estimau un deficit de 39 mld. dolari). Exporturile au crescut 2,4% m/m, la 152,3 mld. dolari (remarcându-se componentele materiale industriale, echipamente și semiconductori). Importurile s-au majorat cu 2,9% m/m, la 194,5 mld. dolari (evidențiindu-se componentele auto, farma, jucării și îmbrăcăminte). În relațiile comerciale cu China s-a înregistrat în mai un deficit comercial de 22,3 mld. dolari, cel mai ridicat din octombrie 2009 (importurile au crescut cu 12%, în timp ce exporturile au avansat cu doar 2,5%).

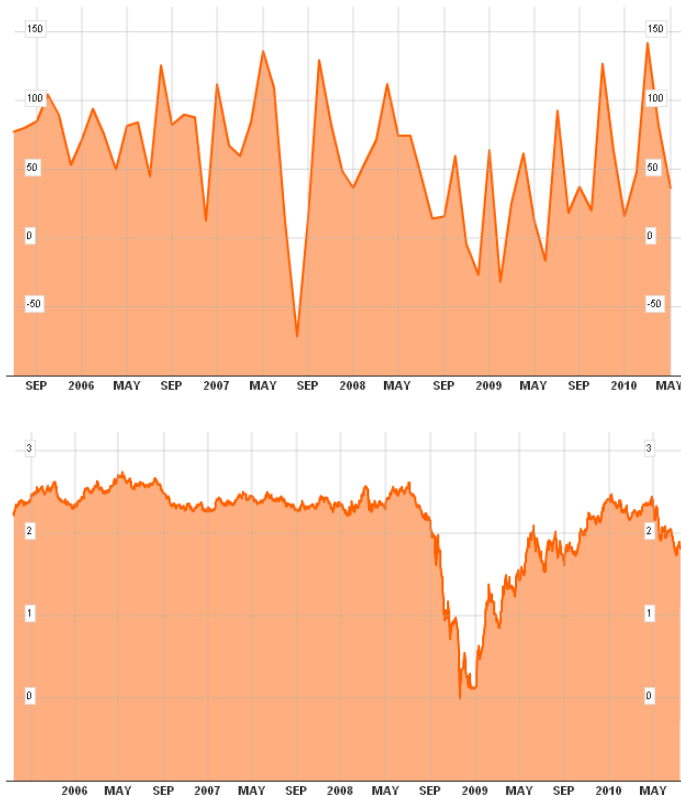


Finanțele publice americane au înregistrat deficit pentru a 21-a lună consecutiv în iunie (68,4 mld. dolari, în scădere raportat la nivelul de 94,3 mld. dolari din iunie 2009) (analiztii estimau un deficit de 69 mld. dolari). În iunie veniturile bugetare s-au majorat cu 17% y/y, la 251 mld. dolari, în timp ce cheltuielile bugetare au crescut cu 3,2% y/y, la 319,5 mld. dolari. În anul fiscal curent (care a debutat în octombrie 2009) deficitul bugetar s-a situat la 1 trilion de dolari (echivalentul a 9,2% din PIB) (față de nivelul de 1,42 trilioane de dolari în perioada similară a anului anterior). Pentru acest an fiscal Trezoreria previzionează un deficit bugetar de 1,6 mld.

dolari, în creștere comparativ cu nivelul de 1,4 mld. dolari din anul anterior. Cu toate acestea, Administrația a anunțat planuri de reducere a deficitului bugetar la jumătate în următorii 5 ani.

Prețurile de consum au scăzut pentru a 3-a lună consecutiv în iunie, cu 0,1% m/m (în linie cu estimările analiștilor), în contextul declinului componentei energetice cu 2,9%. Pe de altă parte, componenta chirii a înregistrat prima creștere din august 2009 (0,1%). Prețurile **core** au crescut cu 0,2% m/m (peste estimările analiștilor de 0,1%). Raportat la iunie 2009 prețurile de consum au crescut cu 1,1%, sub estimările analiștilor de 1,2%. Rata **core** s-a situat la 0,9% y/y, cel mai redus nivel din 1966.

Fluxurile străine de capital investite în active denumite în dolari au cunoscut o dezaccelerare în mai (de la 81,5 mld. dolari la 35,4 mld. dolari) (graficul alăturat) (analiștii estimau un nivel de 40 mld. dolari). Fluxurile totale investite în active denumite în dolari s-au situat la 17,5 mld. dolari, în accelerare comparativ cu nivelul de 13 mld. dolari înregistrat în aprilie. Investitorii străini și-au redus expunerea pe acțiunile americane (pentru prima oară din februarie 2009). Totodată, fluxurile străine investite pe segmentul de obligațiuni americane au crescut la cel mai redus ritm din ultimul an. De remarcat faptul că expunerea Chinei pe titluri de stat americane s-a redus în mai cu 32,5 mld. dolari, până la 867,7 mld. dolari. Totodată, Japonia a redus expunerea pe titluri de stat americane cu 8,8 mld. în mai, până la 786,7 mld. dolari.



În discursul susținut în Washington Președintele Rezervei Federale, B. Bernanke, a subliniat dificultățile companiilor mici în ceea ce privește accesul la creditare (volumul creditului acordat companiilor mici a scăzut de la 710 mld. dolari la 670 mld. dolari în ultimii 2 ani). Totodată, guvernatorul a menționat importanța accesului la credit pentru companiile mici: “... **The formation and growth of small businesses depends critically on access to credit ... Unfortunately, those businesses report that credit conditions remain very difficult ...**

***Making credit accessible to sound small businesses is crucial to our economic recovery and so should be front and center among our current policy challenges ... Our message is clear: Consistent with maintaining appropriately prudent standards, lenders should do all they can to meet the needs of creditworthy borrowers ...***

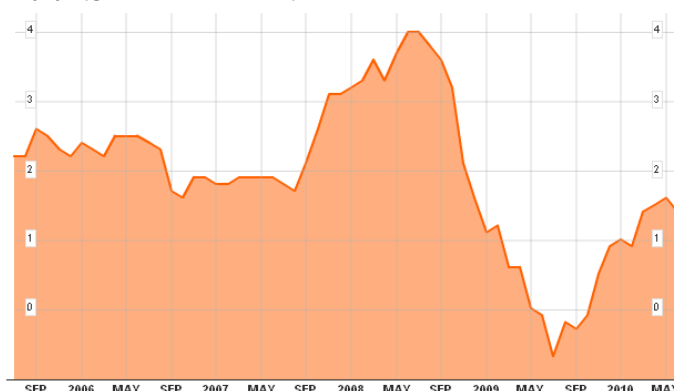
În discursul susținut în Richmond, Guvernatorul Rezervei Federale, J. Lacker, a menționat că FED nu are în vedere implementarea unor noi măsuri monetare expansioniste. Astfel de măsuri ar putea fi adoptate numai în cazul unor șocuri adverse neanticipate: “... ***Consideration of further easing steps is very far away ... It would take a very substantial, unanticipated adverse shock for further steps at stimulus to be appropriate ...***”. Cu privire la actualul nivel al dobânzii de referință Lacker a menționat: “... ***I’m comfortable with rates where they are now ...***”. Referitor la procesul de relansare a economiei americane, Lacker a considerat: “... ***You have some surges, some slower periods. It’s just going to be a choppy recovery ... I think what’s been happening is some market participants are over reacting to a couple of reports that have been a little bit below what people expected ... We had some reports better than expected a couple of months ago. I think this is going to be a recovery that’s like that over time ...***”. În ceea ce privește piața imobiliară, Lacker a menționat: “... ***I don’t expect a dramatic worsening ... Housing is such a small portion of the economy now it’s a little less capable of doing damage. I think we can withstand some shocks to housing and some fluctuations to housing ...***”. De asemenea, Lacker a considerat că riscul de deflație este scăzut: “... ***At the beginning of the year we were getting some low inflation numbers, but inflation expectation measures remained pretty stable ... Lately the core inflation numbers have firmed up a bit. I think what we’re most likely to see is inflation gravitating back to the 1.5 to 2 percent range ...***”.

Rezerva Federală a publicat Stenograma celei mai recente Ședințe de Polită Monetară. Entitatea a revizuit în scădere previziunile cu privire la evoluția economiei americane în perioada următoare și a atras atenția asupra amplificării factorilor de risc: “... ***The economic outlook had softened somewhat and a number of members saw the risks to the outlook as having shifted to the downside ... The changes to the outlook were viewed as relatively modest and as not warranting policy accommodation beyond that already in place ...***”. Pentru evoluția PIB-ului în 2010 entitatea a redus previziunile de la 3,2%-3,7% la 3%-3,5%. Printre principalii factori de risc FED menționează nivelul ridicat al șomajului și dezaccelerarea inflației. FED a redus previziunile de evoluție a ratei inflației în 2010 (de la 1,2%-

1,5% la 1%-1.1%). Pentru rata șomajului entitatea previzionează un nivel de 9,2%-9,5% în 2010. Banca centrală americană a subliniat că va analiza dacă va implementa noi măsuri de susținere a economiei americane: “... **Members noted that in addition to continuing to develop and test instruments to exit from the period of unusually accommodative monetary policy, the Committee would need to consider whether further policy stimulus might become appropriate if the outlook were to worsen appreciably ...**”. Referitor la piața forței de muncă, FED a menționat: “... **Participants expected the pace of hiring to remain low for some time ... The unemployment rate was generally expected to remain noticeably above its long-run sustainable level for several years, and participants expressed concern about the extended duration of unemployment spells for a large number of workers ...**”. În ceea ce privește programul de vânzare de active, FED a menționat că acesta va demara după startul procesului de normalizare a dobânzilor: “... **A majority of participants continued to anticipate that asset sales would start after the Committee had begun to firm policy by increasing short-term interest rates ...**”. De menționat faptul că T. Hoenig (guvernatorul Rezervei Federale din Kansas) a votat împotriva deciziei de menținere a dobânzii de referință la nivelul minim istoric (pentru a 4-a ședință consecutiv).

### Zona Euro

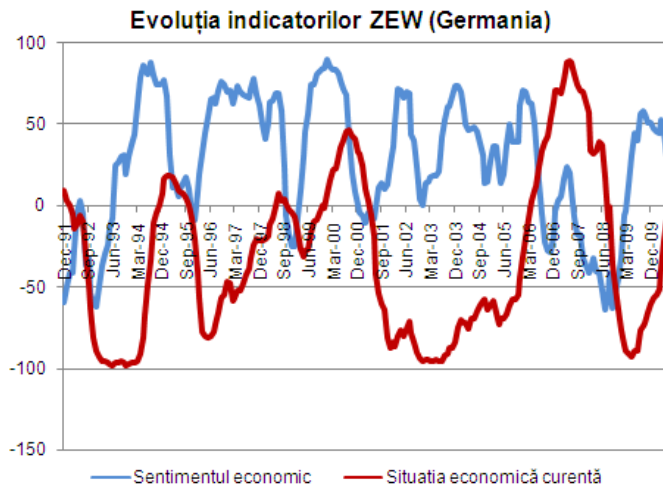
Prețurile de consum au crescut în iunie cu 1,4% y/y (graficul alăturat), în dezacelerare comparativ cu nivelul consemnat în mai. Raportat la luna mai prețurile de consum au stagnat. Rata inflației **core** a crescut la 0,9% y/y în iunie. Banca Centrală Europeană previzionează rate de inflație de 1,5% în 2010 și 1,6% în 2011.



Producția industrială din regiune a crescut cu 0,9% m/m în mai, sub estimările analiștilor (avans de 1,2%). Producția de bunuri intermediare s-a majorat cu 0,8% m/m, în timp ce producția de bunuri de capital a crescut cu 1% m/m (în dezacelerare de la nivelul de 1,8% m/m din luna aprilie). Raportat la mai 2009 producția industrială a crescut cu 9,4%. Deprecierea euro pe parcursul ultimelor luni susține evoluția exporturilor regiunii. Cu toate acestea, criza finanțelor publice din regiune va continua să afecteze nefavorabil evoluția economiei regiunii în perioada

următoare. FMI previzionează că economia Zonei Euro va crește cu 1% y/y în 2010 și 1,3% y/y în 2011.

În Germania sentimentul investitorilor s-a deteriorat pentru a 3-a lună consecutiv în iulie, pe fondul crizei finanțelor publice din Europa, dar și a preocupărilor cu privire la testele de stress care se află în derulare în sistemul financiar-bancar european. Indicatorul calculat de Institutul de cercetare economică **ZEW** a scăzut de la 28,7 p. în iunie la 21,2 p. în iulie (cel mai redus nivel din ultimele 15 luni) (analiztii estimau un nivel de 25,3 p.). Această evoluție atrage atenția cu privire la sustenabilitatea procesului de relansare a economiei germane. Pe de altă parte, componenta situația

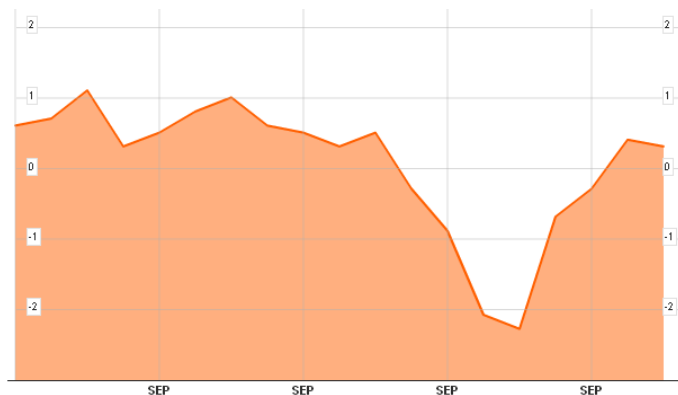


curentă a crescut de la -7,9 p. în iunie la 14,6 p. în iulie, confirmând momentul bun traversat de economia germană, susținută în principal de cererea externă (ca urmare a relansării economiei mondiale, dar și a deprecierei euro pe parcursul ultimelor luni). Recent, Bundesbank a majorat previziunile de evoluție a economiei germane în 2010 și 2011 (la 1,9%, respectiv 1,4%), ca urmare a perspectivelor de evoluție a exporturilor (cu o pondere de aproximativ 40% din PIB). Printre factorii de risc cu privire la evoluția economiei germane în perioada următoare se menționează: programele de consolidare bugetară anunțate de mai multe state europene (cu impact nefavorabil pentru cererea de exporturi germane), incertitudinile cu privire la evoluția economiei mondiale, riscurile din cadrul sectorului financiar-bancar, mai ales în contextul crizei finanțelor publice europene.

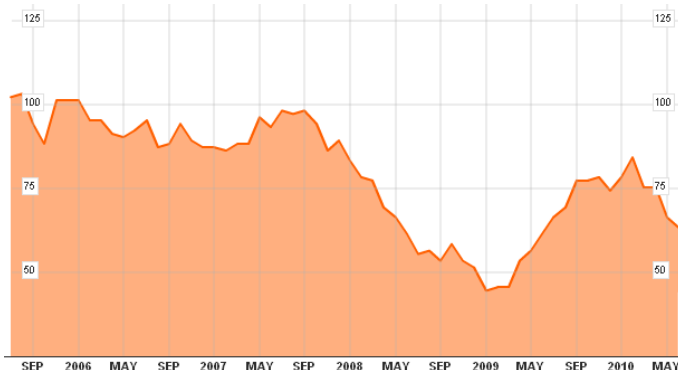
În Franța prețurile de consum au stagnat în iunie (m/m). În termeni y/y prețurile de consum au crescut cu 1,7%, în dezacelerare raportat la nivelul de 1,9% y/y din mai (analiztii estimau un nivel de 1,8% y/y). Această evoluție a fost determinată de declinul prețurilor la benzină și alimente.

## Marea Britanie

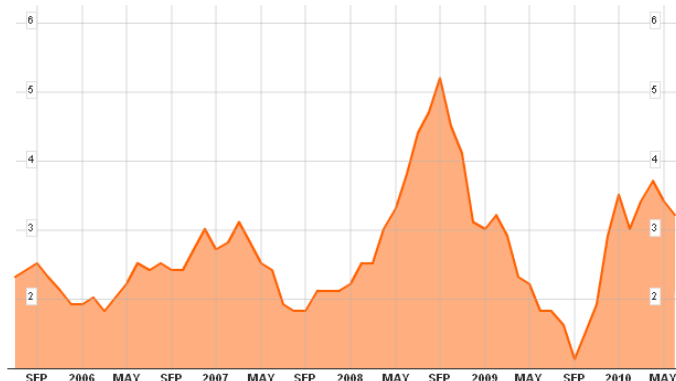
Economia a crescut în trimestrul I la un ritm de 0,3% q/q (graficul alăturat), conform datelor finale comunicate de Institutul Național de Statistică. Industria a consemnat un avans de 1% q/q, în timp ce sectorul de servicii a crescut cu 0,3% q/q. Pe de altă parte, sectorul de construcții a scăzut cu 1,6% q/q. În ceea ce privește analiza de partea cererii, consumul privat (principala componentă a PIB) a scăzut cu 0,1% q/q; consumul guvernamental a crescut cu 1,5% q/q, în timp ce investițiile private s-au majorat cu 4,5% q/q; deficitul comercial a crescut la 10,4 mld. lire (exporturile au scăzut cu 1,7% q/q, în timp ce importurile s-au majorat cu 1,6% q/q). În termeni y/y PIB-ul britanic a scăzut cu 0,2%. După contracția de 4,9% y/y din 2009, pentru economia britanică planează o serie de factori de risc pentru perioada următoare: incertitudinile din plan macroeconomic internațional (în principal criza finanțelor publice din Europa), programele de ajustare bugetară recent anunțate.



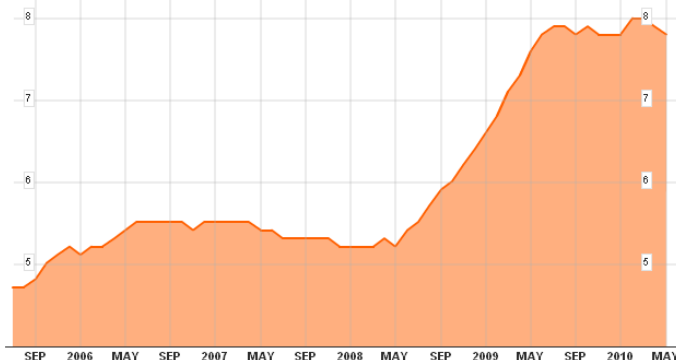
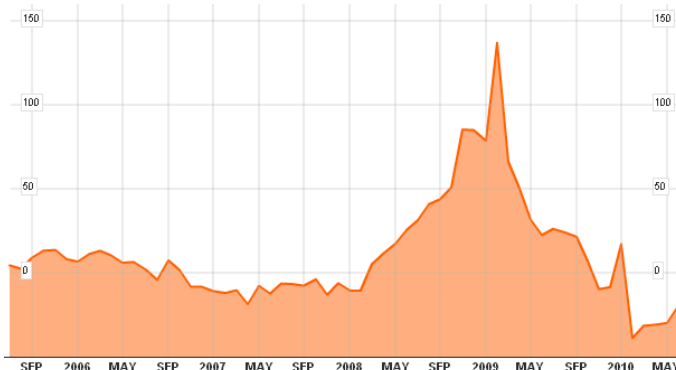
Sentimentul consumatorilor britanici s-a deteriorat pentru a 2-a lună consecutiv în iunie, pe fondul măsurilor de consolidare bugetară recent anunțate. Indicatorul calculat de **Nationwide Building Society** s-a redus de la 66 p. în mai la 63 p. în iunie (graficul alăturat). Componenta perspective de evoluție pentru următoarele 6 luni s-a diminuat cu 6 p. la 88 p. (cel mai redus nivel din mai 2009). Pe de altă parte, componenta situația curentă a crescut cu 1 p. la 24 p.. Totodată, britanicii au devenit mai preocupați cu privire la evoluția pieței forței de muncă: pondere persoanelor care se așteaptă la o ofertă mai redusă de locuri de muncă în perioada următoare a crescut de la 46% la 53%.



Prețurile de consum au crescut în iunie cu 3,2% y/y (graficul alăturat), în dezacelerare comparativ cu nivelul de 3,4% y/y din luna mai (analiztii estimau un nivel de inflație de 3,1% y/y). Raportat la mai, prețurile de consum s-au majorat cu 0,1% (analiztii estimau o stagnare). Rata inflației **core** a crescut la 3,1% y/y (de la 2,9% y/y în mai), cel mai ridicat nivel din 1997.

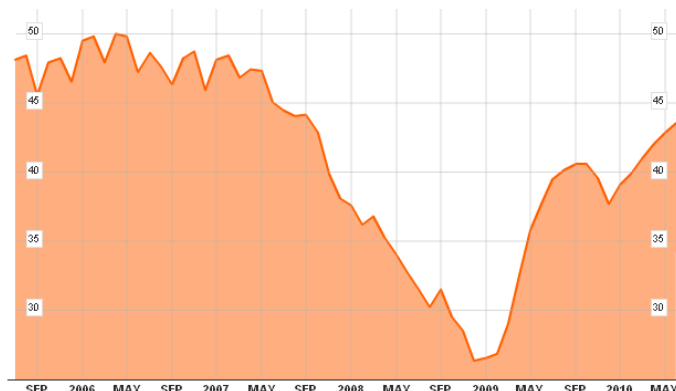


La nivelul pieței forței de muncă, solicitările de ajutor de șomaj au scăzut în iunie cu 20,8 mii (figura alăturată) (analiztii estimau un declin de 20 mii). Conform indicatorilor ILO, la finele lunii mai numărul șomerilor se situa la 2,47 milioane, iar rata șomajului la 7,8% (declin de la 7,9%, graficul alăturat). Ponderea populației active angajată part-time a crescut la 27% în mai, cel mai ridicat nivel din 1992. Salariile medii inclus bonusuri au crescut în mai cu 2,7% y/y, în dezacelerare comparativ cu nivelul din aprilie (4,1% y/y). Printre principalii factori de risc cu privire la evoluția pieței forței de muncă din Marea Britanie în perioada următoare se menționează: evoluția economiei la un nivel sub potențial și semnalele de dezacelerare pe plan internațional și intern, măsurile recent anunțate de consolidare bugetară (numărul de locuri de muncă din sectorul public ar urma să fie redus cu 490 mii până în aprilie 2015).



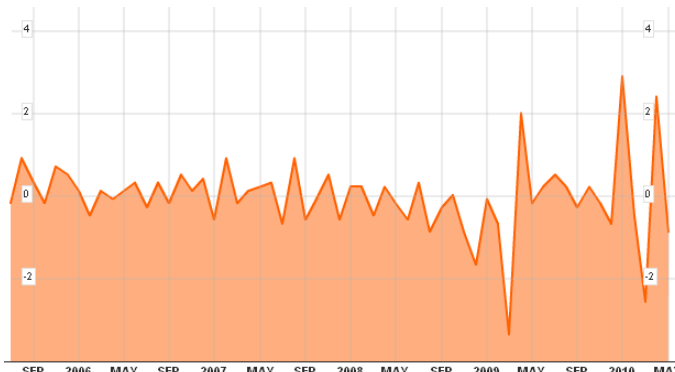
### Japonia

Sentimentul consumatorilor s-a ameliorat pentru a 6-a lună consecutiv în iunie, evoluție care confirmă procesul de relansare a economiei nipone în urma celei mai severe crize economice din ultimele



decenii. Încrederea de consum a familiilor a crescut de la 42,8 p. în mai la 43,5 p. în iunie (graficul alăturat). Cu toate acestea, indicatorul se menține sub pragul de echilibru de 50 p..

Pe de altă parte, sectorul de servicii (care reprezintă 63% din PIB) s-a contractat în mai cu 0,9% (graficul alăturat), evoluție care atrage atenția cu privire la sustenabilitatea procesului de relansare economică. Analiztii estimau o contracție de doar 0,7% m/m.



La Ședința de Politică Monetară Banca Japoniei a decis menținerea dobânzii de referință la nivelul minim istoric de 0,1%. BoJ a majorat previziunea de evoluție a economiei nipone în anul fiscal actual (de la 1,8% la 2,6%), ca urmare a evoluției bune din primele luni ale anului. Guvernatorul Shirakawa a menționat că procesul de relansare economică va continua, chiar dacă yenul s-a apreciat în ultima perioadă (cu 5,8% în raport cu dolarul pe parcursul ultimelor 3 luni), iar factorii de risc pe plan mondial s-au amplificat. Entitatea a menționat că economia niponă va înregistra o dezaccelerare anul viitor, pe fondul atenuării programelor bugetare de stimulare economică pe mapamond, cu impact nefavorabil pentru evoluția cererii de exporturi japoneze. Astfel, BoJ a revizuit în scădere ritmul de evoluție a economiei nipone în anul fiscal următor (de la 2% la 1,9%). În ceea ce privește prețurile de consum, BoJ previzionează o rată de inflație de -0,4% în acest an fiscal și un nivel de inflație de 0,1% în anul fiscal următor. Printre principalii factori de risc cu privire la evoluția economiei nipone în perioada următoare sunt: deflația, incertitudinile cu privire la evoluția economiei mondiale. Fondul Monetar Internațional a subliniat recent că BoJ ar trebui să adopte noi măsuri menite să contribuie la creșterea accesului la creditare pentru companiile mici și mijlocii.

## **China**

Am asistat la noi semnale de dezaccelerare a economiei chineze. Economia a crescut în primele 6 luni ale anului la un ritm de 11,1% y/y. În trimestrul II PIB-ul chinez a crescut cu 10,3% y/y (sub estimările analiștilor de 10,5% y/y și în dezaccelerare comparativ cu ritmul de 11,9% y/y consemnat în primele 3 luni ale anului). Producția industrială a crescut cu 13,7%, sub estimările analiștilor de 15,1% y/y. De asemenea, rata inflației s-a situat la 2,9% y/y în iunie, în dezaccelerare raportat la nivelul de 3,1% y/y din mai (analiștii estimau un nivel de 3,3% y/y).

Aceste evoluții în dezaccelerare ale indicatorilor macroeconomici pot fi însă interpretate pozitiv, sub forma unor semnale de reducere a riscului de supraîncălzire.

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

---