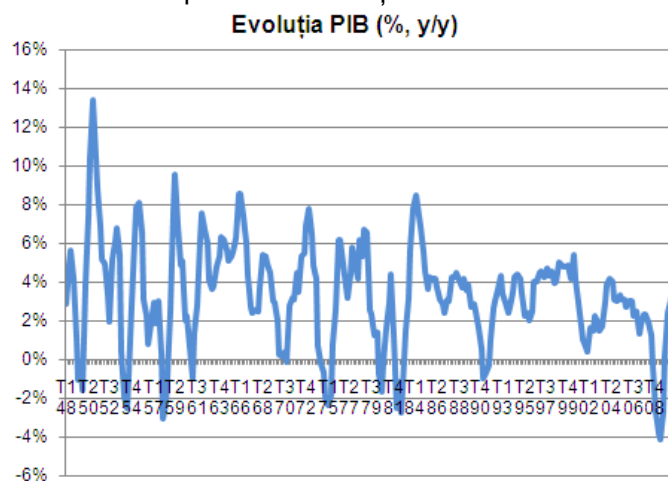


## Sinteza macroeconomică 21 – 25 februarie

*Indicatorii macroeconomici comunicați pe parcursul săptămânii confirmă scenariul de continuare a procesului de relansare graduală a economiei mondiale în urma celei mai severe crize economico-financiare de la finele celui de-Al Doilea Război Mondial. Se remarcă sentimentul consumatorilor și declinul solicitărilor de ajutor de șomaj în Statele Unite, sentimentul economic, evoluția industriei prelucrătoare și a sectorului de servicii, comenzile în industrie în Zona Euro și climatul de afaceri în Germania. Aceste evoluții exprimă semnale de ușoară accelerare a economiilor dezvoltate, după **soft-patch-ul** din ultimele luni ale anului 2010. Cu toate acestea, evoluția unor indicatori atrage atenția cu privire la sustenabilitatea și ritmul procesului de relansare a economiei mondiale. Menționăm în acest sens evoluția predominant nefavorabilă a indicatorilor imobiliari în Statele Unite, contracția economică în Marea Britanie sau dezaccelerarea exporturilor nipone. Deși evoluția recentă a indicatorilor macroeconomici din țările dezvoltate a alungat deocamdată spectrul unei noi perioade de recesiune, se mențin o serie de riscuri pentru perioada următoare: tensiunile din Africa (care au generat creșteri ale cotațiilor internaționale la țiței), criza finanțelor publice (manifestată în principal în Europa), criza valutară, normalizarea politicii monetare în China, programele de consolidare bugetară, nivelul ridicat al șomajului în economiile dezvoltate, dificultățile din piața imobiliară americană, etc.*

### Statele Unite

Departamentul Comerțului a comunicat datele preliminare cu privire la evoluția PIB-ului în T4. Economia americană a crescut în trimestrul IV la un ritm anualizat de 2,8%, în ușoară accelerare raportat la T3 (2,6%, anualizat), dar sub estimările inițiale (3,2%) și sub estimările analiștilor (3,3%). Cu toate acestea, dacă excludem stocurile, ritmul de evoluție s-a situat la 6,7% (cel mai bun din 1998). Consumul privat, principala componentă a PIB, a consemnat un avans de 4,1% (anualizat) (cel mai bun ritm din 2006) (estimările inițiale indicau un avans la un ritm anualizat de 4,4%), contribuind cu 2,9 p.p. la



formarea economiei în T4. Formarea brută de capital fix a crescut la un ritm anualizat de 4,8%, în accelerare comparativ cu T3 (1,5%) (contribuind cu 0,57 p.p. la formarea PIB): investițiile non-rezidențiale (ritm de 5,3%), investițiile rezidențiale (ritm de 5,5%). Cererea externă a contribuit pozitiv la formarea economiei în T4 (pentru prima oară după 3 trimestre de contribuții negative) (3,35 p.p.): exporturile au avansat la un ritm anualizat de 9,6%, în accelerare comparativ cu T3 (6,8%); importurile au scăzut la un ritm anualizat de 12,4%. Pe de altă parte, consumul guvernamental a scăzut la un ritm anualizat de 1,5%, având o contribuție negativă la formarea economiei (0,31 p.p.). Contribuție negativă au avut și stocurile (declin de la 121,4 mld. dolari în T3 la 7,1 mld. dolari în T4). Astfel, în 2010 economia americană a crescut cu 2,8% y/y, cel mai ridicat din ultimii 5 ani.

Sentimentul consumatorilor s-a ameliorat în februarie, confirmând continuarea procesului de relansare economică. Astfel, indicatorul calculat de **Conference Board** a crescut de la 64,8 p. la 70,4 p. (situându-se peste estimările analiștilor (65,5 p.)). Totodată, indicatorul de sentiment calculat de **Universitatea Michigan** a consemnat cel mai ridicat nivel din ianuarie 2008 (77,5 p.) (analiștii estimau un nivel de doar 74,2 p.). Componenta situația curentă a crescut de la 81,8 p. în ianuarie la 86,9 p. în februarie. Componenta perspective de evoluție pentru următoarele 6 luni s-a apreciat de la 69,3 p. în ianuarie la 71,6 p. în februarie. Pentru următoarele 12 luni consumatorii americani se așteaptă la un nivel de inflație de 3,4% (în stagnare raportat la ianuarie). Previiziunile consumatorilor cu privire la evoluția inflației pentru următorii 5 ani au stagnat la 2,9%.

Comenzile de bunuri de consum îndelungat au crescut cu 2,7% m/m în ianuarie. Cu toate acestea, exclucând componenta transport, comenzile au scăzut cu 3,6% (analiștii estimau un avans de 0,5% m/m).

La nivelul pieței imobiliare am asistat la o evoluție predominant nefavorabilă a indicatorilor macroeconomici comunicați pe parcursul săptămânii. Conform datelor comunicate de **Mortgage Bankers Association**, solicitările de credite ipotecare au crescut cu 13,2% w/w în săptămâna încheiată în 18 februarie. Media mobilă de 4 săptămâni a crescut cu 1,9% w/w. Această evoluție a fost determinată de declinul costurilor de finanțare, în contextul tensiunilor din Africa (care au determinat o creștere a cererii de obligațiuni americane). Se remarcă evoluția componentei refinanțare, cu un avans de 17,8% w/w. Componenta cumpărări noi a crescut cu doar 5,1% w/w. Astfel, ponderea refinanțărilor în totalul solicitărilor de credite

ipotecare a crescut la 65,7%. Rata medie de dobândă la creditele ipotecare pe 30 de ani a scăzut de la 5,12% la 5%, în timp ce costul mediu al finanțării la creditele ipotecare pe 15 ani s-a diminuat de la 4,34% la 4,28%.

Vânzările de case existente au crescut cu 2,7% m/m în ianuarie, până la 5,36 milioane (anualizat).

Pe de altă parte, prețurile caselor au scăzut în decembrie cu 2,4% y/y (cel mai sever declin din decembrie 2009), conform indicatorilor **S&P/Case-Shiller** (analiztii estimau o contracție de 2,3% y/y). Raportat la noiembrie prețurile caselor s-au diminuat cu 0,4%. Comparativ cu maximele din 2006 prețurile caselor se mențin la un nivel cu 31% mai redus.

Vânzările de case noi au scăzut în ianuarie cu 13% m/m, până la 284 mii unități (anualizat) (sub estimările analiștilor (305 mii unități (anualizat))). În Vest s-a consemnat un declin de 37% m/m, în timp ce în Sud s-a înregistrat o contracție de 13% m/m. Pe de altă parte, vânzările au crescut cu 55% m/m în Nord-Est și cu 17% m/m în Midwest. Prețul median de vânzare a crescut cu 5,7% y/y în ianuarie, la 230 600 dolari. La finele lunii ianuarie stocul de case noi existent se situa la 188 mii, cel mai redus nivel din decembrie 1967 (la ritmul actual al vânzărilor, stocul de case noi va fi lichidat în 7,9 luni).

La nivelul pieței forței de muncă, solicitările inițiale de ajutor de șomaj au scăzut cu 22 mii în săptămâna încheiată în 19 februarie, până la 391 mii (analiztii estimau un nivel de 405 mii). Media mobilă de 4 săptămâni a scăzut la 402 mii (de la 418 500). Solicitățile existente de ajutor de șomaj s-au redus cu 145 mii, până la 3,79 milioane (în săptămâna încheiată în 12 februarie). Numărul persoanelor care beneficiază de ajutor prelungit de șomaj a scăzut cu 55,3 mii, până la 4,45 milioane în săptămâna încheiată în 5 februarie.

În discursul susținut în Washington, Secretarul Trezoreriei T. Geithner a considerat că sistemul financiar american este mai bine poziționat în prezent pentru a susține economia (comparativ cu situația de dinainte de declanșarea crizei): “... ***The core of the American financial system is in a much stronger position than it was before the crisis ... We can say with much more confidence now that the U.S. banking system and the U.S. capital market are much more likely to be in a position to finance the capital needs that come with a recovery ...***”.

În discursul susținut în Washington, Guvernatorul Rezervei Federale, T. Hoenig, a menționat că marile companii din sectorul financiar ar trebuie dezintegrate, date fiind riscurile pentru întreaga economie: “... ***I am convinced that the existence of too-big-to-fail financial institutions poses the greatest risk to the U.S. economy ... They must be broken up. We must not allow organizations operating under the safety net to pursue high-risk activities and we cannot let large organizations put our financial system at risk ...***”. Hoenig a menționat că reforma sistemului financiar (aflată în implementare) nu împiedică băncile să-și asume noi riscuri pentru a crește cota de piață: “... ***In my view, it is even worse than before the crisis ... As well-intentioned as the Dodd-Frank Act may be, it will not improve outcomes ...***”.

În discursul susținut în Alabama, Guvernatorul Rezervei Federale, C. Plosser, a considerat că banca centrală ar putea ieși din programul QE2 înainte de termen, dacă perspectivele economice se vor ameliora (inclusiv la nivelul pieței forței de muncă) și presiunile inflaționiste vor continua să se acumuleze: “... ***Should economic prospects continue to strengthen, I would not rule out changing the policy stance to bring QE2 to an early close ... If the growth rates of employment and output begin to accelerate or if inflation or inflation expectations begin to rise, then it may be time to begin taking our foot off the accelerator ...***”. Referitor la prețurile de consum, Plosser a menționat că se așteaptă la o creștere a presiunilor inflaționiste până la 2% la finele anului următor: “... ***Indeed, we are beginning to see some increasing price pressures ... My sense is that as the recovery continues to pick up steam and firms become more convinced that demand increases will be sustained, they will feel more confident that they can put through price increases and have them stick ...***”.

În discursul susținut în New York, Guvernatorul FED, J. Lacker, a menționat rolul FED în asigurarea stabilității financiare. În acest context, Lacker a subliniat importanța testelor de stress, care au la bază scenarii economice: “... ***Stress tests are only as good as the imagination of the scenario designers, who need to resist the temptation to dismiss extreme scenarios as too far-fetched or focus too much attention on preparing for the last war ...***”. Referitor la comunicarea rezultatelor acestor teste, Lacker a subliniat importanța transparenței: “... ***A good case can be made for transparency ... there can be good reasons to restrict the release of bank-specific supervisory information ...***”.

În discursul susținut la Chicago, Vice-Președintele Băncii Centrale Europene, V. Constancio, a atras atenția asupra dificultăților proceselor de normalizare a politicii monetare: “... ***The bank’s challenge is to go back to normal implementation of monetary policy ...***”  
... ***increase in reserves or in the monetary base is not per se inflationary ...***”.

În discursul susținut în New York, Vice-Președintele FED, J. Yellen, a subliniat importanța strategiei de comunicare a FED, mai ales în contextul actual al politicii monetare neconvenționale: “... ***If policy makers expected the Fed’s target rate to stay lower for longer and market participants came to share that view, then financial conditions would become significantly more accommodative, even in the absence of any change in the current level of the funds rate ... Such a shift in policy expectations would be associated with a lower trajectory for the unemployment rate ...***”.

### **Zona Euro**

Sentimentul economic a continuat să se amelioreze în Zona Euro, remarcându-se contribuția Germaniei. Indicatorul calculat de Comisia Europeană a crescut de la 106,8 p. în ianuarie la 107,8 p. în februarie (cel mai ridicat nivel din august 2007) (analizii estimau un nivel de 106,8 p.) (se remarcă Germania, unde sentimentul economic a crescut de la 115,5 p. în ianuarie la 116,8 p. în februarie). La nivelul industriei prelucrătoare, indicatorul de sentiment a crescut de la 6,1 p. în februarie la 6,5 p. în februarie. În sectorul de servicii indicatorul de sentiment a crescut de la 9,9 p. în ianuarie la 11,1 p. în februarie. Totodată, sentimentul consumatorilor a crescut de la -11,2 p. la -10 p..

Ritmul de evoluție a industriei prelucrătoare și a sectorului de servicii s-a accelerat în februarie, confirmând continuarea procesului de relansare economică (și exprimând o ușoară accelerare comparativ cu ultimele luni din 2010). Se remarcă economia germană, care continuă să antreneze regiunea. Indicatorul PMI Compozit a crescut de la 57 p. în ianuarie la 58,4 p. în februarie, cel mai ridicat nivel din ultimii 4 ani. La nivelul industriei prelucrătoare, indicatorul PMI a crescut până la nivelul de 59 p. în februarie, peste estimările analiștilor (57,2 p.). În sectorul de servicii indicatorul PMI a urcat până la 57,2 p., peste estimările analiștilor (55,9 p.). În Germania indicatorul PMI din industria prelucrătoare a crescut la 62,6 p. în februarie (analizii estimau un nivel de 60,3 p.). Cu toate acestea, indicatorul PMI din sectorul de servicii a scăzut

la 59,5 p.. În Franța (a 2-a economie ca dimensiune din regiune) indicatorii PMI au crescut la 55,3 p. (industria prelucrătoare), respectiv 60,8 p. (sectorul de servicii).

Comenzile în industrie au crescut cu 2,1% m/m în decembrie (evoluție peste estimările analiștilor (contractie lunară de 1%). Se remarcă evoluția comenzilor de bunuri de capital (avans lunar de 3,7%), ceea ce exprimă premise favorabile pentru evoluția economiei per ansamblu în trimestrele următoare. Și comenzile de bunuri intermediare au crescut cu 2,4% m/m. Pe de altă parte, comenzile de bunuri de consum au scăzut cu 2,3% m/m. Comparativ cu decembrie 2009, comenzile au crescut cu 19%.

Creditul neguvernamental a crescut în ianuarie cu 2,4% y/y, în accelerare raportat la decembrie (1,9% y/y). Masa monetară M3 a avansat cu doar 1,5% y/y, în dezacelerare comparativ cu decembrie (1,7% y/y).

Pe parcursul săptămânii am asistat la o serie de interviuri din partea mai multor Guverneri ai Băncii Centrale Europene. În aceste discursuri, Guvernerii atrag atenția cu privire la accelerarea presiunilor inflaționiste în Zona Euro, lăsând deschisă posibilitatea inițierii unui trend de normalizare a politicii monetare în a doua jumătate a anului curent.

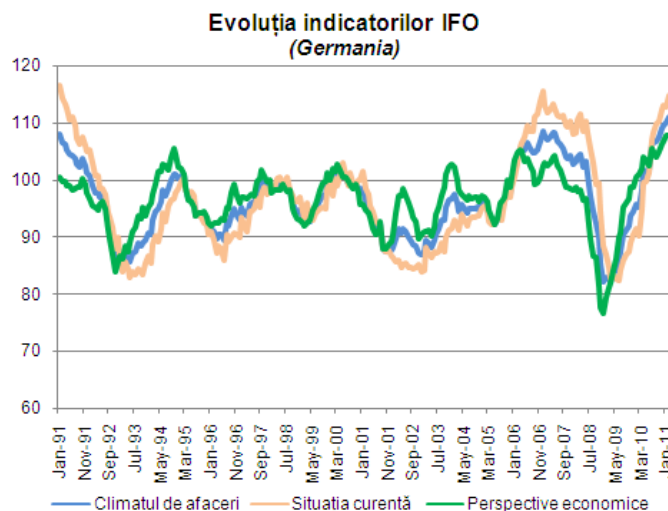
Spre exemplu, în discursul susținut în Frankfurt, J. Stark (membru al Comisiei Executive al Băncii Centrale Europene) a susținut majorarea dobânzii de referință pentru a atenua presiunile inflaționiste din Zona Euro: “... ***We’re prepared to act decisively and immediately if needed ...The objective is pretty clear. In order not to risk un-anchoring inflation expectations, we have to change the monetary policy stance if need be ...***”. De altfel, Stark a subliniat că riscurile cu privire la presiunile inflaționiste sunt în creștere: “... ***Risks to the medium-term outlook for price developments in the euro area as a whole could move to the upside ... I can assure you that we will act quickly and decisively on any indications ...***”. Stark a reiterat natura acomodativă a politicii BCE, atenționând că am putea asista la inițierea unui proces de normalizare: “... ***Latest economic developments suggest that the monetary policy of the ECB, that has already been accommodative, has become even more accommodative ... To the extent that financial market conditions continue to improve and the current economic recovery turns out to remain strong and self-sustained, the stance would need to be normalized over time ...***”.

În discursul susținut în Luxemburg, Guvernatorul Y. Mersch a considerat că Banca Centrală Europeană ar putea anunța curând inițierea unui proces de normalizare a politicii monetare, date fiind presiunile inflaționiste din ultima perioadă: “... ***I would not be surprised at most colleagues concluding that we have upside risks to price stability ...***”. Guvernatorul a menționat că principala incertitudine cu care se confruntă BCE în acest moment este reprezentată de efectele de ordin secundar: în ce măsură presiunile inflaționiste sunt vor deveni permanente?

În discursul susținut în Hong Kong, Guvernatorul Bini Smaghi a făcut referire la criza finanțelor publice din Zona Euro. Guvernatorul a considerat că această criză nu trebuie privită ca un eșec de funcționare a Uniunii Monetare: “... ***Seen from this continent, the recent crisis in European sovereign-debt markets may be interpreted as a failure of the euro ... But in Europe, the crisis is viewed differently. The problems we face today are the result of a flawed implementation of a fundamentally good idea ...***”.

Economia germană a crescut în trimestrul IV cu 0,4% q/q (conform estimărilor finale), în dezaccelerare comparativ cu T3 (ritm de 0,7% q/q). Se remarcă contribuția cererii externe (0,7 p.p.), pe fondul procesului de relansare a economiei mondiale, dar și a competitivității produselor germane (exporturile au crescut cu 2,5% q/q, în timp ce importurile s-au majorat cu doar 0,9% q/q). Totodată, consumul privat, principala componentă a PIB, a crescut cu 0,2% q/q, în timp ce consumul guvernamental a consemnat un avans de 0,6% q/q (peste estimările analiștilor (0,2% q/q)). Pe de altă parte, investițiile de capital s-au diminuat cu 1,1% q/q, pe fondul condițiilor meteo nefavorabile (analiștii estimau un avans la un ritm trimestrial de 2%). Raportat la T4 2009 economia germană a crescut cu 4%. În 2010 economia germană a crescut cu 3,6%. Pentru acest an Bundsebank previzionează un ritm de evoluție de 2,5%.

Climatul de afaceri s-a ameliorat în februarie, confirmând continuarea procesului de relansare economică. Indicatorul calculat de Institutul de Cercetare Economică IFO a crescut de la 110,3 p, în ianuarie la 111,2 p. în februarie (cel mai ridicat nivel de la reunificarea Germaniei) (analiștii estimau o stagnare). Componenta situația curentă a crescut de



la 112,8 p. în ianuarie la 114,7 p. în februarie. Componenta perspective pentru următoarele 6 luni s-a situat la 107,9 p..

În Franța sentimentul consumatorilor a stagnat în februarie la 85 p., conform datelor Institutului Național de Statistică (evoluție în linie cu estimările analiștilor).

În Italia climatul de afaceri s-a deteriorat ușor în februarie, expresie a unui nivel ridicat al stocurilor companiilor. Indicatorul calculat de Institutul de Statistică a scăzut de la 103,4 p. în ianuarie la 103 p. în februarie, menținându-se însă în apropiere de nivelul maxim din ultimii 3 ani. Analiștii estimau un nivel de 103,8 p.. Pentru anul 2011 Administrația Berlusconi previzionează un ritm de evoluție economică de 1,5% y/y.

### **Marea Britanie**

Economia britanică s-a contractat în trimestrul IV cu 0,6% q/q, evoluție influențată și de starea nefavorabilă a vremii (cel mai rece decembrie din ultimii 100 de ani). Consumul privat (principala componentă a PIB) a scăzut cu 0,1% q/q. Investițiile s-au contractat cu 2,5% q/q. Pe de altă parte, exporturile s-au majorat cu 2,3% q/q (însă importurile au crescut la un ritm superior (3% q/q)). Cheltuielile guvernamentale au avansat cu 0,7% q/q. Raportat la T4 2009 economia a crescut cu 1,5%.

Investițiile companiilor au scăzut în T4 cu 2,5% q/q. Raportat la T4 2009 investițiile companiilor britanice au crescut cu 10%.

Sectorul britanic de servicii s-a contractat în decembrie cu 1,3% m/m. Comparativ cu decembrie 2009 sectorul a consemnat un declin de 0,6%.

Sentimentul consumatorilor s-a menținut în februarie în apropiere de nivelul minim din ultimii ani, pe fondul procesului de consolidare bugetară. Indicatorul calculat de Gfk a consemnat un nivel de -28 p. (față de -29 p. în ianuarie).

Prețurile caselor au crescut în februarie la cel mai bun ritm din ultimele 4 luni. Conform indicatorilor Rightmove, prețurile caselor au crescut cu 3,1% m/m în februarie (cel mai bun ritm

din ultimele 4 luni), până la 230 030 lire. Această evoluție a fost influențată și de reducerea ofertei de locuințe scoase la vânzare (minimul ultimelor 10 luni).

Marea Britanie a înregistrat un excedent bugetar de 3,74 mld. lire în ianuarie, cel mai ridicat nivel din iulie 2008. Analistii estimau un excedent bugetar de doar 100 mil. lire. Raportat la ianuarie 2010 veniturile bugetare au crescut cu 12,4% (cel mai bun ritm din aprilie), remarcându-se impozitele pe venit și pe câștiguri de capital (cu un avans de 18,9% y/y). Cheltuielile bugetare s-au majorat cu 4,4% y/y.

Banca Angliei a publicat Stenograma Ședinței de Politică Monetară din luna ianuarie. Entitatea a decis menținerea dobânzii de referință la nivelul minim istoric de 0,5% și a programului de cumpărare de active la 200 mld. lire (decizii în linie cu estimările analiștilor). Votul Comitetului de Politică Monetară a fost 5-3-1. Cu alte cuvinte, a crescut numărul persoanelor care au votat pentru o majorare a dobânzii de referință, în contextul accelerării presiunilor inflaționiste: “... **For three members, the case for removing some monetary stimulus at this meeting was compelling** ...”. Guvernatorii Dale și Wale au votat pentru majorarea dobânzii cu 25 p.b., în timp ce Sentence a optat pentru o creștere cu 50 p.b.. Pe de altă parte, Adam Posen a continuat să voteze pentru majorarea programului de cumpărare de active cu 50 mld. lire. Mai mult, o parte din cei care au votat pentru menținere au considerat că probabilitatea majorării dobânzii de referință la ședințele următoare a crescut, pe fondul accelerării presiunilor inflaționiste: “... **Of those members not favoring a rise in bank rate, some thought that the case for an increase had nevertheless grown in strength** ...”.

### Japonia

În ianuarie exporturile au crescut cu 1,4% y/y, în dezaccelerare comparativ cu decembrie (12,9% y/y) și sub estimările analiștilor (7,4% y/y). Pe de altă parte, importurile au crescut cu 12,4% y/y, în accelerare comparativ cu decembrie (10,6% y/y) și peste estimările analiștilor (8,1% y/y). Astfel, balanța comercială a înregistrat un deficit de 471,4 mld. yen.

Prețurile de consum au stagnat în ianuarie (y/y). Exlucuzând componenta alimente, prețurile de consum au scăzut cu 0,2% y/y (analiștii estimau un declin de 0,3% y/y). Componenta **core** a scăzut însă cu 0,6% y/y (în linie cu estimările analiștilor).

**dr. Andrei Rădulescu**