

RAPORT MACROECONOMIC MONDIAL

Iulie 2013

*dr. Andrei RĂDULESCU
Senior Investment Analyst
andrei.radulescu@ssifbroker.ro*

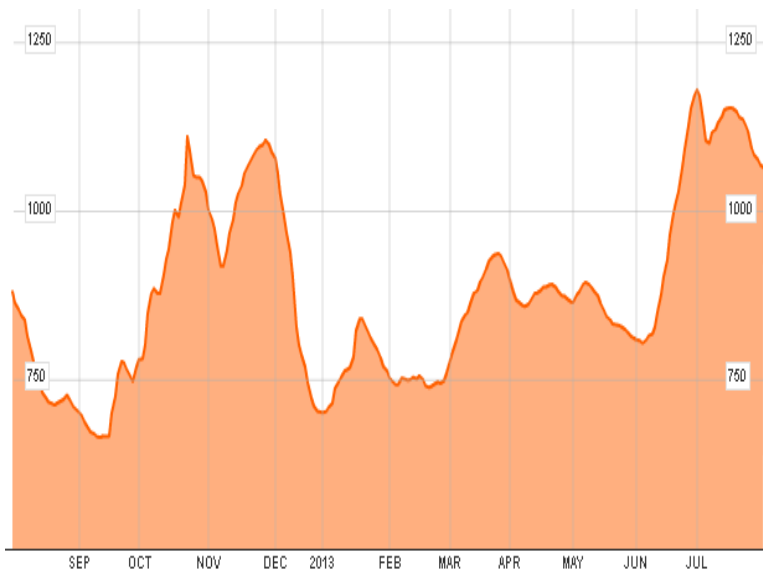
CUPRINS

INTRODUCERE.....	2
STATELE UNITE ALE AMERICII.....	5
ZONA EURO.....	16
ROMÂNIA.....	26
POTENȚIALUL ECONOMIEI ROMÂNIEI.....	37
PIEȚELE FINANCIARE	43

INTRODUCERE: INFLEXIUNEA ECONOMIEI MONDIALE

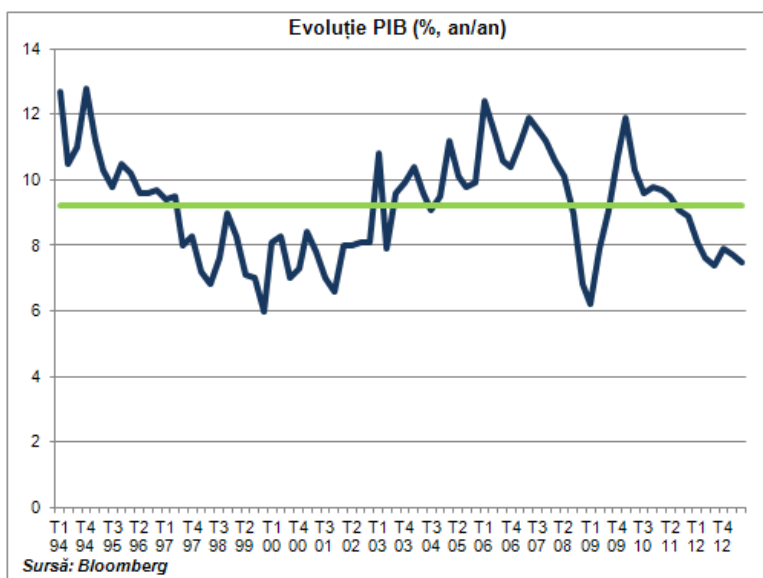
În iulie am asistat la o divergență în convergență a indicatorilor din economia reală și din economia financiară pe mapamond, fenomen care poate exprima, după părerea mea, faptul că economia mondială se situează în proximitatea punctului de inflexiune (**bottoming**) (de la decelerare la stabilizare și, ulterior, accelerare treptată).

La nivelul economiei reale, indicele **Baltic Dry** (barometru al comerțului internațional) s-a corectat cu 9% mom în iulie (până la 1 062 p.). Această evoluție **Indicele Baltic Dry (sursă: Bloomberg)** poate fi interpretată ca normală, după avansul puternic din luna iunie (45% mom). Practic, ritmul de evoluție a economiei mondiale pare să fi atins minimul ultimelor trimestre la jumătatea anului curent.



Se remarcă indicatorii macroeconomici din Statele Unite, care confirmă scenariul central elaborat în iunie, conform căruia prima economie a lumii va accelera în a doua jumătate a anului curent. Industria prelucrătoare a accelerat în iulie, conform indicatorului calculat de Institute for Supply Management. Totodată, piața imobiliară este rezistentă la majorarea recentă a costurilor de finanțare. Pe de altă parte, în piața forței de muncă am asistat la evoluții mixte în iulie, însă rata șomajului s-a diminuat spre nivelul minim din ultimii ani.

De asemenea, în China am asistat la evoluții mixte ale indicatorilor macroeconomici, însă se pot remarca unele semnale de **bottoming** (după decelerarea din ultimele trimestre – ritm de 7,5% an/an în T2), care vor fi confirmate dacă autoritățile de la Beijing vor implementa noi măsuri de susținere a procesului de tranziție (de la o economie dependentă de cererea externă la o economie care are drept motor cererea internă).



În Zona Euro industria prelucrătoare a revenit în teritoriu pozitiv în iulie, conform indicatorului PMI (pentru prima oară în ultimii doi ani). Totodată, în sfera pieței forței de muncă s-au consemnat primele semnale de stabilizare din ultimii ani: numărul de șomeri a scăzut în iunie cu 24 mii.

Pe plan intern persistă divergența între cererea externă netă și cererea internă. Cu toate acestea, stabilitatea macro-financiară, încheierea unui nou acord Stand-By cu instituțiile financiare internaționale și continuarea ciclului de reducere a dobânzii de referință (de către BNR) exprimă premise favorabile pentru relansarea durabilă (dar graduală) a ciclului investițional.

Date fiind evoluțiile recente ale indicatorilor macroeconomici pe mapamond am păstrat scenariul central de previziune pe termen scurt pentru economia americană (acest scenariu va fi actualizat după comunicarea datelor finale pe trimestrul II) și pentru economia României și am majorat previziunile pentru economia Zonei Euro. Atrag însă, în continuare, atenția cu privire la fragilitatea climatului macroeconomic mondial, înconjurat de o serie de factori de risc (mă refer, în principal, la mix-ul de politici economice din Statele Unite și China) cu impact pentru climatul investițional.

În sfera economiei financiare am asistat la revenirea pe creștere a piețelor de acțiuni în luna iulie (după corecția din lunile mai și iunie), evoluție determinată

Indicele MSCI (sursă: OnVista)

de

așteptările cu privire la viitoarele decizii de politică monetară (din Statele Unite și Zona Euro) (modificarea tonului), de posibilitatea implementării unor noi măsuri economice expansioniste în China (pentru a susține un ritm de evoluție a PIB de peste 7% an/an), dar și de sezonul de raportări financiare trimestriale. Indicele global MSCI a crescut cu 5,2% mom în iulie, până la 1 507,9 p., remarcându-se indicele pan-european Dow Jones Stoxx 600 (cu un avans de 5,1% mom, la 299,58 p.) și indicele S&P 500 (creștere lunară de 5,1% mom, către noi maxime record).



Evoluțiile recente ale indicatorilor macroeconomici pe mapamond exprimă premise de bottoming pentru economia reală la începutul trimestrului III. Economia americană pare că a depășit șocul intensificării procesului de consolidare bugetară, iar FED nu se grăbește cu inflexiunea politicii monetare. De asemenea, în Zona Euro recesiunea din ultimele trimestre se apropie de final (în T2), iar Banca Centrală Europeană a anunțat prelungirea politicii monetare expansioniste și în trimestrele următoare. Nu în ultimul rând, în China autoritățile au anunțat posibilitatea implementării unor noi măsuri macroeconomice

expansioniste, menite să susțină ritmul de evoluție a economiei (peste 7% an/an). Cu alte cuvinte, economia mondială pare, în acest moment, că se apropie de intrarea într-un nou ciclu economic.

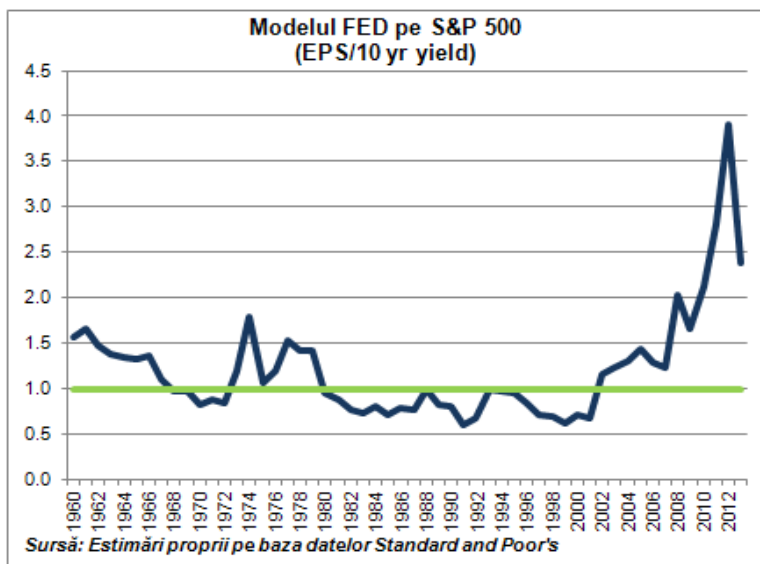
Într-un astfel de context, am modificat scenariul central de previziune pentru evoluția indicilor bursieri din piețele mature pe termen scurt, la **benign** (-5% : +5% comparativ cu nivelul de închidere din luna iulie).

Atrag atenția cu privire la faptul că un scenariu ascendent pentru piețele de capital (creștere a indicilor bursieri cu peste 7,5% comparativ cu închiderea din iulie) este condiționat de relansarea durabilă a investițiilor în economia reală de către sectorul privat. Acest scenariu depinde de o serie de variabile: succesul FED în convingerea piețelor financiare din perspectiva deciziilor de politică monetară; identificarea de soluții credibile pentru provocările economiei mondiale; inflexiunea economiei Chinei; neintensificarea riscurilor în Europa.

În mod normal, ar trebui să asistăm la ajustări ale indicilor bursieri în momentul în care se vor concretiza semnalele de intrare într-un nou ciclu economic. Aceste ajustări vor reflecta orientarea capitalurilor către sectoarele economice care vor avea rolul motor în noul ciclu economic.

Subliniez, în continuare, faptul că, decalajele consemnate la nivelul unor indicatori macroeconomici și financiari vor trebui ajustate: mă refer aici la scenariul descendent pentru piețele mature de capital (scădere cu peste 7,5% comparativ cu închiderea din luna iulie). De altfel, în ultimele luni, am asistat la debutul acestui proces de ajustare (mai ales dacă analizăm evoluția rezultatului pe acțiune/rendamentul real al dividendului și evoluția dobânzii la titlurile de stat la 10 ani în Statele Unite) (graficele de jos).

Totodată, din perspectiva indicatorului PER (ajustat ciclic) acțiunile americane sunt supraevaluate în acest moment (cu alte cuvinte, există potențial important de ajustare în lunile următoare). Nu în ultimul rând, actualizând modelul FED se poate concluziona că indicele S&P 500 ar putea să scadă cu peste 7% (de la nivelul de închidere din iulie) în lunile următoare.



dr. Andrei Rădulescu
Post-Doc Academia Română
 București, 5 august 2013

Statele Unite ale Americii

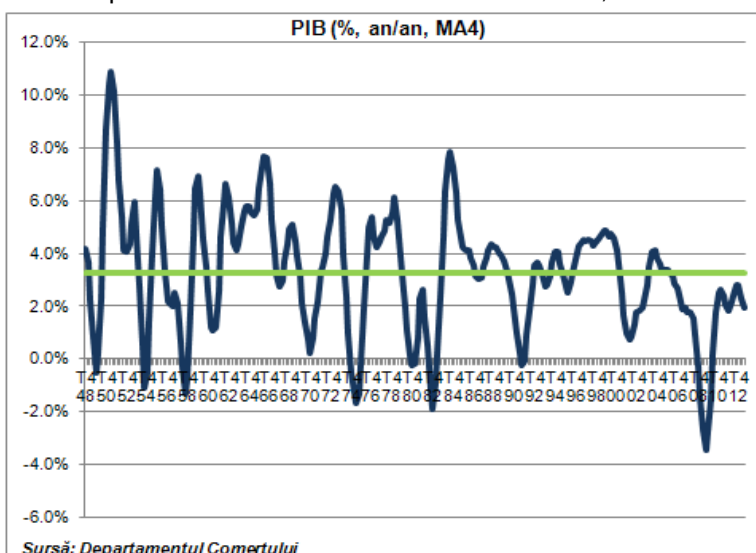
Activitatea economică și piața forței de muncă

Departamentul Comerțului a publicat estimările preliminare cu privire la evoluția PIB-ului și a componentelor acestuia în trimestrul II. Totodată, entitatea a comunicat rezultatul revizuirilor cincinale pentru seria PIB din 1929 până în trimestrul I (acestea indicând o evoluție mai bună comparativ cu statisticile precedente).

Structura PIB (%)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Consum privat	67%	67%	67%	68%	68%	68%	68%
Consum guvernamental	20%	20%	20%	21%	21%	20%	19%
Formarea brută de capital	19%	18%	16%	13%	14%	15%	16%
Exporturi	10%	11%	12%	11%	12%	13%	13%
Importuri	16%	16%	15%	14%	15%	16%	15%

Sursă: Departamentul Comerțului

În urma acestor revizui, ponderea consumului privat în PIB se situa la 68% în 2012, în atenuare comparativ cu estimările anterioare (71%). De asemenea, ponderea importurilor în PIB a fost revizuită în scădere la 15% (de la 16%). Pe de altă parte, ponderea exporturilor în PIB a stagnat la 13%, în timp ce ponderile formării brute de capital și ale consumului guvernamental au fost majorate cu 2 p.p. la 16%, respectiv 1 p.p. la 19%.

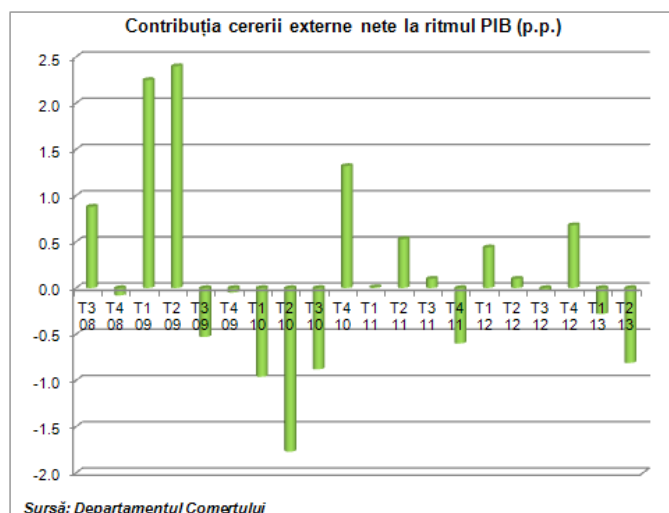
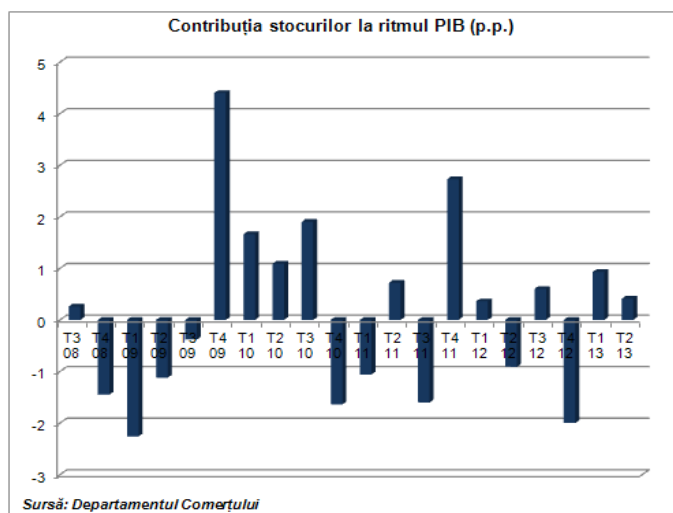


Sursă: Departamentul Comerțului

Conform estimărilor preliminare pentru trimestrul II prima economie a lumii a crescut cu un ritm anualizat de 1,7%, în accelerare comparativ cu primele 3 luni ale anului (ritm de 1,1% anualizat). Această evoluție a fost determinată de dinamica investițiilor (formarea brută de capital fix a crescut cu 6,3% anualizat, după contracția de 1,5% din trimestrul I) și de diminuarea în intensitate a ritmului de contracție a consumului public (-0,4% anualizat, comparativ cu declinul de 4,2% anualizat din trimestrul I).

Pe de altă parte, consumul privat, principala componentă a PIB a decelerat în perioada aprilie – iunie, evoluție determinată de resimțirea procesului de consolidare bugetară: avans de doar 1,8% anualizat, în atenuare comparativ cu ritmul de 2,3% anualizat din perioada ianuarie – martie.

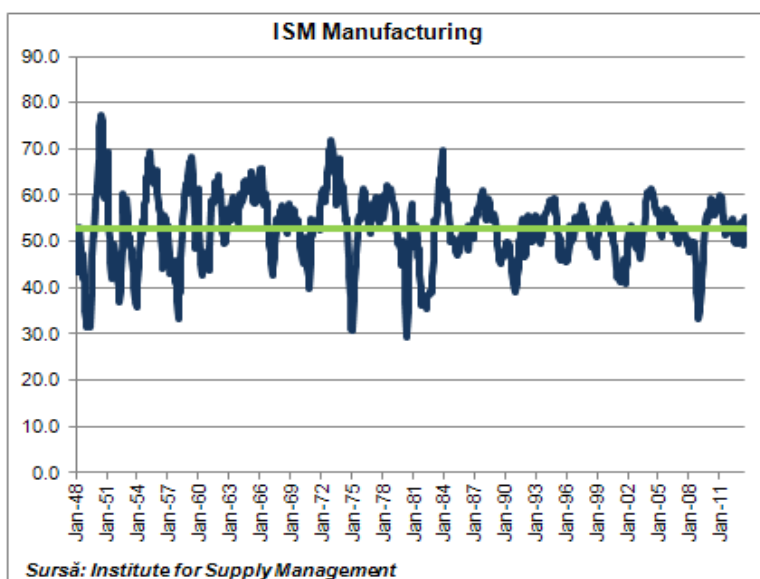
Totodată, contribuția stocurilor la dinamica PIB a decelerat de la 0,93 p.p. în T1 la doar 0,41 p.p. în T2. Nu în ultimul rând, contribuția negativă a cererii externe nete s-a intensificat (de la -0,28 p.p. în T1 la -0,81 p.p. în T2), în contextul accelerării importurilor (ritm de 9,5% anualizat) (exporturile s-au majorat cu doar 5,4% anualizat).



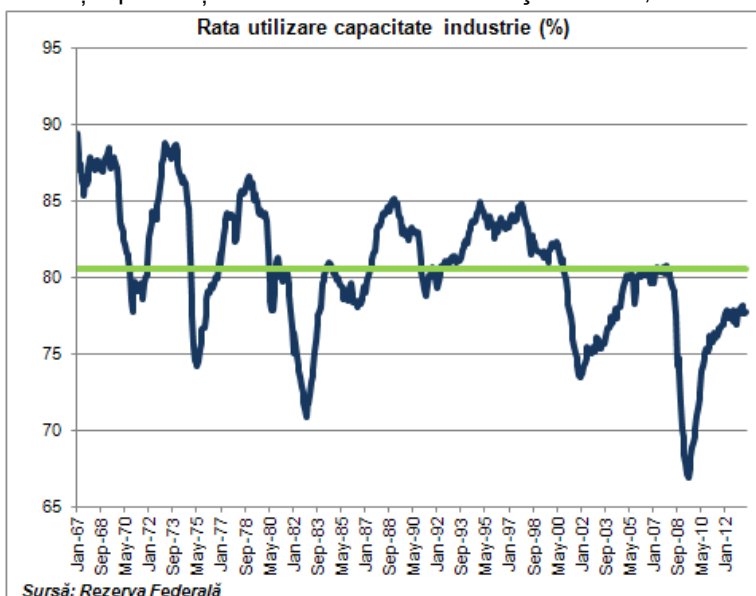
Pe parcursul ultimelor săptămâni am asistat la o evoluție predominant favorabilă a indicatorilor macroeconomici comunicați, confirmându-se scenariul central de previziune de la Raportul Macroeconomic din luna iunie. Se pare că economia americană a depășit șocul intensificării procesului de consolidare bugetară, companiile private fiind mai aproape de relansarea durabilă a investițiilor în economia reală.

Din perspectiva ofertei agregate se remarcă industria prelucrătoare, evoluție care confirmă faptul că motorul economiei americane se recompune după resimțirea climatului anemic din economia mondială și a intensificării procesului de consolidare bugetară.

În iulie ritmul de evoluție a industriei prelucrătoare a accelerat spre nivelul maxim din prima parte a anului 2011. Indicatorul calculat de Institute for Supply Management a crescut de la 50,9 p. în iunie la 55,8 p. în iulie – cel mai bun ritm din iunie 2011 (analizii estimau un nivel de doar 52 p.). Această evoluție a fost determinată de contribuția componentelor producție (+11,6 p.p. la 65 p.), comenzi noi (+6,4 p.p. la 58,3 p.) și locuri de muncă (+5,7 p.p. la 54,4 p.).



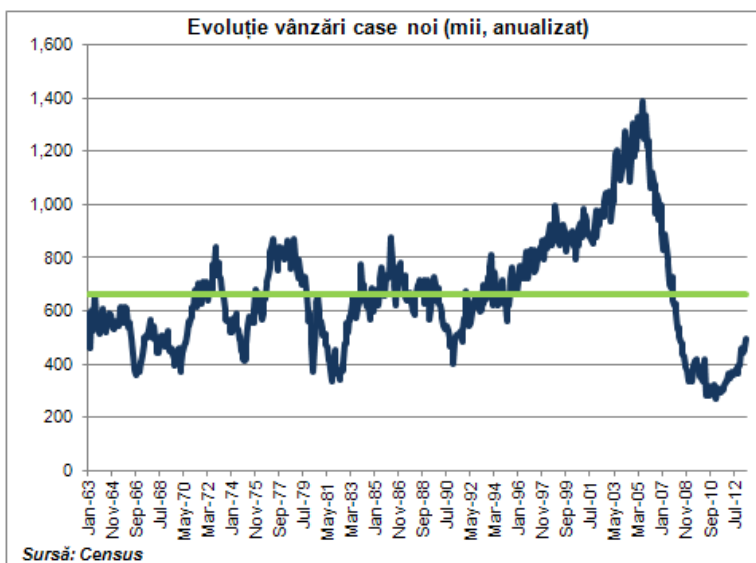
Revenirea industriei este confirmată și de evoluția producției industriale în iunie: creștere cu 0,3% mom, evoluția componentelor prelucrătoare (+0,3% mom) și minieră (+0,8% mom) contrabalansând contracția ramurei utilității (cu 0,1% mom). Se remarcă, în continuare, dinamica industriei auto, cu un avans de 1,3% mom. Rata de utilizare a capacității instalate în industrie a crescut marginal, de la 77,7% la 77,8%, nivel sub ritmul pe termen lung, expresie a evoluției la un ritm sub potențial, dar și a deteriorării acestuia.



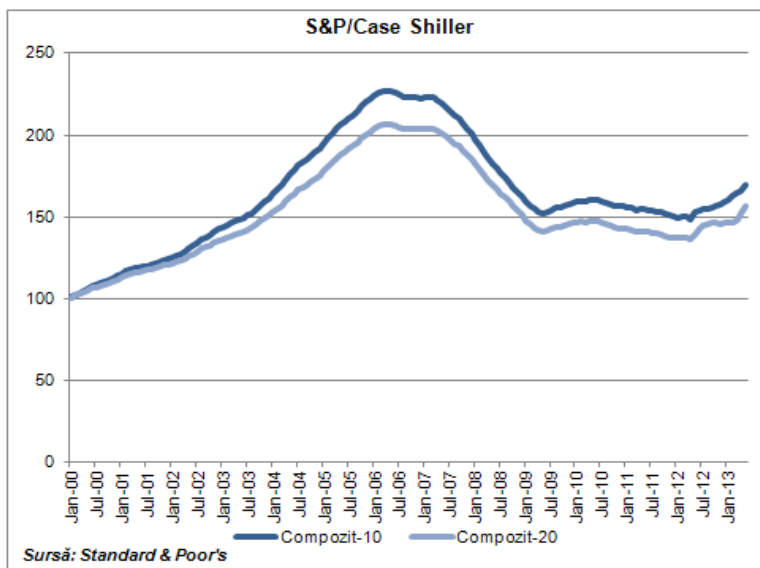
Pe de altă parte, în piața imobiliară am asistat la evoluții mixte ale indicatorilor comunicați recent, expresie a faptului că această ramură a economiei resimte gradual majorarea costurilor de finanțare din ultimele luni (cu peste 1 p.p. din noiembrie 2012 până în prezent). Indicatorii sectoriali comunicați recent exprimă rezistență la semnalele de apropiere de final a expansionismului monetar fără precedent, dar și interesul în creștere pentru locuințe înainte de o majorare și mai pronunțată a costurilor de finanțare. Cu toate acestea, probabilitatea unei decelerări (în perioada următoare) a procesului de relansare a pieței imobiliare este în creștere.

Se remarcă indicatorul care comensurează nivelul de încredere în sfera constructorilor de locuințe (calculat de **National Association of Home Builders**), care a continuat să crească în iulie (la 57 p. – nivelul maxim din ultimii 7 ani). Se remarcă contribuția componentei perspective de evoluție a vânzărilor pentru următoarele 6 luni – care a înregistrat nivelul maxim din toamna anului 2005, fapt care exprimă premise de accelerare a tranzacțiilor imobiliare pe termen scurt.

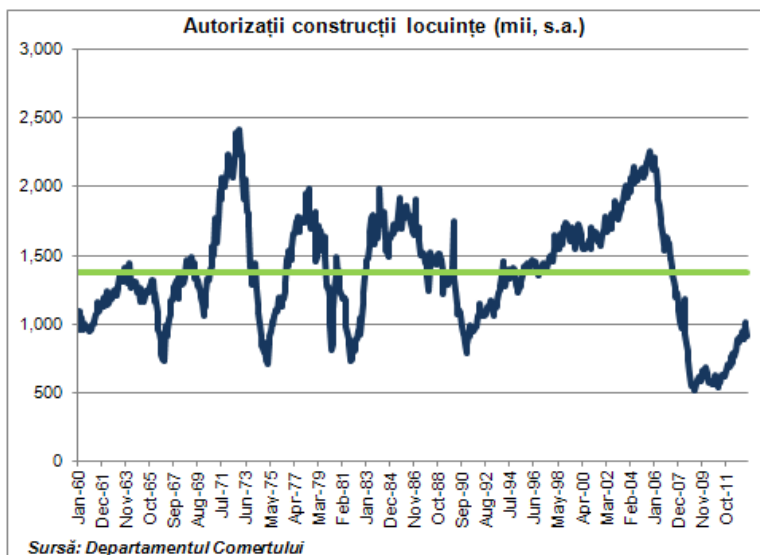
De asemenea, vânzările de case noi au crescut cu 8,3% mom (38,1% an/an) în iunie, la 497 mii unități (anualizat) spre nivelul maxim din primăvara anului 2008. Această evoluție poate exprima intensificarea interesului americanilor pentru locuințe noi înainte de finalul expansionismului monetar. Prețul median de vânzare s-a majorat cu 7,4% an/an, la 249 700 dolari.



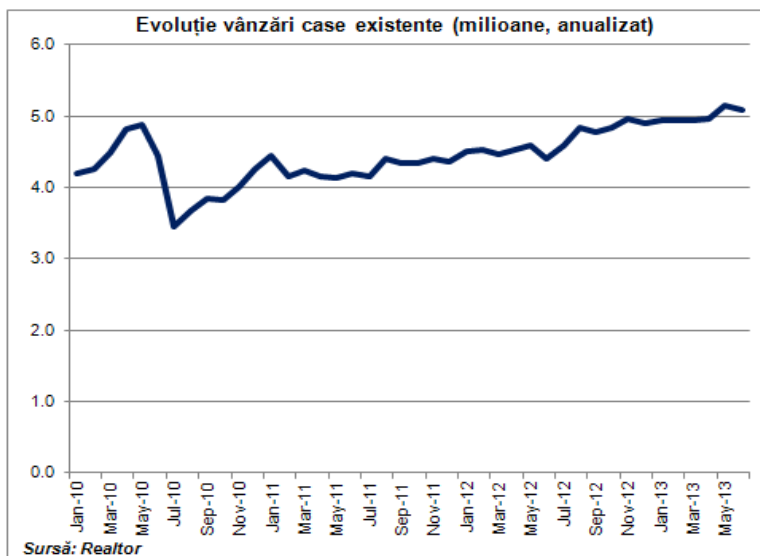
Nu în ultimul rând, prețurile caselor din principalele 10 arii metropolitane s-au majorat pentru a 13-a lună consecutiv în mai, cu 2,5% mom, conform indicatorilor S&P/Case Shiller. Totodată, prețurile caselor din principalele 20 de arii metropolitane au crescut pentru a 6-a lună consecutiv, cu 2,5% mom. În analiza an/an, prețurile caselor s-au majorat pentru a 12-a lună consecutiv în mai, cu 11,1% an/an în principalele 10 metropole și cu 12,2% an/an în principalele 20 de metropole americane (cele mai bune ritmuri de evoluție din primăvara anului 2006).



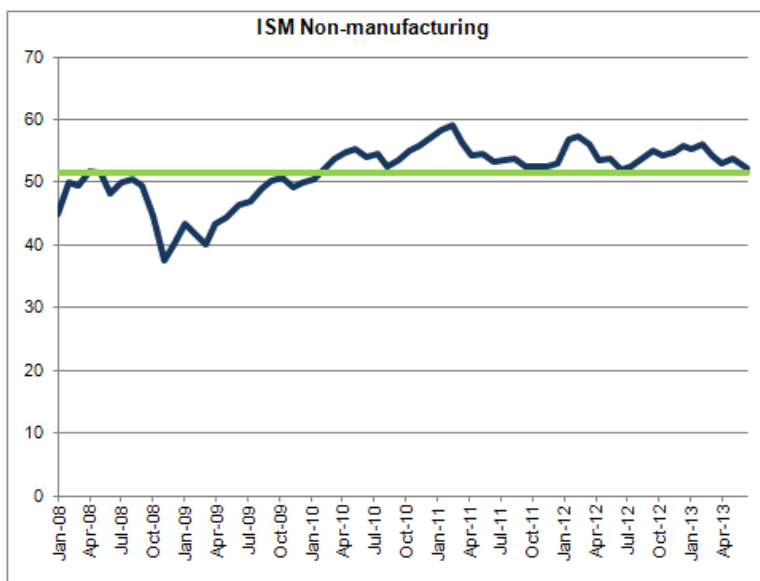
Pe de altă parte, lucrările demarate de construcții case noi au scăzut cu 9,9% mom în iunie, la 836 mii unități (anualizat) – nivelul minim din vara anului 2012. Totodată, numărul de autorizații de construcții locuințe s-a redus cu 7,5% mom la 911 mii unități (anualizat). Deși se menține în apropiere de maximele din toamna anului 2008 numărul autorizațiilor de construcție locuințe noi se situează cu 60% sub nivelul maxim consemnat în toamna anului 2005.



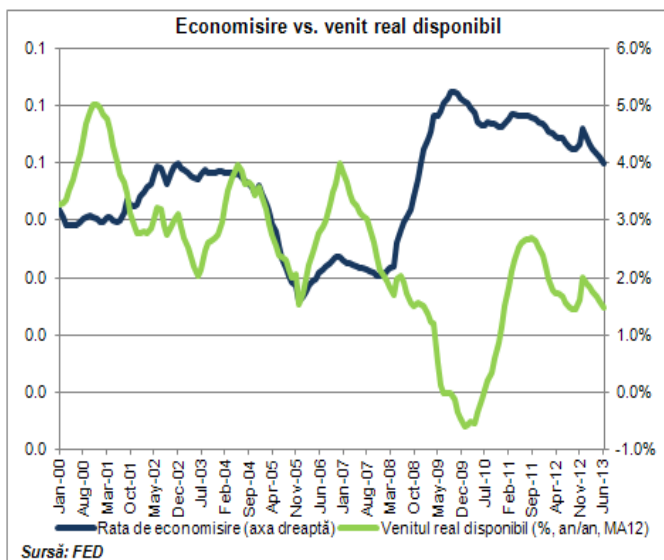
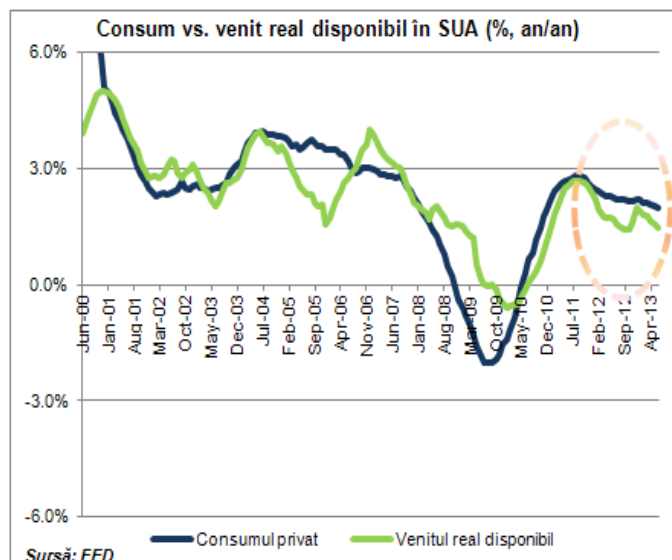
Nu în ultimul rând, vânzările de case existente au scăzut cu 1,2% mom în iunie, la 5,08 mil. unități (anualizat), evoluție sub estimările pieței (vânzări de 5,26 milioane unități). Cu toate acestea, prețul median de vânzare a unei locuințe a crescut cu 13,5% an/an, la 214 200 dolari. Raportul cerere/ofertă de locuințe existente se menține strâns, fapt reflectat și de stocurilor (doar 2,19 milioane, minimum din ultimii 13 ani).



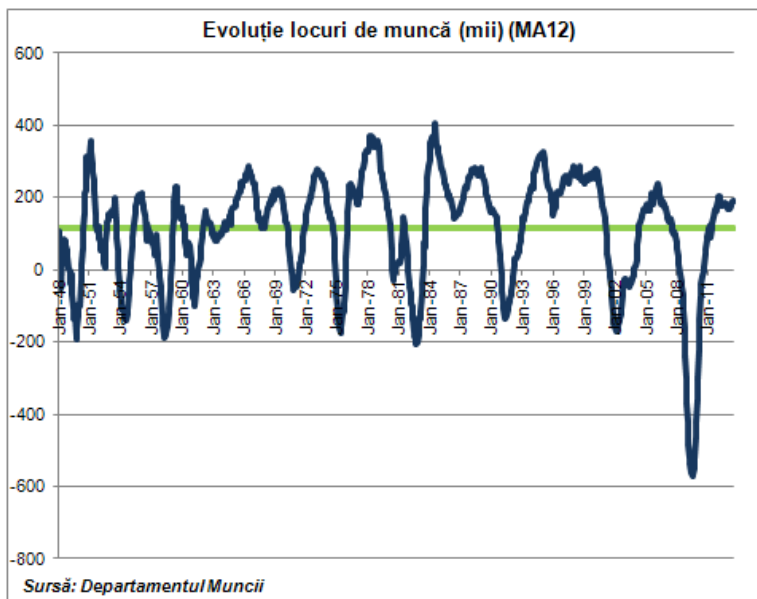
În sectorul de servicii am asistat la o decelerare în iunie, conform indicatorului calculat de Institute for Supply Management: în scădere la 52,2 p. (de la 53,7 p. în mai) – nivelul minim din ultimii 3 ani. Această evoluție a fost determinată de declinul componentei comenzi noi, de la 56 p. în mai la 50,8 p. în iunie (nivelul minim din ultimii 4 ani), evoluție care exprimă premise nefavorabile pe termen scurt. Totodată, componenta producție s-a diminuat de la 56,5 p. în mai la 51,7 p. în iunie (nivelul minim din toamna anului 2009). Pe de altă parte, componenta locuri de muncă a crescut la 54,7 p., de la 50,1 p. în mai, evoluție care poate fi asociată perioadei de vară.



În sfera cererii agregate, consumul privat a crescut pentru a 8-a lună consecutiv în iunie, iar ritmul de evoluție a accelerat (0,12% mom, 1,99% an/an), expresie a faptului că a fost depășit punctul de maximă intensitate a procesului de consolidare bugetară. Pe de altă parte, venitul real disponibil al populației a scăzut cu 0,12% mom în iunie (creștere de doar 0,6% an/an). Prin urmare, rata de economisire s-a diminuat la 4,4% în iunie.



La nivelul pieței forței de muncă s-au consemnat evoluții mixte în ultima perioadă, expresie a faptului că se resimte proximitatea inflexiunii politicii monetare (fapt reflectat de evoluția costurilor de finanțare, atât în sectorul public, dar și în sectorul privat pe parcursul ultimelor luni). Spre exemplu, economia americană a generat doar 162 mii locuri de muncă în luna iulie – cel mai redus ritm din ultimele patru luni și totodată, sub estimările pieței (185 mii)). De asemenea, durata medie a săptămânii de lucru s-a diminuat la 34,4 ore – nivelul minim din ultimele șase luni, în timp ce salariul mediu orar a scăzut cu 0,1% mom (la 23,98 dolari).

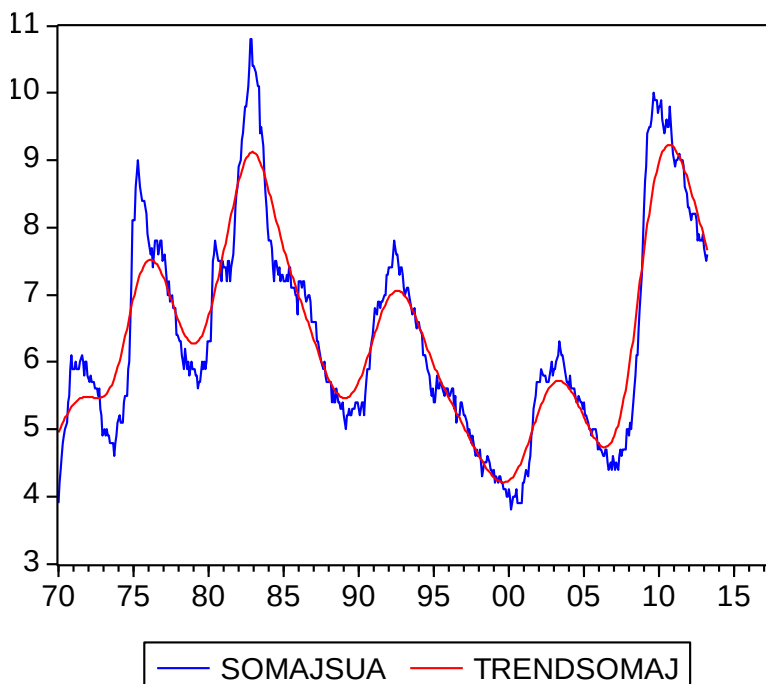


Pe de altă parte, rata șomajului a scăzut la 7,4%, în timp ce rata **underemployment** s-a diminuat la 14% (de la 14,3%). În prezent economia americană mai are de recuperat aproximativ 2 milioane din cele 9 milioane locuri de muncă pierdute de la declanșarea Marii Recesiuni. Evoluția indicatorilor laborali în luna iulie confirmă scenariul central de previziune de la Raportul Macroeconomic mondial elaborat în iunie, conform căruia rata șomajului ar putea să scadă la aproximativ 7% la finele anului curent (medie anuală de 7,4% în 2013).

Scenariul central 3-6 luni

Indicatorii macroeconomici comunicați recent confirmă scenariul central de previziune pentru economia americană elaborat în cadrul Raportului Macroeconomic din luna iunie. Pe de altă parte, revizuirile efectuate de Departamentul Comerțului pentru perioada 1929-2013 ar justifica ajustări (pozitive) ale scenariului central. Deocamdată (până la comunicarea datelor finale cu privire la evoluția economiei americane în trimestrul II) mențin scenariul central de previziune pentru prima economie a lumii.

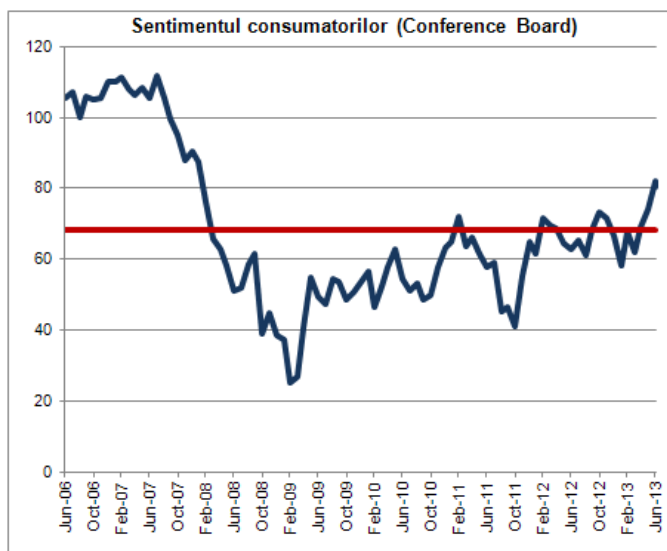
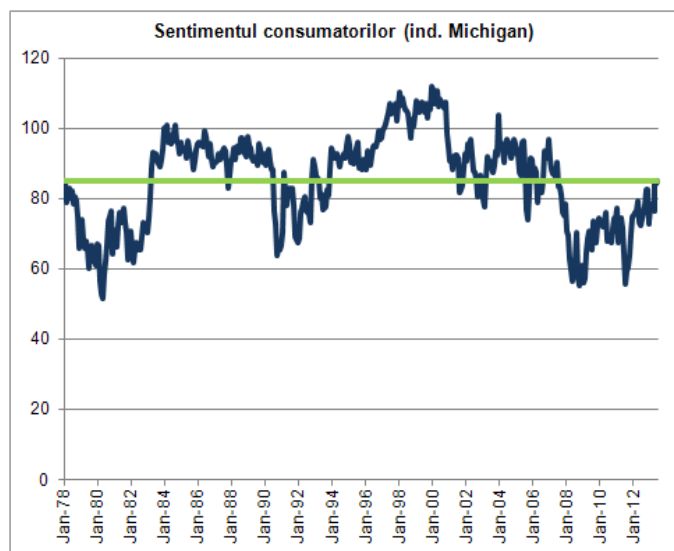
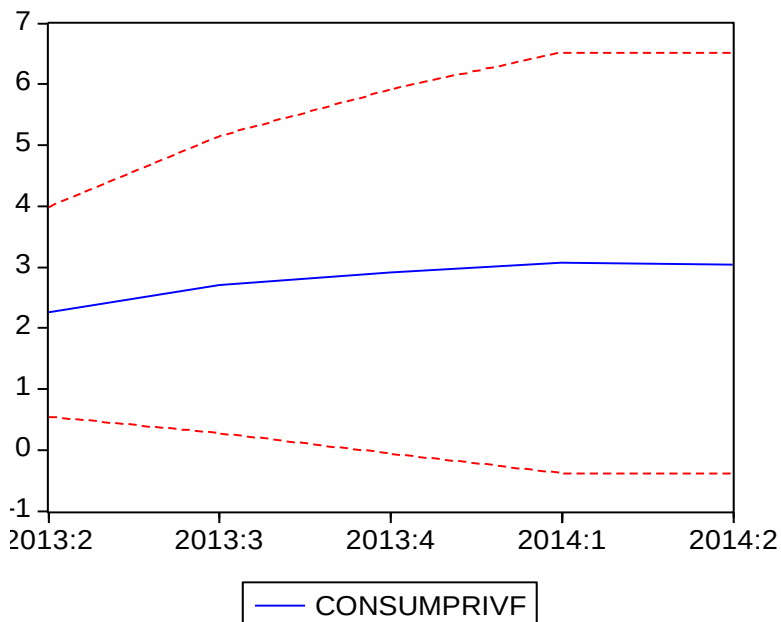
Conform acestui scenariu economia americană va accelera în semestrul II (ritm de 2,6% an/an). Per ansamblu, în



2013 PIB-ul american ar putea să crească cu 2,1% an/an, în decelerare comparativ cu ritmul din 2012 (2,8% an/an). Rata șomajului va continua să scadă în lunile următoare, însă la un ritm mai lent (comparativ cu previziunile anterioare), dat fiind faptul că, în prezent, nivelul șomajului este determinat, în proporție covârșitoare de componenta structurală. Astfel, în 2013 rata șomajului s-ar putea diminua la 7,4% (media anuală), cu un nivel de aproximativ 7% la finalul anului.

Acest scenariu se bazează pe accelerarea consumului privat, principala componentă a PIB (la 2,8% an/an în semestrul II), fapt susținut de evoluția indicatorilor care comensurează sentimentul consumatorilor în ultimele luni.

Spre exemplu, indicatorul calculat de Universitatea Michigan a crescut în iulie la 85,1 p., nivelul maxim din vara anului 2007. De asemenea, deși s-a corectat ușor în iulie, indicatorul de sentiment comunicat de Conference Board se menține aproape de maximele de la începutul anului 2008.



Pentru formarea brută de capital fix previzionez o accelerare în semestrul II (6,8% an/an), evoluție susținută de semnalele din sfera consumului privat, precum și de perspectivele de inflexiune a economiei mondiale (de la decelerare la accelerare).

Pe de altă parte, previzionez că cererea externă netă și consumul public vor contribui nefavorabil la dinamica PIB-ului în a doua jumătate a anului curent. Conform acestui scenariu, exporturile

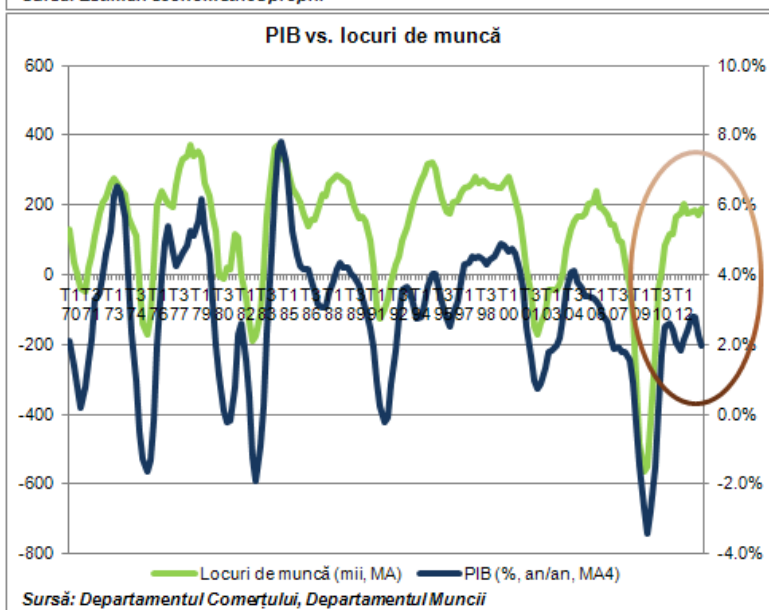
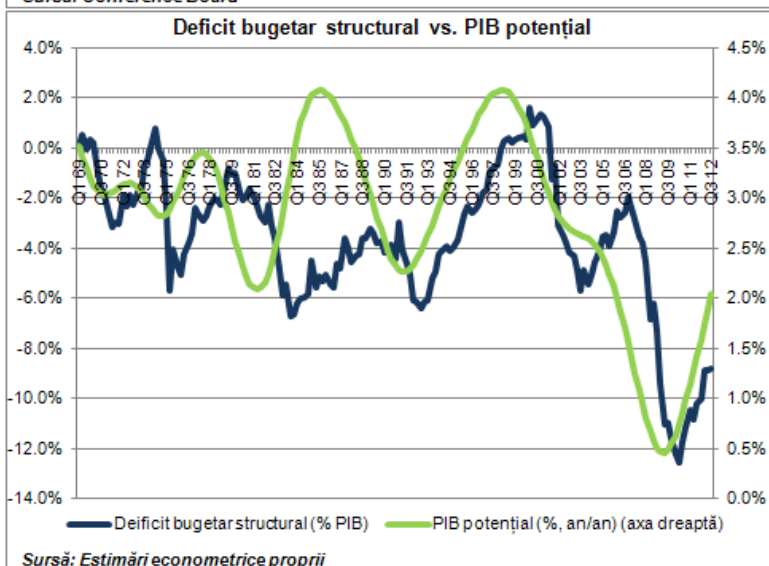
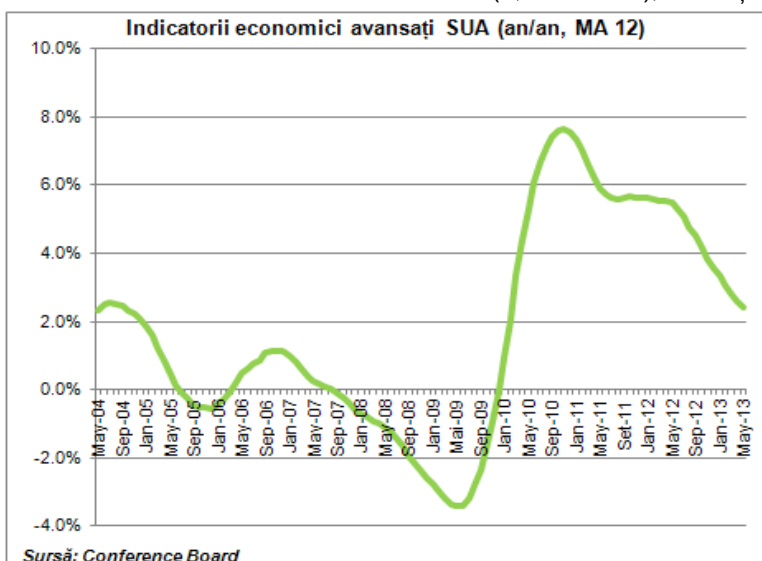
vor crește cu 3,6% an/an, în timp ce importurile se vor majora cu 4,3% an/an în 2013.

De asemenea, consumul guvernamental va continua să se ajusteze în 2013 (scădere de 1,2% an/an), în contextul procesului de consolidare bugetară.

Riscuri

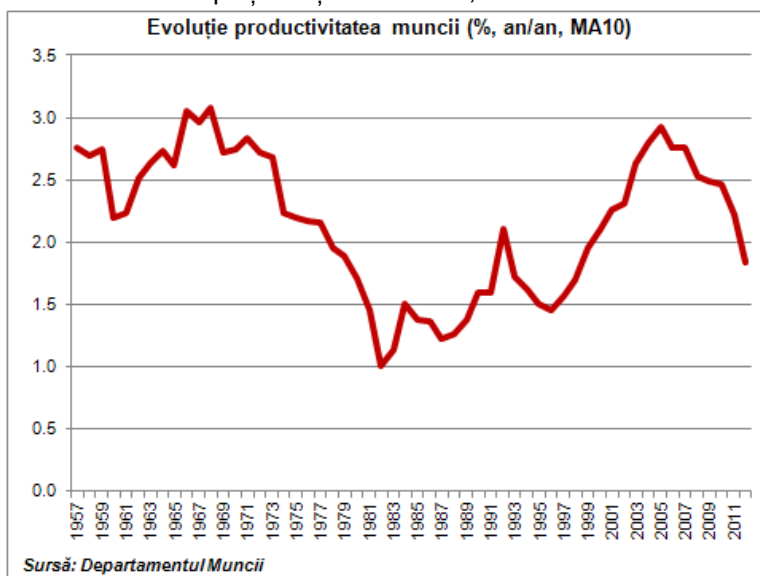
Se pot menționa o serie de factori de risc cu privire la evoluția economiei americane pe termen scurt:

1. Mix-ul de politici macroeconomice (capacitatea FED de a convinge piețele cu privire la oportunitatea inflexiunii monetare; reforma sistemului de taxare a companiilor și problema pragului datoriei publice, subiecte care vor fi în dezbatere în lunile următoare);
2. Ajustarea decalajelor macro-financiare constituite pe parcursul



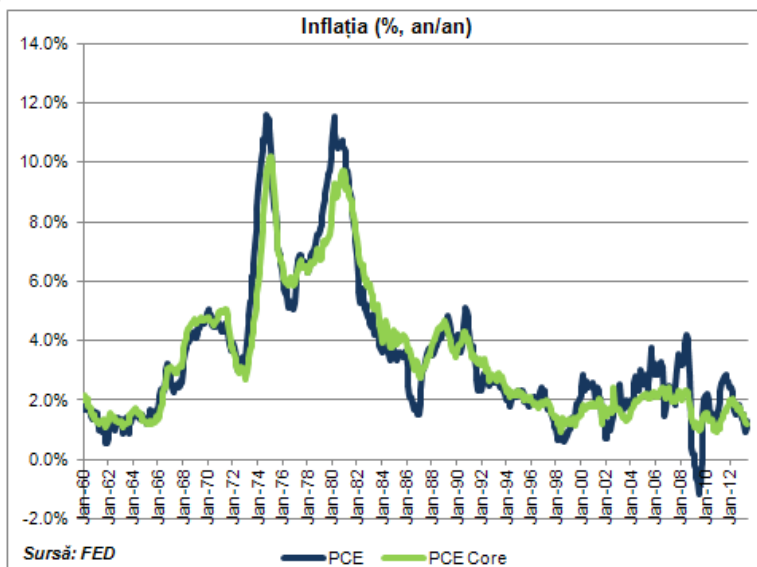
ultimelor trimestre: ritmul de evoluție a PIB vs. dinamica pieței forței de muncă;

3. Incertitudinile din economia mondială, macro-financiare și geopolitice și sociale;
4. Evoluția productivității muncii, cu impact pentru politicile investiționale ale companiilor pe termen mediu-lung.



Inflația și politica monetară

Prețurile din consumul privat au crescut pentru a doua lună consecutiv în iunie, cu 0,4% mom, conform indicatorului agreat de FED (PCE). Raportat la iunie 2012 inflația s-a situat la 1,3%, cel mai ridicat nivel din februarie 2013. Componenta **core** a crescut pentru a doua lună consecutiv, cu 0,22% (avans de 1,2% an/an – nivelul minim din primăvara anului 2011). Inflația continuă să se mențină cu mult sub ținta oficială a Rezervei Federale, în ciuda expansionismului monetar fără precedent implementat pe parcursul ultimilor 5 ani.



La a 5-a ședință de politică monetară din 2013 Rezerva Federală a decis menținerea dobânzii de referință la nivelul minim istoric (0% - 0,25%), precum și continuarea programelor monetare neconvenționale (cumpărări de titluri de stat și titluri ipotecare la un ritm lunar de 85 mld. USD). În cadrul comunicatului de politică monetară FED apreciază că economia americană a evoluat la un ritm modest în primul semestru din 2013, menționând faptul că procesul de consolidare bugetară, dar și majorarea costurilor de finanțare (începând cu luna mai) au influențat nefavorabil dinamica PIB. Pe de altă parte, FED remarcă continuarea tendinței de ameliorare a climatului laboral. Banca centrală americană se așteaptă la accelerarea economiei în a doua jumătate a anului curent. Referitor la inflație, FED atrage atenția cu privire la nivelul redus al acesteia (cu mult sub ținta de 2% an/an pentru prețurile din consumul privat), cu impact nefavorabil pentru deciziile investiționale ale sectorului privat. În acest context, FED a reiterat faptul că va menține dobânda de politică monetară în apropiere de 0% atâta timp cât rata șomajului se va situa peste 6,5% și anticipațiile de inflație nu vor depăși 2,5% an/an. În ceea ce privește programele monetare expansioniste FED a subliniat că viitoarele decizii vor fi dependente de evoluția climatului laboral (atitudinea *wait and see*).

Scenariul central

Pe termen scurt inflația se va menține sub ținta FED. Rezerva Federală va menține dobânda la (0%-0,25%) și în perioada următoare (cel puțin până în primăvara anului 2014), pe fondul evoluției economiei la un ritm sub potențial, a presiunilor inflaționiste reduse (inflație sub țintă), dar și pentru a acomoda consolidarea bugetară și a susține refacerea potențialului economic. Cu toate acestea, FED ar putea reduce din expansionismul monetar în a doua jumătate a anului curent, decizie condiționată de concretizarea scenariului de accelerare a economiei.

Riscuri

Evoluțiile recente ale unor indicatori macroeconomici exprimă faptul că economia americană ar putea accelera în a doua jumătate a anului curent, după **soft-patch-ul** din semestrul I (determinat de amplificarea măsurilor de consolidare bugetară, dar și de climatul anemic din economia mondială). După părerea mea, dacă indicatorii macroeconomici vor continua să prezinte evoluții în accelerare și în lunile următoare (mai ales în ceea ce privește investițiile private și piața forței de muncă), am putea asista la începerea procesului de normalizare a politicii monetare a FED în perioada următoare (în toamna acestui an). Stenogramele ședințelor de politică monetară și discursurile mai multor membri ai Comitetului de Politică Monetară din ultimele luni exprimă faptul că FED este pregătită pentru a demara normalizarea politicii monetare (care va viza, după părerea mea, în primul rând măsurile neconvenționale și, ulterior, dobânda de referință), printr-o abordare flexibilă.

ZONA EURO

Activitatea economică și piața forței de muncă

Conform datelor Eurostat PIB-ul Uniunii Monetare Europene s-a contractat pentru al șaselea trimestru consecutiv în T1, cu 0,3% qoq (declin de 1,1% an/an), prelungirea celei de-a doua recesiuni de la declanșarea crizei mondiale fiind determinată, în principal, de evoluția nefavorabilă a investițiilor.

Formarea brută de capital fix a scăzut pentru al 8-lea trimestru consecutiv, iar ritmul de declin s-a intensificat (1,9% qoq – cel mai sever ritm din T2 2009). Raportat la T1 2012 investițiile au consemnat un declin de 5,9%.

Totodată, procesul de consolidare bugetară a continuat în trimestrul I, consumul public scăzând cu 0,2% qoq (declin de 0,5% an/an).

Pe de altă parte, consumul privat (principala componentă a PIB) a

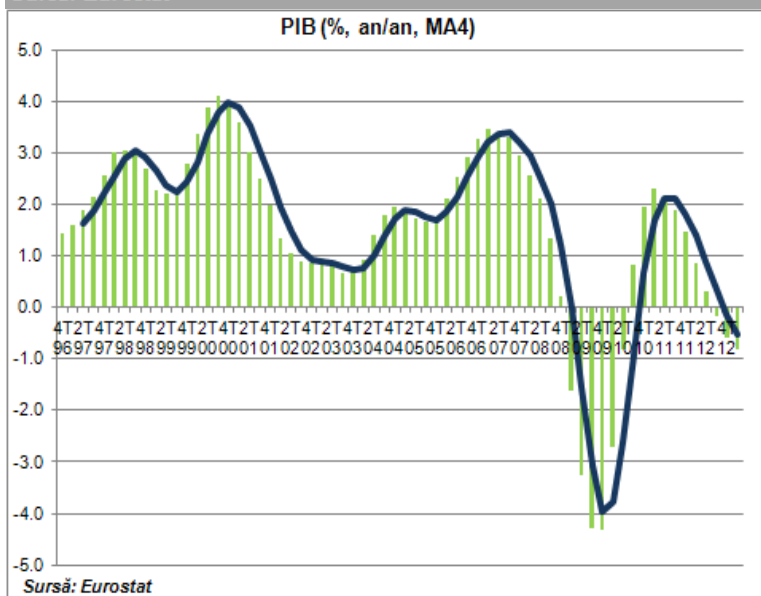
stagnat în trimestrul I, după declinul de 0,6% qoq din ultimele trei luni ale anului 2012, evoluție care trebuie interpretată cu prudență (poate exprima preferința consumatorilor pentru reducerile oferite de comercianți după Sărbătorile de iarnă). Comparativ cu T1 2012 consumul privat a scăzut cu 1,3%.

La nivelul cererii externe, atât exporturile cât și importurile s-au contractat în trimestrul I, cu 0,9% qoq, respectiv 1,2% qoq.

În ceea ce privește dinamica economiilor componente, au persistat evoluțiile divergente. Pe de o parte, prima economie a Europei (Germania) a evitat la limită recesiunea, PIB-ul consemnând un avans de 0,1% qoq (după contracția de 0,7% qoq din T4 2012). De asemenea, economiile Austriei și Finlandei au evitat o nouă recesiune. Pe de altă parte, Franța a reintrat în recesiune, PIB-ul celei de-a doua economii scăzând cu 0,2% qoq (pentru al doilea trimestru la rând). Economia Italiei (a treia ca dimensiune din Uniunea Monetară) a scăzut pentru al 7-lea trimestru consecutiv, cu 0,6% qoq. Recesiunea a persistat și în celelalte state din flancul sudic al Zonei Euro: Grecia, Spania, Portugalia.

Structura PIB (%)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Consum privat	57%	56%	56%	58%	57%	56%	56%
Consum guvernamental	20%	20%	20%	22%	22%	21%	21%
Formarea brută de capital	22%	22%	22%	19%	19%	19%	18%
Exporturi	40%	41%	42%	38%	42%	44%	45%
Importuri	38%	39%	40%	37%	40%	41%	41%

Sursă: Eurostat

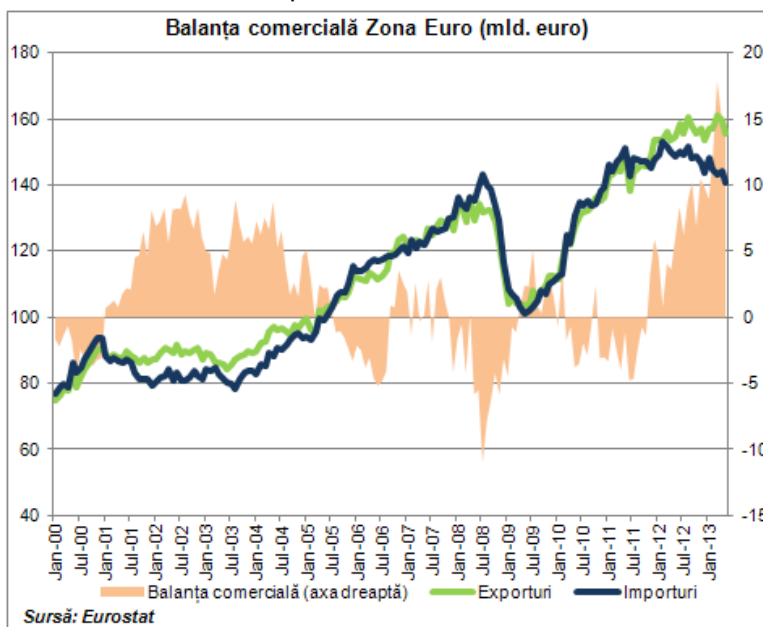


Sursă: Eurostat

Evoluția indicatorilor macroeconomici comunicați în ultima perioadă confirmă scenariul central de previziune de la Raportul Macroeconomic din iunie (stabilizare și inflexiune a economiei la jumătatea anului curent). Atrag însă atenția cu privire la faptul că ieșirea din recesiune (a doua din ultimii ani pentru Zona Euro) nu este suficientă pentru a demarca intrarea într-un nou ciclu economic. Evoluția unor indicatori (precum creditul neguvernamental, care s-a contractat pentru a 14-a lună consecutiv în iunie, cu 1,6% an/an), exprimă faptul că procesul de relansare economică în Zona Euro va fi unul foarte greoi.

Din perspectiva analizei cererii agregate atrag atenția cu privire la evoluția divergentă a indicatorilor din sfera componentelor externă și internă. Această divergență ar putea reprezenta un aspect pozitiv, în măsura în care semnalează atingerea potențialului de export și apropierea de final a procesului de ajustare a cererii interne.

În ceea ce privește cererea externă, climatul s-a deteriorat în mai, pe fondul reintensificării factorilor de risc pe mapamond (expresie a incertitudinilor referitoare la viitoarele decizii de politică monetară ale FED). Exporturile au scăzut pentru a 2-a lună consecutiv, cu 2,3% mom la 155,6 mld. EUR. Menționez faptul că această evoluție poate reflecta și atingerea potențialului de export la nivel de regiune, fiind necesare investiții suplimentare pentru majorarea acestuia. Importurile au consemnat un declin de 2,2% mom în mai, la 140,9 mld. EUR, pe fondul persistenței unui climat dificil în sfera cererii interne.



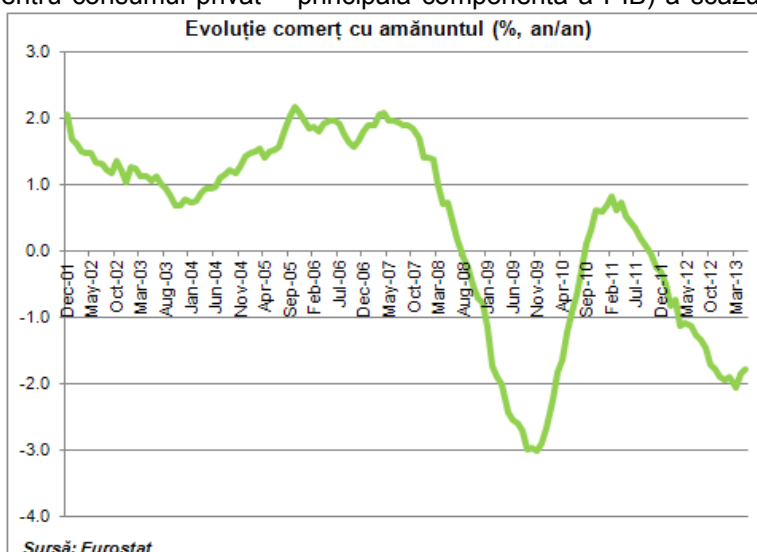
Astfel, balanța comercială a înregistrat un excedent de 14,6 mld. EUR, în atenuare raportat la nivelul de 16,1 mld. EUR din luna aprilie.

Cu toate acestea, în perioada ianuarie-mai exporturile regiunii s-au majorat cu 2% an/an, la 780,9 mld. EUR, în timp ce importurile s-au contractat cu 4% an/an, la 723,7 mld. EUR. Prin urmare, balanța comercială a înregistrat un excedent de 57,1 mld. EUR, în creștere de 6,6 ori raportat la perioada similară din 2012.

La nivelul cererii interne climatul contracționist s-a prelungit și în trimestrul II din 2013, pe fondul continuării procesului de dezintermediere (privată și publică), a blocajelor din sectorul bancar, a deteriorării condițiilor din piața forței de muncă, a evoluției nefavorabile a ritmului potențialului economic (de la declanșarea crizei până în prezent) și a intensificării divergenței economice la nivel de regiune.

Comerțul cu amănuntul (variabilă proxy pentru consumul privat – principala componentă a PIB) a scăzut pentru a 14-a lună consecutiv în mai, însă ritmul de contracție s-a temperat (doar 0,1% an/an), evoluție care confirmă scenariul de stabilizare a consumului privat (posibilitatea inflexiunii în a doua jumătate a anului) după mai multe trimestre de declin.

Totodată, consumul public este nefavorabil influențat de ajustarea finanțelor publice.

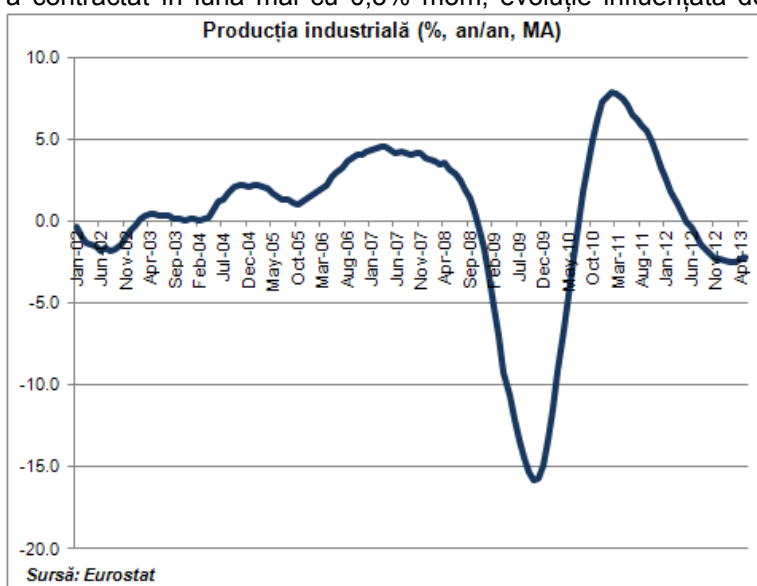


Aceste evoluții au avut impact nefavorabil pentru investițiile private și în trimestrul II (în prezent formarea brută de capital fix înregistrează minimul ultimilor 14 ani) (cu 20% sub nivelul de la începutul anului 2008).

Din perspectiva ofertei agregate se remarcă stabilizarea indicatorilor economici sectoriali, care exprimă proximitatea punctului de inflexiune a economiei regiunii, după contracția din ultimele trimestre.

Spre exemplu, industria prelucrătoare a revenit pe creștere după contracția din ultimele șase trimestre. Indicatorul PMI calculat de Euro Markit a crescut de la 48,8 p. în iunie la 50,3 p. în iulie. Se remarcă Germania (prima economie a Europei) unde indicatorul PMI a crescut la 50,7 p., dar și Italia, țară în care indicatorul PMI s-a majorat la 50,4 p. în iulie.

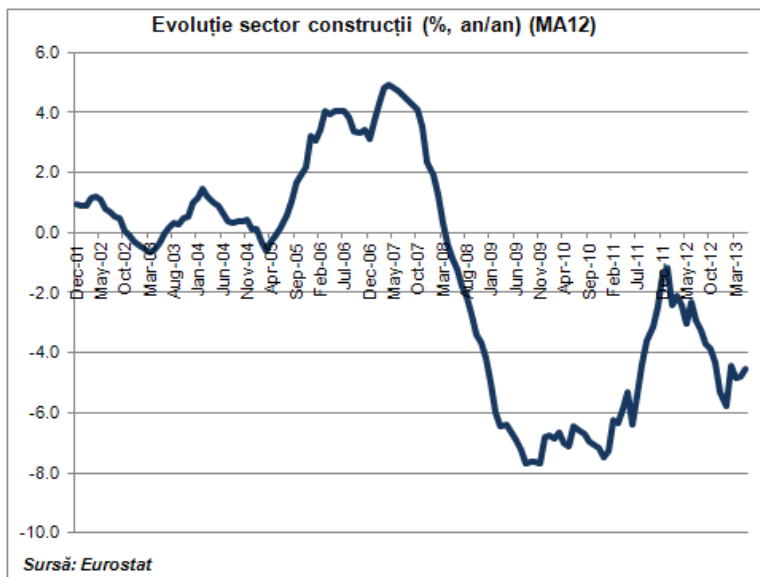
Cu toate acestea, producția industrială s-a contractat în luna mai cu 0,3% mom, evoluție influențată de deteriorarea temporară a climatului macro-financiar global (cu impact pentru deciziile investiționale ale companiilor: producția de bunuri de capital și producția de bunuri de consum îndelungat au scăzut cu 1,5% mom, respectiv 2,3% mom). Raportat la mai 2012 producția industrială a consemnat un declin de 1,3%. Se poate nota însă, în graficul alăturat, faptul că industria regiunii pare să fi atins punctul de inflexiune în primele luni din acest an.



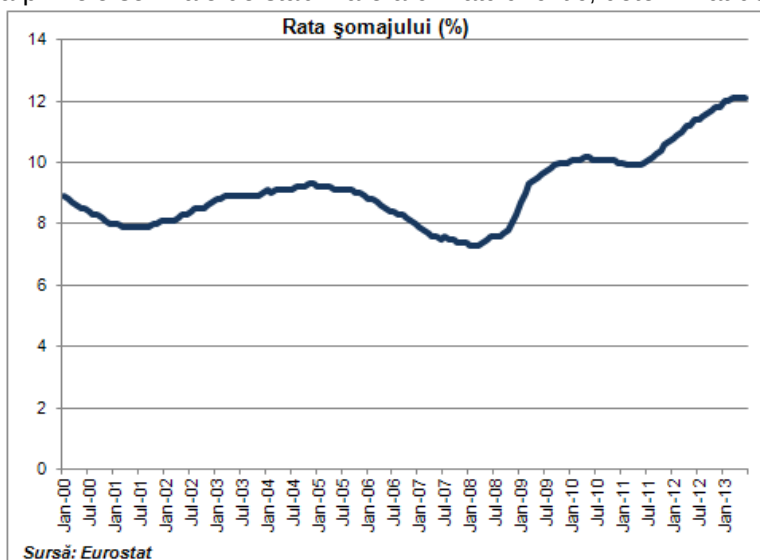
Pe de altă parte, sectorul de servicii a continuat să se contracte în iulie, însă ritmul de declin s-a temperat. Indicatorul PMI a crescut la 49,6 p. (de la 48,3 p. în iunie), apropiindu-se de pragul care separă recesiunea de expansiune (50 p.). Se remarcă din nou Germania, unde sectorul de servicii a accelerat în iulie (52,5 p., în creștere de la 50,4 p. în iunie).

Astfel, indicatorul PMI Compozit a revenit în iulie în teritoriu care semnaleză creștere economică (nivel de 50,4 p. – nivelul maxim din ultimele 18 luni, în creștere de la 48,7 p. în iunie).

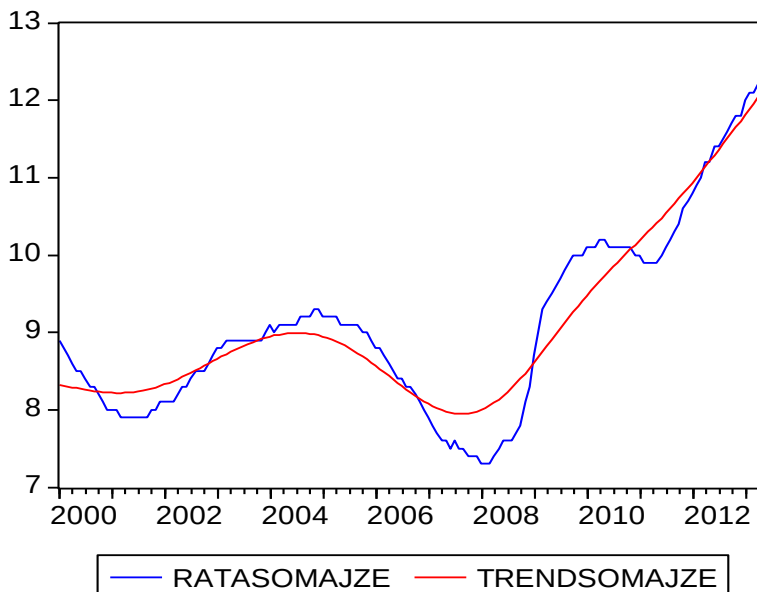
Cu toate acestea, climatul persistă contracționist îndeosebi în sfera sectoarelor intensive în capital. Spre exemplu, sectorul de construcții a scăzut cu 0,3% mom (5,1% an/an) în mai, situându-se în apropiere de nivelul minim al ultimelor decenii.



În sfera pieței forței de muncă am asistat la primele semnale de stabilizare a climatului critic, determinat de impactul nefavorabil al valurilor Marii Recesiuni asupra deciziilor investiționale din sectorul privat. Numărul de șomeri s-a redus cu 24 mii mom în iunie, la 19,266 milioane. Rata șomajului a stagnat la 12,1% - nivelul maxim din ultimele decenii. Cel mai ridicat nivel al șomajului se înregistrează în rândul tinerilor (sub 25 de ani): 23,9%. Aceste evoluții confirmă scenariul de stabilizare macroeconomică a regiunii (inflexiune a economiei de la recesiune la cvasistagnare). Țările din flancul sudic sunt cele mai afectate de flagelul șomajului (de altfel, acestea au fost puternic decapitalizate în ultimii ani): Cipru (17,3%), Portugalia (17,4%), Spania (26,3%), Grecia (26,9%, date pentru luna aprilie). Pe de altă parte, Austria și Germania consemnau cele mai reduse rate ale șomajului: 4,6%, respectiv 5,4%.



Atrag, în continuare, atenția cu privire la faptul că acest nivel al șomajului este determinat, în principal, de componenta structurală (cum de altfel, se poate nota în figura alăturată), pentru diminuarea acestuia fiind necesare investiții ambițioase în economia reală și implementarea unor noi reforme structurale.

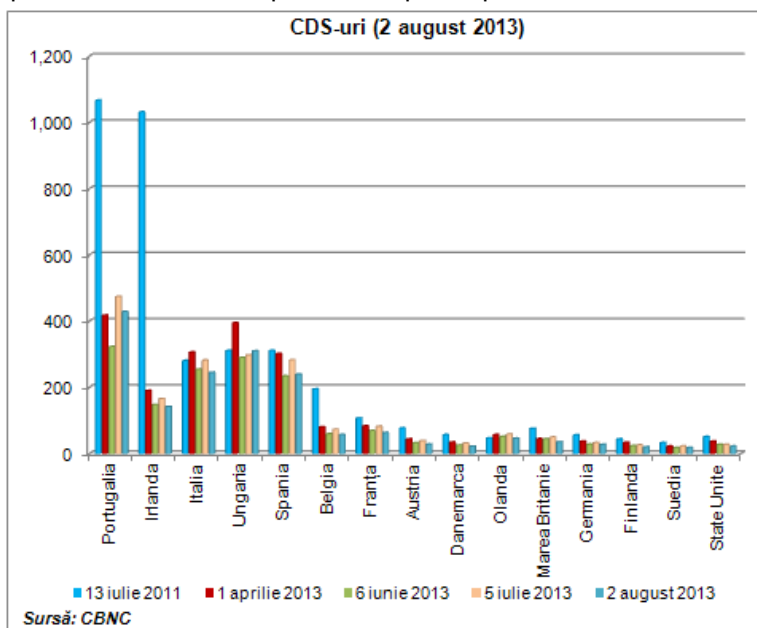


Scenariul central 3 – 6 luni

Indicatorii macroeconomici comunicați pe parcursul ultimelor săptămâni exprimă premise de inflexiune a economiei regiunii (de la contracție la stagnare și, ulterior, relansare la un ritm foarte lent) la jumătatea anului curent. Menționez în acest context următoarele aspecte: ameliorarea indicatorilor de sentiment (spre exemplu, încrederea consumatorilor); revenirea în teritoriu pozitiv a industriei prelucrătoare în luna iulie; declinul numărului de șomeri în luna iunie.

Totodată, în perioada recentă am asistat la ameliorarea percepției de risc pe piețele financiare internaționale

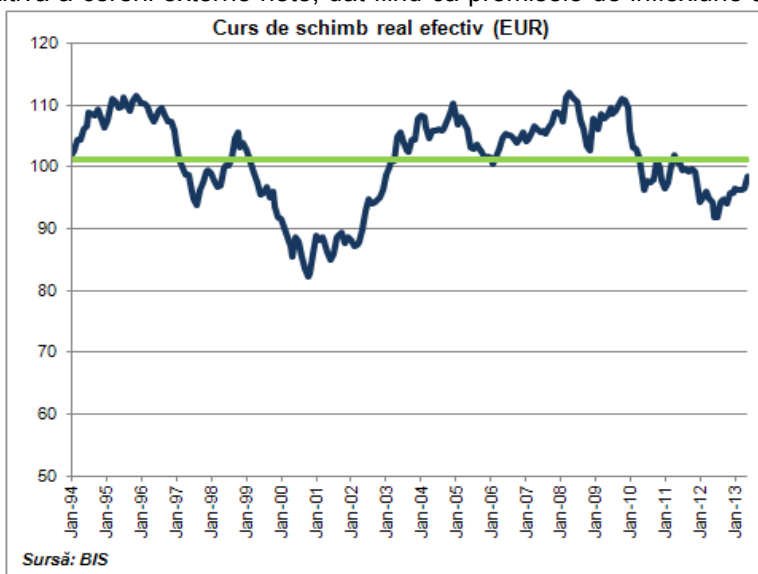
(indicii americani și indicele german DAX au atins noi maxime istorice), evoluție determinată de evenimentele din sfera politicilor economice în principalele regiuni ale globului: în Statele Unite FED a semnalat că nu se grăbește cu demararea procesului de normalizare a politicii monetare; în Zona Euro Banca Centrală Europeană a reiterat că va menține atitudinea de politică monetară pentru o perioadă mai lungă; nu în ultimul rând, autoritățile de la Beijing s-au angajat să implementeze politici menite să contribuie la o evoluție a economiei Chinei la un ritm superior nivelului de 7% an/an.



În acest context, am modificat scenariul central de previziune macroeconomică pe termen scurt pentru Zona Euro. Conform noului scenariu, PIB-ul regiunii ar urma să evolueze în intervalul (-0,75% : 0,25%) an/an în următoarele 3-6 luni. Date fiind însă perspectivele de evoluție sub potențial pe termen scurt pentru economia regiunii am decis păstrarea intervalului de previziune pentru rata șomajului la (12% : 12,5%).

În cadrul acestui scenariu mă aștept la atenuarea divergenței între evoluția cererii externe nete și evoluția cererii interne. Practic, impulsul pozitiv din sfera cererii externe se va propaga la nivelul investițiilor private, contribuind astfel, la stabilizarea cererii interne după contracția ultimelor trimestre.

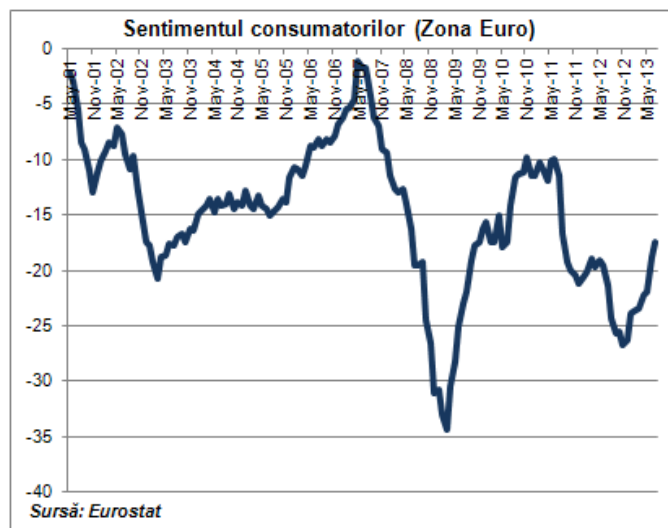
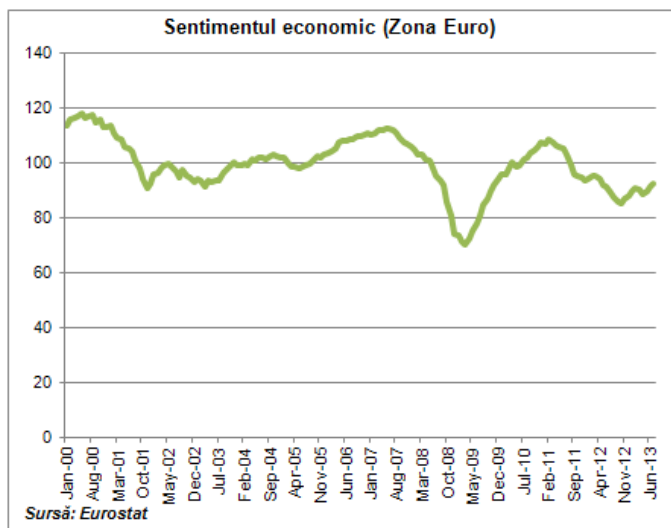
În continuare mă aștept la o dinamică pozitivă a cererii externe nete, dat fiind că premisele de inflexiune a economiei mondiale la jumătatea anului curent și câștigurile de competitivitate internațională la nivelul unor economii vor contrabalansa impactul aprecierii cursului real efectiv al EUR (în medie cu 1,6% an/an în primul semestru din 2013 și cu 7% în perioada iulie 2012 – iunie 2013).



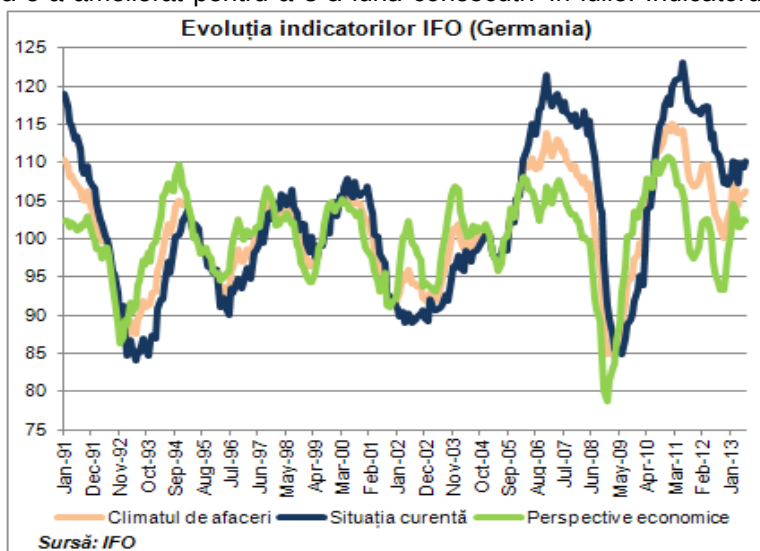
În sfera cererii interne, scenariul se axează pe o stabilizare și relansare graduală a investițiilor private, evoluție susținută de: expansionismul monetar

fără precedent va determina reducerea fragmentării transmisiei politicii monetare; sentimentul pozitiv din piețele financiare determină o atenuare a percepției riscului investițional în economia reală; totodată, procesul de consolidare bugetară poate genera efecte de **crowding in** (de altfel, primele de risc ale principalelor state din regiune au consemnat scăderi importante pe parcursul ultimelor săptămâni).

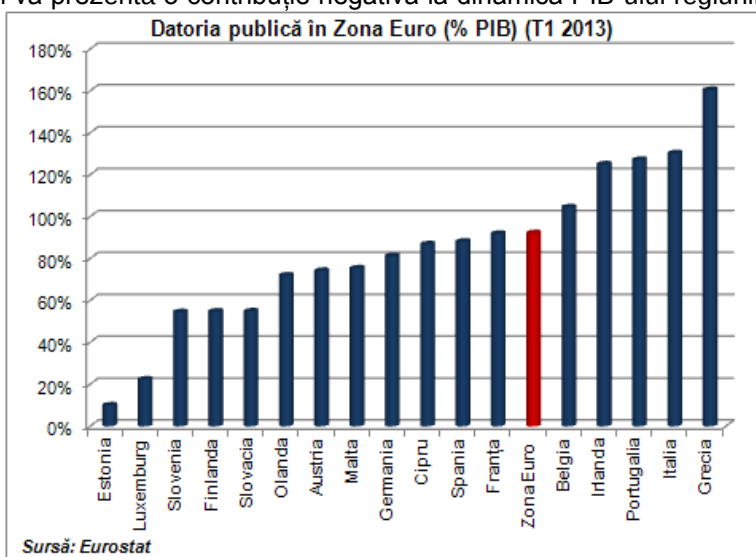
Acest scenariu de stabilizare și ameliorare graduală a investițiilor este reflectat și de evoluțiile recente ale indicatorilor avansați comunicați recent de Comisia Europeană: indicatorul care comensurează sentimentul economic a crescut la 92,5 p. în iulie – nivelul maxim din primăvara anului 2012, remarcându-se dinamica indicatorului din sectorul de servicii (în urcare la -7,8 p., de la -9,6 p. în iunie). Relansarea investițiilor va determina o stabilizare și ameliorare graduală a consumului privat (principala componentă a PIB), scenariu susținut și de dinamica indicatorului de sentiment (la nivel de consumator), calculat de Comisia Europeană (creștere pentru a 8-a lună consecutiv în iulie).



Totodată, climatul de afaceri din Germania s-a ameliorat pentru a 3-a lună consecutiv în iulie. Indicatorul calculat de **Centrul de Cercetare Economică IFO** a crescut la 106,2 p., de la un nivel de 105,9 p. în luna iunie. Componenta situația curentă a crescut la 110,1 p. (de la 109,4 p. în iunie). Pe de altă parte, componenta perspective de evoluție pentru următoarele luni a scăzut ușor, la 102,4 p. (de la 102,5 p.), evoluție care exprimă premise de creștere anemică pe termen scurt pentru prima economie a Europei.



Pe de altă parte, consumul guvernamental va prezenta o contribuție negativă la dinamica PIB-ului regiunii, date fiind premisele de continuare a consolidării bugetare (proces important pentru reducerea nivelului record al datoriei publice în Zona Euro). În trimestrul I al anului curent datoria publică se situa la 8,8 trilioane EUR (echivalentul a 92,2% din PIB), în creștere cu 1,7% qoq (4,9% an/an), dinamica determinată de persistența efectului de bulgăre de zăpadă în sfera economiilor cele mai afectate de problema datoriilor suverane. Statele cu



cea mai amplă dinamică a datoriei publice (ca procent în PIB) în trimestrul I au fost: Irlanda (+7,7 p.p. la 125,1% din PIB), Belgia (+4,7 p.p. la 104,5% din PIB), Spania (+4 p.p., la 88,2% din PIB), Malta (+3,8 p.p. la 75,4% din PIB), Grecia (+3,7 p.p. la 160,5% din PIB), Portugalia (+3,5 p.p. la 127,2% din PIB), Italia (+3,4 p.p. la 130,3% din PIB). Pe de altă parte, datoria publică a Germaniei s-a redus la 2,15 trilioane EUR (echivalentul a 81,2% din PIB).

Riscuri

Se mențin o serie de factori de risc asociați scenariului central de previziune pentru Zona Euro:

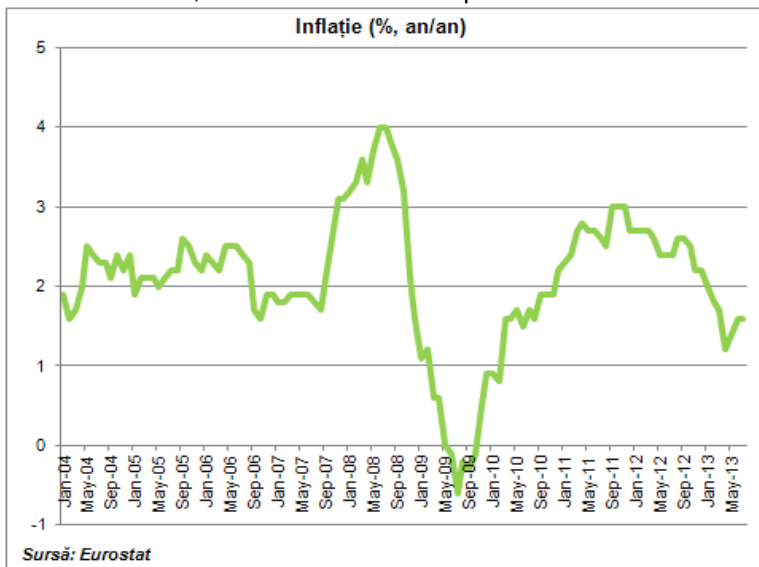
1. Incertitudinile din plan macro-financiar mondial cu impact pentru evoluția cererii externe, dar și a climatului investițional în regiune;
2. Preocupările cu privire la viitorul Uniunii Monetare Europene;
3. Persistența unui climat dificil în sfera creditării bancare (creditul neguvernamental s-a contractat pentru a 14-a lună consecutiv în iunie, cu 1,6% an/an);
4. Persistența și intensificarea divergenței economice între statele membre ale Uniunii Monetare;
5. Preocupările cu privire la rezultatul alegerilor din Germania și viitorul politicilor economice în prima economie a Europei;
6. Întârzierea implementării reformelor structurale, cu impact nefavorabil pentru potențialul economic;
7. Riscurile din plan politic cu impact nefavorabil pentru procesul de consolidare bugetară, îndeosebi în statele din flancul sudic al regiunii.

Inflația și politica monetară

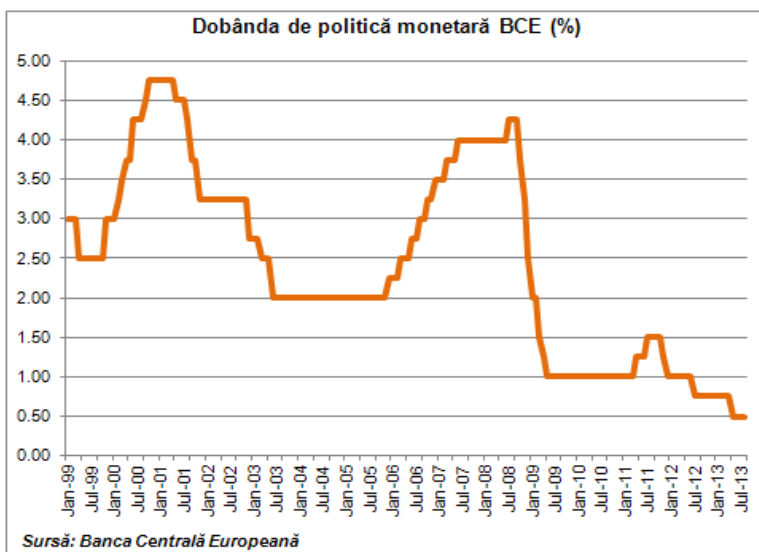
Prețurile de consum au crescut cu 1,6% an/an în iulie, conform estimărilor preliminare ale Eurostat.

Această evoluție a fost determinată, în principal, de componenta alimente, alcool și tutun (majorare cu 3,5% an/an). Totodată, componenta energetică a crescut cu 1,6% an/an, în timp ce componenta servicii a consemnat un avans de 1,4% an/an. Excluzând componentele volatile, prețurile de consum au crescut cu 1,1% an/an, în decelerare comparativ cu ritmul de 1,2% an/an din luna iunie.

Inflația continuă să se mențină sub pragul țintă al Băncii Centrale Europene (2% an/an), evoluție determinată, în principal, de deficitul de cerere (evoluția economiei la un ritm sub potențial) (fapt confirmat de nivelul redus al componentei core), precum și de absența unor șocuri importante de partea ofertei agregate.



La ședința de politică monetară din august Banca Centrală Europeană a menținut dobânda de referință la nivelul minim istoric de 0,5%, decizie în linie cu estimările pieței. În cadrul Conferinței de Presă organizată după această ședință, Președintele BCE, M. Draghi a subliniat faptul că dobânda de referință se va menține la un nivel foarte scăzut pentru o perioadă mai lungă (existând posibilitatea unor noi reduceri, deși în cadrul acestei ședințe nu a fost



discutată o astfel de posibilitate), pentru a contribui la refacerea climatului din sfera creditării (sectorul bancar a fost puternic afectat de valurile Marii Recesiuni). În acest context Guvernatorul a atenționat cu privire la faptul că semnalele emise de piețe pentru evoluția dobânzilor (în direcția creșterii) nu vor fi validate de deciziile pe care BCE le va adopta pe termen scurt. În cadrul conferinței Mario Draghi a subliniat semnalele de stabilizare macroeconomică a regiunii (care se apropie de inflexiune): vârful de criză pare să fi fost depășit în Zona Euro („... **tentatively confirm the expectation of a stabilisation in economic activity** ...”). Cu toate acestea, se mențin factori de risc care pot determina o evoluție nefavorabilă a economiei pe termen scurt (comparativ cu scenariul central al BCE, care prevede

o relansare graduală începând cu a doua jumătate a anului curent). Referitor la prețurile de consum, Draghi a menționat că anticipațiile inflaționiste sunt ferm ancorate în linie cu obiectivul BCE, din perspectiva termenului mediu-lung. Nu în ultimul rând, Guvernatorul a menționat faptul că entitatea studiază problema publicării stenogramelor de la ședințele de politică monetară (o decizie în acest sens putând să fie luată în toamna acestui an).

Scenariul central 3 – 6 luni

Pe termen scurt nu mă aștept la modificări de atitudine ale Băncii Centrale Europene, date fiind semnalele de stabilizare a economiei Zonei Euro și menținerea inflației sub ținta băncii centrale. Subliniez faptul că implementarea unor noi măsuri monetare convenționale și neconvenționale este dependentă de reintensificarea factorilor de risc, externi și interni. Probabilitatea unor astfel de măsuri va fi ridicată, dacă pe piețele internaționale de capital vom asista la modificarea tendinței (din ascendentă în descendentă), sau în statele europene vom asista la intensificarea riscurilor sociale și politice.

ROMÂNIA

Activitatea economică și piața forței de muncă

Conform estimărilor finale ale Institutului Național de Statistică economia internă a crescut cu 0,6% qoq (2,2% an/an) în primul trimestru din 2013. Pe de o parte, se remarcă dinamica cererii externe nete, cu o contribuție de +4,4 p.p. an/an la ritmul de formare a PIB. Pe de altă parte, cererea internă a continuat să se

contracte, având o contribuție de -2,2 p.p. an/an la dinamica PIB-ului în primele trei luni ale anului.

Performanța cererii externe nete a fost determinată de dinamica exporturilor (avans de 9,1% an/an), determinată de accelerarea investițiilor în perioada T3 2011-T3 2012. Pe de altă parte, importurile s-au contractat cu 0,1% an/an.

În sfera cererii interne, atrag atenția cu

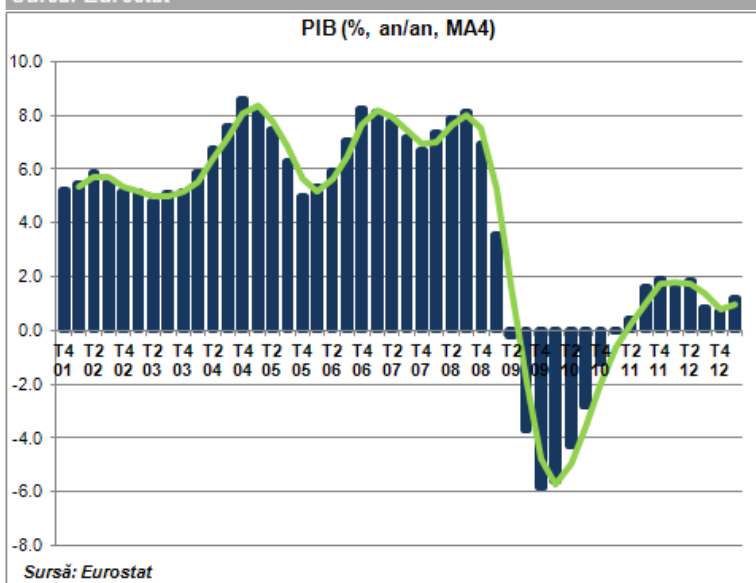
privire la contracția severă a investițiilor, expresie a faptului că economia internă continuă să resimtă consecințele valurilor Marii Recesiuni: seceta de capital prelungită, deteriorarea potențialului economic. Formarea brută de capital s-a contractat cu 11,6% an/an, pe fondul declinului investițiilor (cu 5,4% an/an), dar și al stocurilor.

Totodată, principala componentă a PIB (consumul privat) a scăzut cu 0,3% an/an, expresie a procesului a climatului dificil din piața forței de muncă și din piața creditului, sau a persistenței inflației la un nivel ridicat (peste 5% an/an).

Nu în ultimul rând, consumul colectiv al administrațiilor publice a consemnat un declin de 0,3% an/an, în timp ce consumul individual public s-a contractat cu 0,1% an/an, în contextul continuării procesului de consolidare bugetară.

Structura PIB (%)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Consum privat	73%	76%	78%	75%	75%	75%	75%
Consum guvernamental	15%	15%	14%	16%	15%	15%	15%
Formarea brută de capital	27%	33%	32%	26%	26%	28%	28%
Exporturi	34%	34%	35%	35%	40%	43%	41%
Importuri	49%	59%	59%	50%	57%	61%	60%

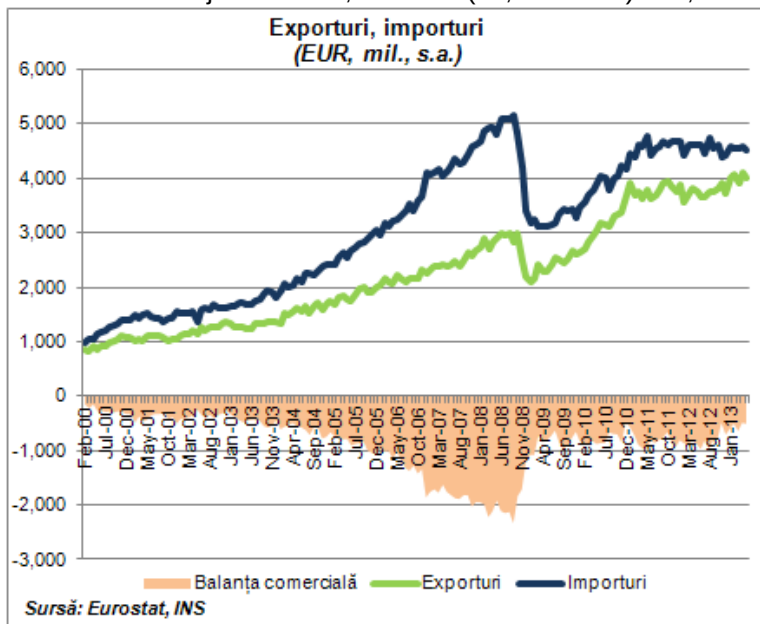
Sursă: Eurostat



În analiza evoluției componentelor ofertei agregate, pe de o parte, se remarcă dinamica industriei (creștere cu 2,6% an/an), a sectorului de construcții (avans de 1,6% an/an) și a serviciilor de comerț, transport și HORECA (ritm de creștere de 3,2% an/an). De asemenea, serviciile imobiliare și IT&C au crescut cu 2,6% an/an, respectiv 8,8% an/an. Pe de altă parte, sectorul primar s-a contractat cu 8% an/an.

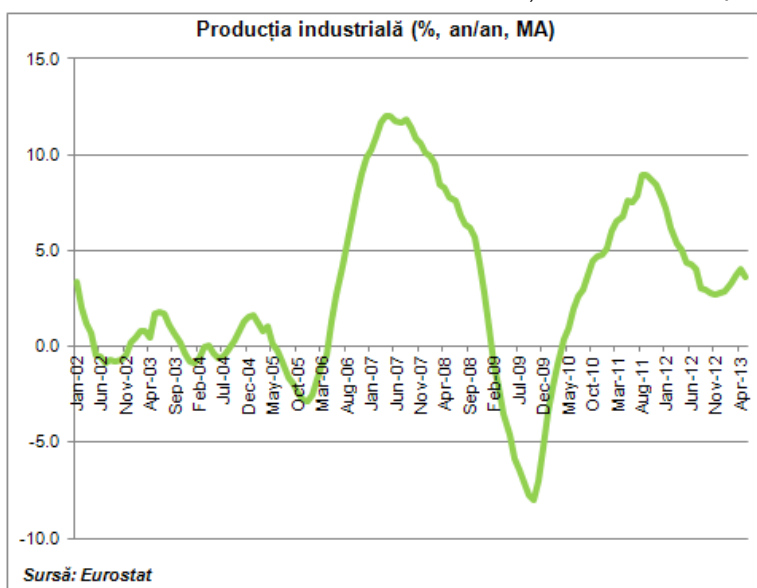
Indicatorii macroeconomici comunicați în perioada recentă au consemnat evoluții mixte, confirmându-se scenariul central de previziune de la Raportul din luna iunie. Pe de o parte, se menține divergența între cererea externă netă și cererea internă. Pe de altă parte, economia internă a resimțit în trimestrul II intensificarea factorilor de risc pe plan extern (volatilitatea din piețele financiare internaționale și noi ieșiri de capital din sfera economiilor emergente și de frontieră). Deocamdată impactul evoluțiilor financiare externe pare limitat, însă o reintensificare a factorilor de risc pe mapamond ar putea determina amânarea pentru o perioadă mai lungă a deciziilor investiționale în economia reală.

La nivelul cererii externe, deficitul balanței comerciale s-a ajustat cu 18,6% mom (51,6% an/an) la 0,5 mld. EUR în mai. Pe de o parte, exporturile au scăzut cu 1,6% mom, la 4 mld. EUR, evoluție determinată de contracția vânzărilor către țările membre ale Uniunii Europene (cu 3,3% mom, la 2,8 mld. EUR), parțial contrabalansată de majorarea vânzărilor către statele din afara UE (cu 2,4% mom, la 1,2 mld. EUR). Pe de altă parte, importurile s-au contractat cu 3,8% mom, până la 4,5 mld. EUR, evoluție determinată de contracția componentei UE (cu 6,7% mom, până la 3,5 mld. EUR) (componenta non-EU a crescut cu 6,9% mom, până la 1,1 mld. EUR).



În primele cinci luni ale anului exporturile au crescut cu 5,7% an/an, la 19,7 mld. EUR, remarcându-se dinamica vânzărilor către țările non-UE (avans de 8,2% an/an, la 5,8 mld. EUR). De asemenea, exporturile către țările UE au crescut cu 4,7% an/an, până la 13,9 mld. EUR. Pe de altă parte, importurile s-au contractat cu 1,9% an/an, la 21,9 mld. EUR, evoluție determinată de scăderea componentei non-UE (cu 15,8% an/an, la 5,1 mld. EUR), parțial contrabalansată de majorarea componentei UE (cu 3,2% an/an, la 16,8 mld. EUR). Astfel, deficitul balanței comerciale s-a diminuat cu 40,5% an/an, la 2,2 mld. EUR.

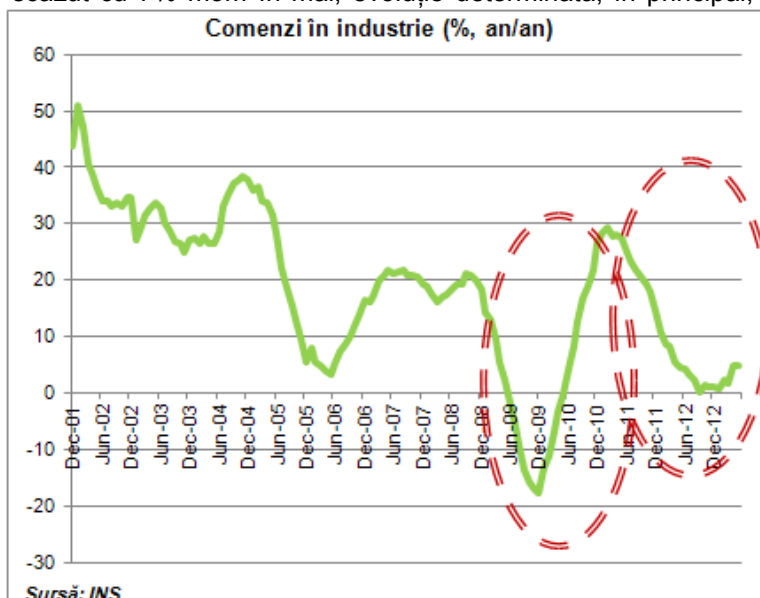
Scăderea exporturilor și intensificarea factorilor de risc extern în luna mai au fost resimțite de industrie, prin prisma dependenței economiei interne de mecanismul exporturi / investiții în industria prelucrătoare. Producția industrială a consemnat un declin sever în mai, 10,7% mom (2,1% an/an) (ramura prelucrătoare s-a contractat cu 14,2% mom). Atrag atenția cu privire la declinul sever al producției de bunuri de capital (cu 19,2% mom) și bunuri intermediare (cu 13% mom), expresie a intensificării factorilor de risc macro-financiar pe mapamond, cu implicații imediate pentru economiile mici, cu un grad ridicat de deschidere.



În primele 5 luni ale anului producția industrială a crescut cu 6,1% an/an, dinamica componentelor prelucrătoare (avans de 7,8% an/an) și extractivă (6,8% an/an) contrabalansând declinul componentei utilității (cu 6,9% an/an). Se remarcă evoluția componentelor bunuri de consum îndelungat (+12,9% an/an) și bunuri de capital (+10,8% an/an).

Totodată, comenzile noi în industrie au scăzut cu 7% mom în mai, evoluție determinată, în principal, de componenta bunuri de capital (declin de 10% mom) (expresie a deteriorării climatului macro-financiar internațional în primăvara acestui an). Comparativ cu mai 2012 comenzile noi în industrie au crescut cu 6,2%, pe fondul dinamicii componentei bunuri de capital (avans de 20,3% an/an).

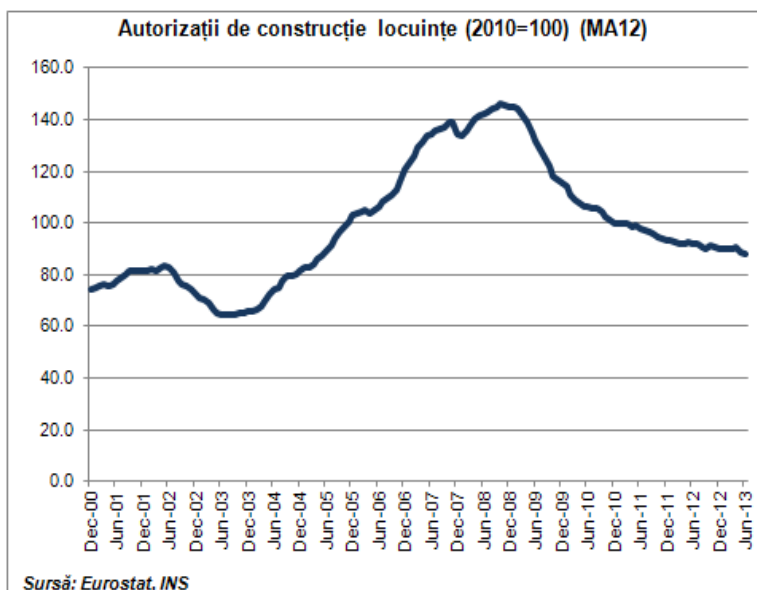
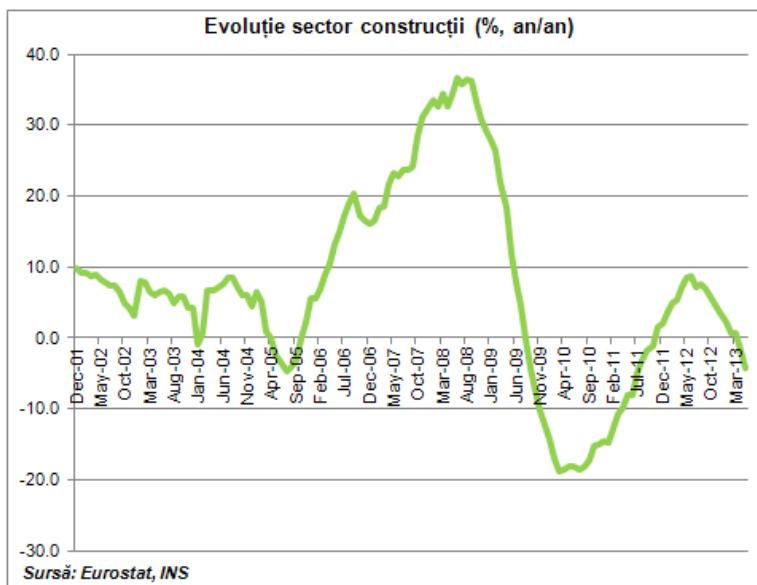
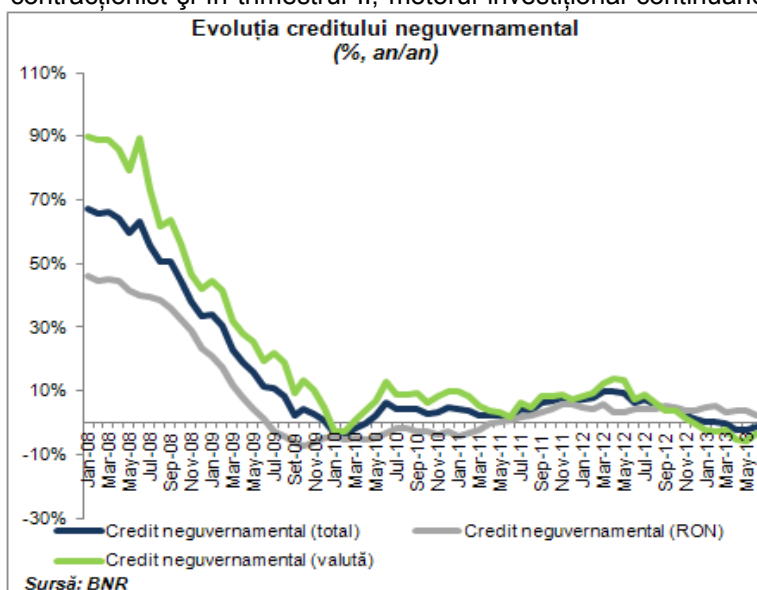
La cinci luni comenzile în industrie au consemnat o creștere de 8,5% an/an, remarcându-se dinamica comenzilor de bunuri de capital (avans de 21,1% an/an).



În sfera cererii interne a persistat climatul contracționist și în trimestrul II, motorul investițional continuând să resimtă procesul de dezintermediere financiară (privată și publică), dar și alte consecințe ale valurilor crizei (problemele structurale, printre care menționez potențialul economic sau deficitul de finanțare). Spre exemplu, creditul neguvernamental a scăzut pentru a 4-a lună consecutiv în iunie, cu 1,3% an/an. Totodată, la finele primului semestru sectorul bancar intern se confrunta cu un deficit de finanțare de aproximativ 3,5% din PIB (diferența între creditul neguvernamental și depozitele neguvernamentale se situa la 22 mld. RON, în creștere comparativ cu nivelul de 19,8 mld. RON consemnat în luna mai).

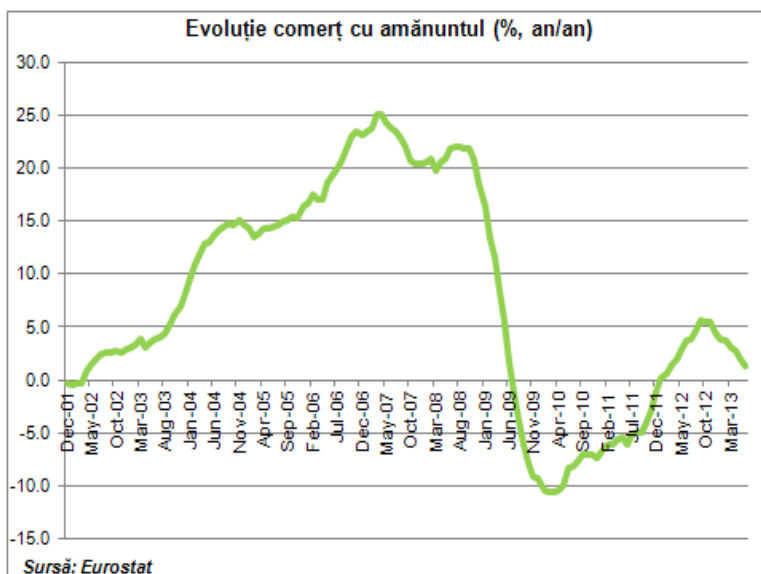
Astfel, sectorul de construcții (intensiv în capital și forță de muncă) și-a continuat declinul în mai (8,9% an/an), evoluție determinată, în principal, de componenta construcții noi (scădere cu 19,6% an/an). În primele cinci luni din 2013 sectorul de construcții a consemnat o scădere de 7,2% an/an, componenta construcții noi contractându-se cu 17,5% an/an.

Totodată, tendința se menține descendentă și pentru autorizațiile de construcții clădiri rezidențiale (scădere cu 9,2% an/an în iunie). În prima jumătate a anului numărul autorizațiilor de construcții clădiri rezidențiale s-a diminuat cu 4,5% an/an, evoluție care exprimă premise de continuare a unui



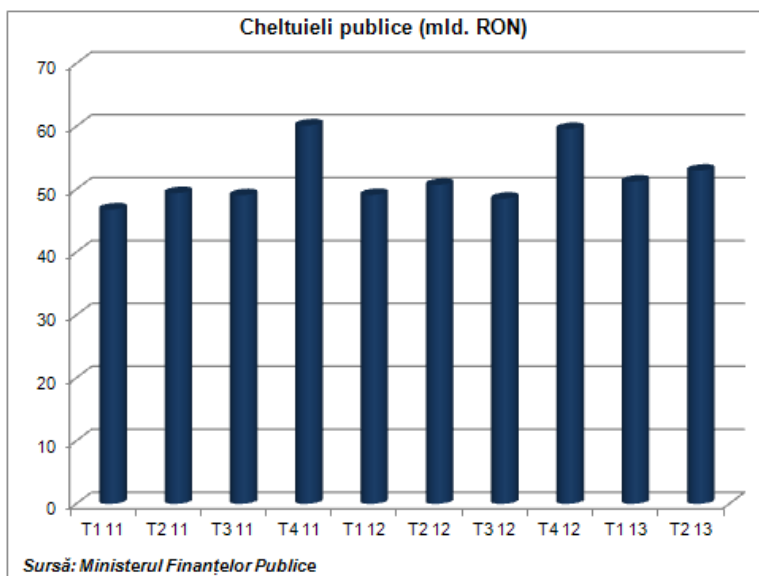
climat dificil în sfera construcțiilor private pe termen scurt.

Comerțul cu amănuntul (variabilă proxy pentru consumul privat – principala componentă a PIB) a scăzut pentru a doua lună consecutiv în iunie, cu 4,2% an/an, expresie a persistenței unui climat dificil în sfera cererii interne (în contextul inflației ridicate din prima jumătate a anului curent, a blocajului creditării, dar și a deteriorării condițiilor din piața forței de muncă). Această evoluție a fost determinată de contracția vânzărilor de carburanți (cu 9,7% an/an, fapt care exprimă că investițiile au evoluat nefavorabil și în trimestrul II al anului curent), dar și a vânzărilor de bunuri alimentare (cu 3,8% an/an). De asemenea, vânzările de bunuri ne-alimentare au scăzut, însă cu un ritm de doar 0,7% an/an.

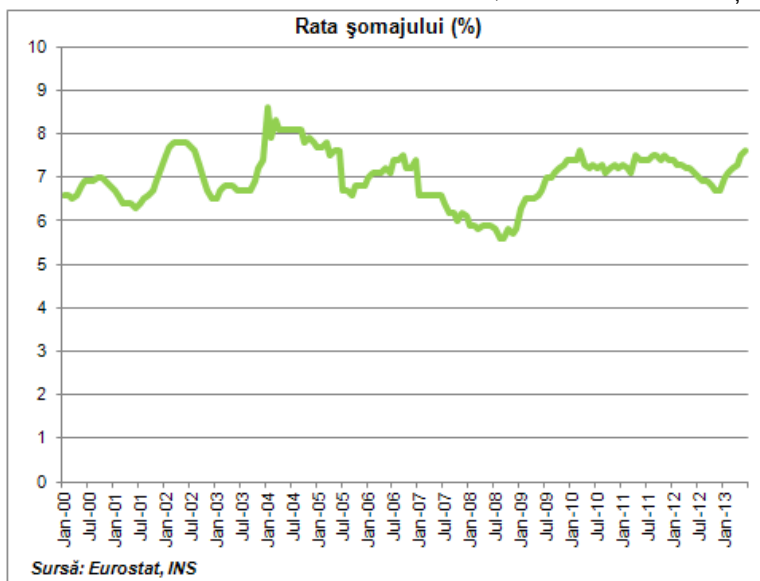


În primul semestru al anului comerțul cu amănuntul s-a contractat cu 1,1% an/an, pe fondul declinului vânzărilor de carburanți cu 6,5% an/an. Pe de altă parte, vânzările de bunuri ne-alimentare și cele de bunuri alimentare au crescut cu 1,2% an/an, respectiv 0,2% an/an.

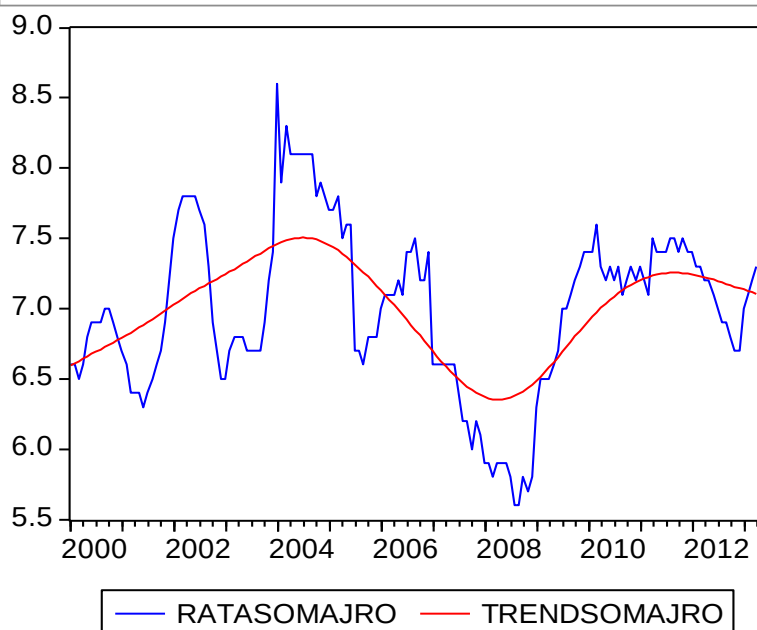
Nu în ultimul rând, consumul guvernamental a scăzut cu 1,1% an/an (date ajustate de inflație) în primul semestru, expresie a continuării consolidării bugetare. În termeni nominali consumul public a crescut cu 4,3% an/an la 104,2 mld. RON (16,7% din PIB) în primele 6 luni ale anului, evoluție determinată, în principal, de dinamica salariilor aparatului bugetar (avans de 18% an/an). În semestrul I România a înregistrat un deficit bugetar de 6,63 mld. RON (1,06% din PIB, în atenuare de la 1,16% din PIB – nivel consemnat în semestrul I din 2012).



În sfera pieței forței de muncă condițiile au continuat să se deterioreze în iunie, în contextul evoluției nefavorabile a investițiilor în economie, dar și a procesului de restructurare a sectorului public. Numărul de șomeri s-a majorat cu 16 mii, la 736 mii în iunie, nivelul maxim din ultimii ani. Rata șomajului a crescut la 7,6% - cel mai ridicat nivel din luna martie 2010. Evoluția climatului din piața forței de muncă în iunie a confirmat scenariul central de previziune de la Raportul Macroeconomic emis în urmă cu câteva săptămâni. În continuare atrag atenția



cu privire la faptul că nivelul actual al șomajului este de natură structurală (după cum se poate nota în graficul alăturat), fiind necesare investiții importante în economie, dar și continuarea reformelor structurale pentru atenuarea acestuia.



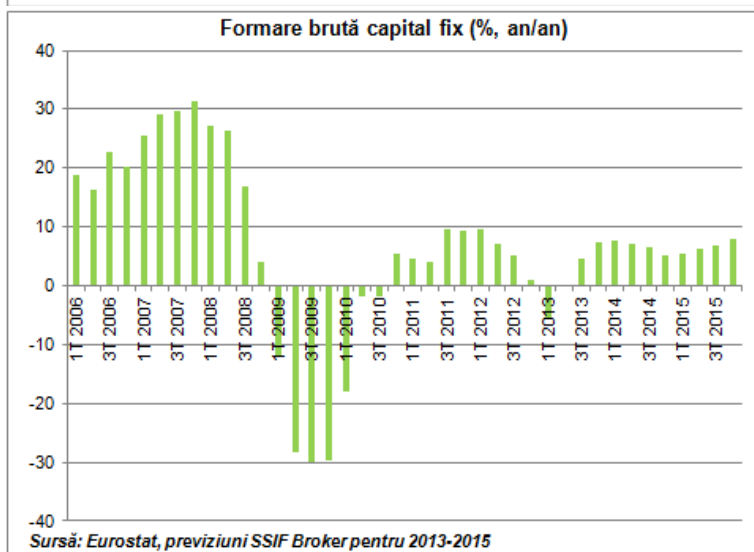
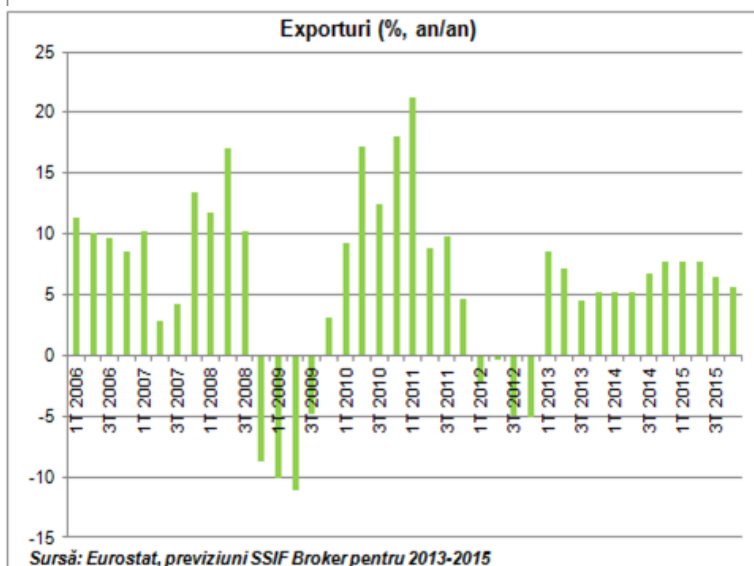
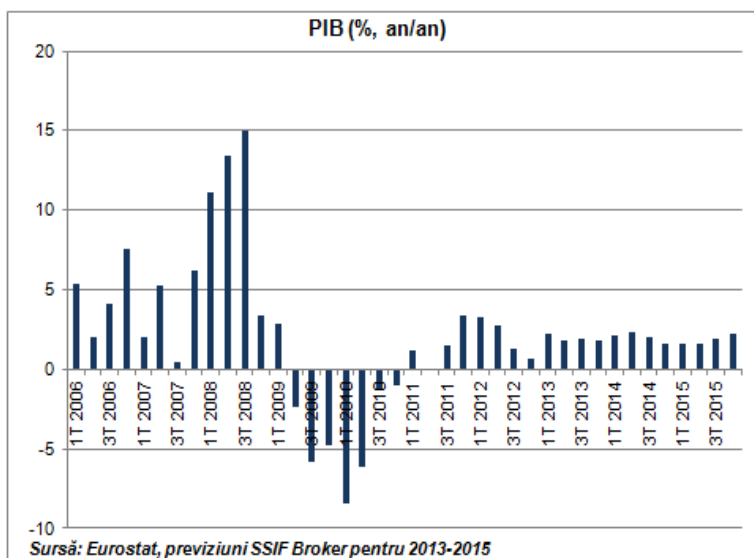
Scenariul central 3 – 6 luni

Având în vedere evoluția recentă a indicatorilor macroeconomici am decis să nu modific scenariul central de previziune macroeconomică pentru economia internă elaborat în cadrul Raportului Macroeconomic din luna iunie.

Conform acestui scenariu central, PIB-ul României ar putea consemna un avans de 1,8% an/an în 2013, evoluție determinată, în principal, de cererea externă netă. Pentru exporturi previzionez un avans de 6,4% an/an, evoluție susținută de scenariul de stabilitate și inflexiune a economiei Zonei Euro (principalul partener economic), dar și de evoluțiile valutare sau materializarea treptată a potențialului de export către state din afara Uniunii Europene. În acest scenariu macroeconomic, importurile vor crește cu doar 2,1% an/an.

Impulsul cererii externe coroborat cu atingerea unui nivel de macro-stabilitate financiară (fragil, dar în limita

confortabilității) și cu inițierea unui nou ciclu de reducere a dobânzii de referință sunt factori care exprimă premise de relansare graduală a investițiilor private în a doua jumătate a anului curent. După evoluțiile recente nefavorabile din ultima perioadă, formarea brută de capital fix ar urma să înregistreze un avans de 1,7% an/an în 2013.

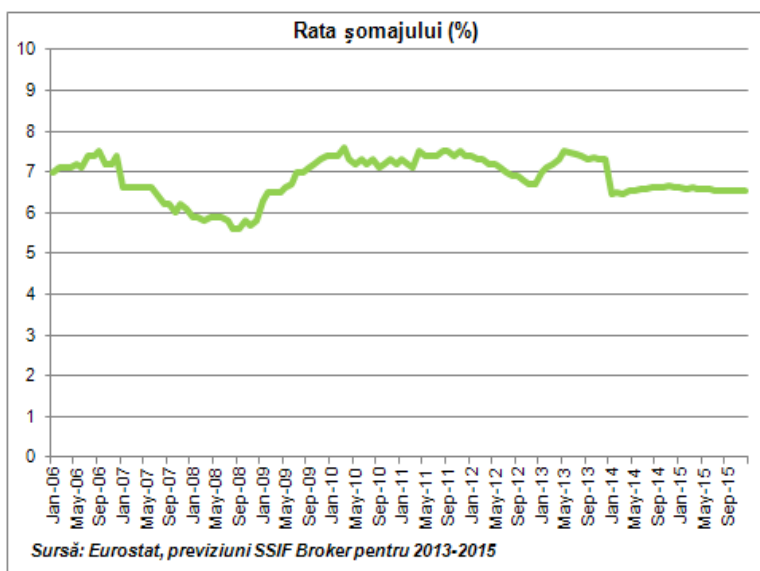


În ceea ce privește cererea internă, mă aștept la persistența unui climat dificil în 2013, pe fondul procesului de dezintermediere financiară (atât în sectorul privat, dar și în sectorul public), a secetei de capital cu care se confruntă economia internă, a inflației ridicate (din primul semestru), a nivelului mare al șomajului structural, precum și a întârzierilor reformelor structurale.

Astfel, pentru consumul privat (principala componentă a PIB) previzionez un avans de doar 0,3% an/an în 2013. Practic, după contracția din primul semestru al anului consumul privat ar urma să accelereze în semestrul II.

Totodată, consumul guvernamental ar urma să se diminueze cu 1,4% an/an, evoluție determinată de continuarea procesului de consolidare bugetară (în linie cu prevederile Compactului Fiscal), dar și de întârzierea reformelor structurale necesare pentru a permite o colectare mai eficientă la bugetul de stat. Cu toate acestea, subliniez faptul că România a ieșit din procedura de deficit excesiv, costul finanțării statului a reintrat recent pe tendința descendentă, iar autoritățile au încheiat negocierile pentru un nou acord Stand-By cu instituțiile financiare internaționale (4 mld. EUR pentru o perioadă de 2 ani). Acești factori ar putea determina o stabilizare a consumului public în ultimele luni din acest an.

Referitor la piața forței de muncă, evoluția cererii interne la un ritm sub potențial va determina o deteriorare a climatului laboral în 2013. Conform scenariului macroeconomic central rata șomajului ar putea crește de la 7% în 2012 la 7,3% în 2013.

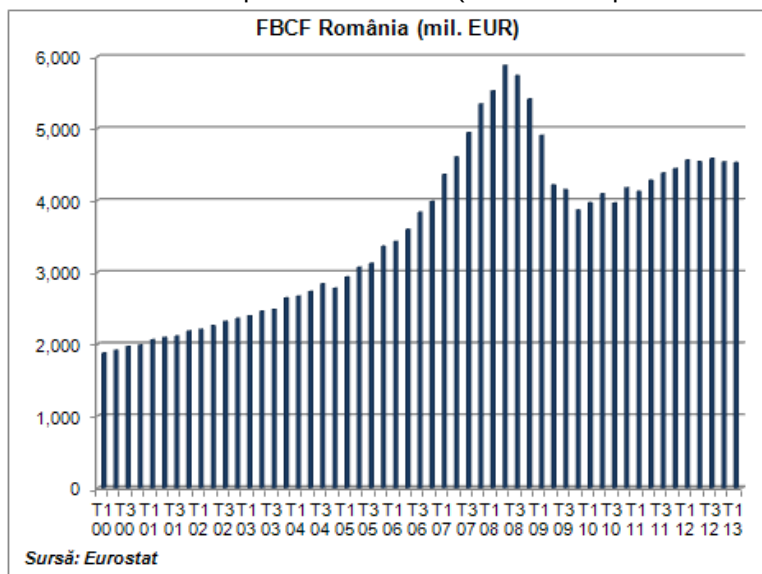


Riscuri

Atrag atenția cu privire la faptul că se mențin o serie de factori de risc, care ar putea determina evoluții macro-financiare pe plan intern în afara scenariului central de previziune:

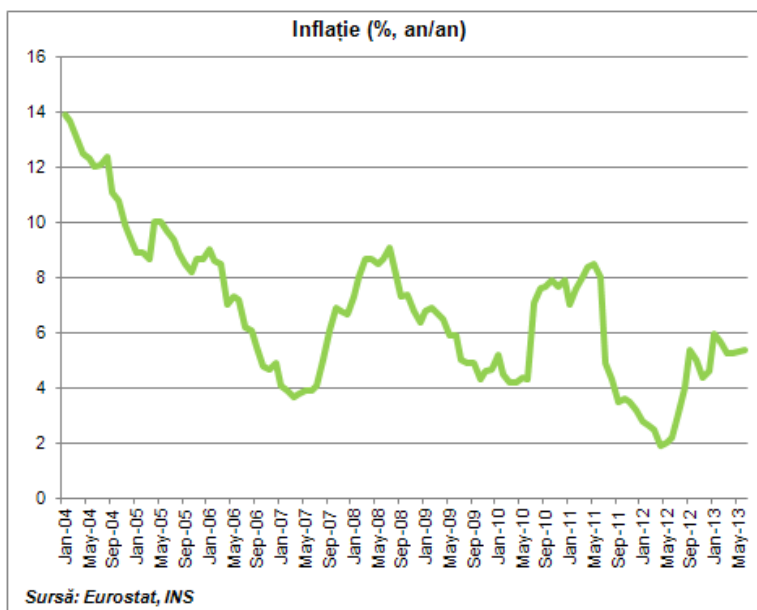
1. Evoluțiile din plan macro-financiar internațional (mix-ul de politici economice din Statele Unite, provocările cu care se confruntă Zona Euro), o nouă perioadă de volatilitate pe piețele financiare internaționale urmând să influențeze nefavorabil mersul economiei interne (care se menține, în continuare, dependentă de finanțarea externă);
2. Riscul de neîndeplinire a condiționalităților impuse în cadrul noului acord de tip **Stand-By** cu Instituțiile Financiare Internaționale (spre exemplu, tergiversări în continuarea reformelor structurale);
3. Prelungirea secetei de capital pe plan intern;

4. Persistența fragmentării în mecanismul de transmisie a politicii monetare (în contextul problemelor cu care se confruntă sectorul bancar intern), cu impact nefavorabil pentru planurile investiționale ale sectorului privat;
5. Posibilitatea persistenței inflației la un nivel ridicat (date fiind angajamentele pentru prețurile bunurilor administrate);
6. Deprecierea capitalului uman;
7. Riscurile de ordin politic.

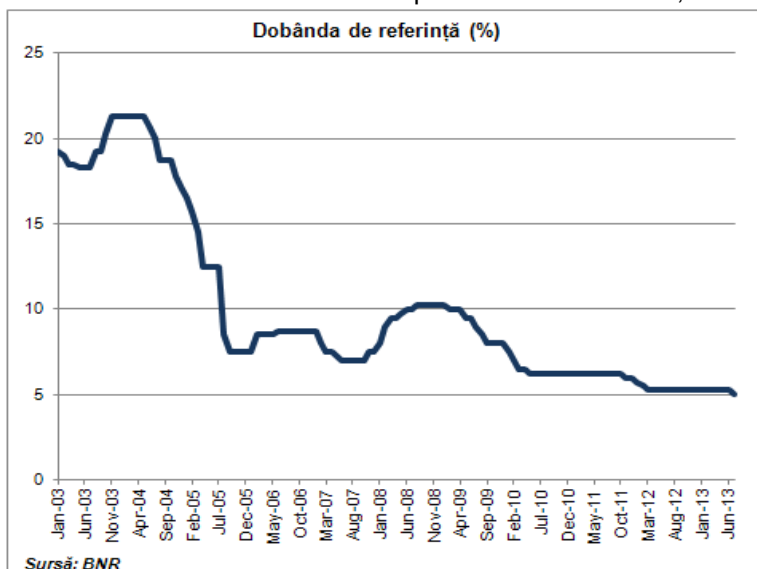


Inflația și politica monetară

În iunie prețurile de consum au stagnat (mom), declinul componentei alimentare (cu 0,7% mom) fiind contrabalansat de majorarea componentelor bunuri nealimentare (cu 0,3% mom) și servicii (cu 0,9% mom). Componenta core (non-volatilă) a crescut cu 0,35% mom. Comparativ cu iunie 2012 inflația s-a situat la 5,37%, în accelerare ușoară raportat la mai (5,32% an/an): prețurile la alimente au crescut cu 5,76% an/an, în timp ce prețurile la mărfuri nealimentare și la servicii s-au majorat cu 5,84% an/an, respectiv 3,53% an/an. În primul semestru al anului inflația s-a situat la 5,48% an/an, confirmând scenariul central de previziunile de la Rapoartele Macroeconomice.



La ședința de politică monetară din iulie banca centrală a redus dobânda de politică monetară cu 0,25% la 5%, cel mai redus nivel din perioada post-decembristă. Pe de altă parte, Banca Națională a României a menținut ratele rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor instituțiilor de credit la 15% (pentru RON), respectiv 20% (pentru valută). Deciziile de politică monetară nu au surprins scenariul central de previziune.



Conform comunicatului Ședinței de politică monetară inflația va intra în intervalul țintă al BNR (+/- 2,5% an/an)

în a doua jumătate a anului curent (începând cu lunile septembrie/octombrie). De altfel, inflația CORE2 a decelerat în ultimele luni, de la 3,25% an/an în decembrie la 2,66% an/an în mai. Cu toate acestea, banca centrală atrage atenția cu privire la persistența riscurilor pentru evoluția inflației pe termen scurt: volatilitatea fluxurilor de capital, persistența rigidităților structurale în economia internă.

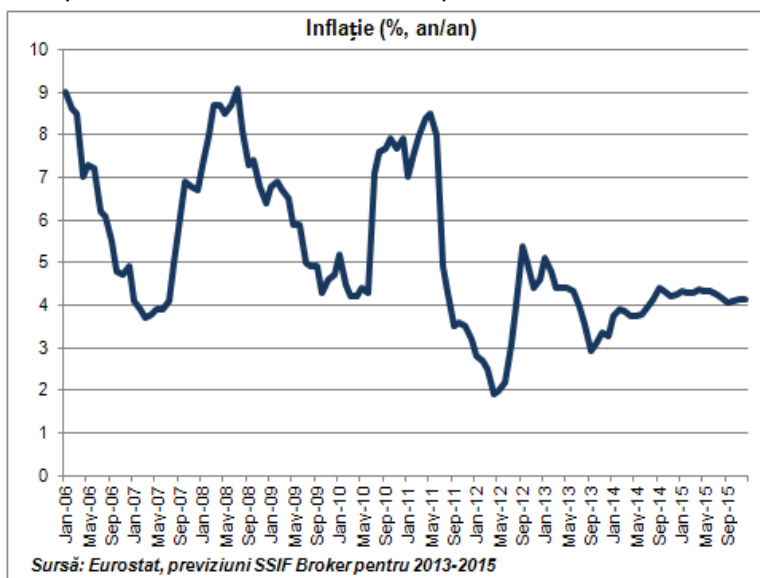
În ceea ce privește activitatea economică, Banca Națională remarcă dinamica cererii externe cu efecte de spill-over în prima jumătate a anului. Pe de altă parte, banca centrală subliniază climatul dificil din sfera creditării, dar și intensificarea volatilității pe piața valutară (în mai și iunie).

Date fiind cele de mai sus, BNR este pregătită pentru noi reduceri ale dobânzii de politică monetară în a doua jumătate a anului curent, însă concretizarea acestora este dependentă de evoluțiile climatului macro-financiar extern și intern: „...**BNR va monitoriza atent evoluțiile interne și ale mediului economic internațional, astfel încât, prin ajustarea treptată a conduitei politicii monetare și utilizarea adecvată a instrumentelor de care dispune, să asigure stabilitatea prețurilor pe termen mediu și stabilitatea financiară ...**”.

În cadrul Briefing-ului de Presă Guvernatorul Isărescu s-a referit la previziunile de decelerare a inflației în a doua jumătate a anului curent, dar a accentuat și importanța încheierii unui nou acord cu instituțiile financiare internaționale (important pentru conservarea stabilității macro-financiare și pentru continuitatea reformelor structurale).

Scenariul central

Pentru inflație am menținut scenariul central de previziune elaborat în cadrul Raportului Macroeconomic din iulie: presiunile inflaționiste vor decelera în a doua jumătate a anului curent, inflația urmând să înregistreze un minim local de 2,9% an/an în septembrie (pe măsura incorporării recoltei agricole) (considerând Indicele Armonizat al Prețurilor de Consum). Ulterior, inflația ar putea accelera la 3,3% an/an în decembrie. Astfel, per ansamblu, pentru 2013 previzionez o inflație medie de 4% an/an, în accelerare de la 3,4% an/an în 2012.

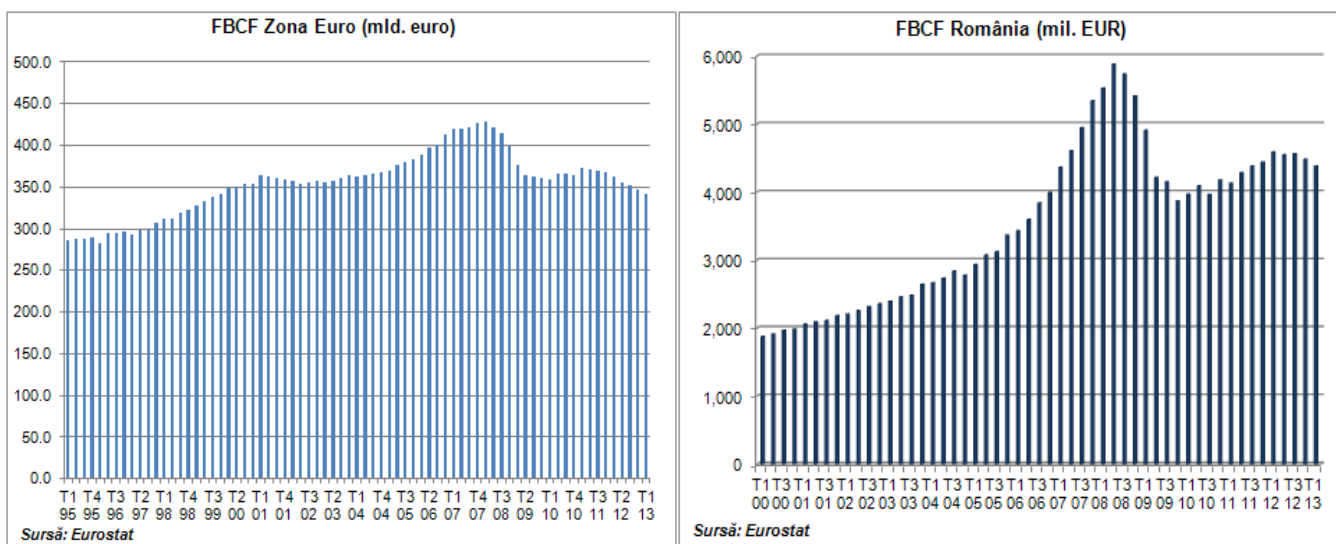


În ceea ce privește deciziile de politică monetară, BNR ar putea reduce dobânda de referință cu 0,25% de două ori în ultimele 3 ședințe de politică monetară programate pentru acest an: date fiind evoluțiile recente ale indicatorilor macro-financiar externi și interni este ridicată probabilitatea unei astfel de decizii la ședința din luna august. De altfel, în cadrul ședinței de politică monetară din luna mai banca centrală a semnalat că este pregătită să reducă dobânda de politică monetară până la 4,25% în primăvara anului viitor. Cu toate acestea, cadența acestor decizii este determinată de evoluția perspectivelor cu privire la stabilitatea prețurilor și la stabilitatea financiară.

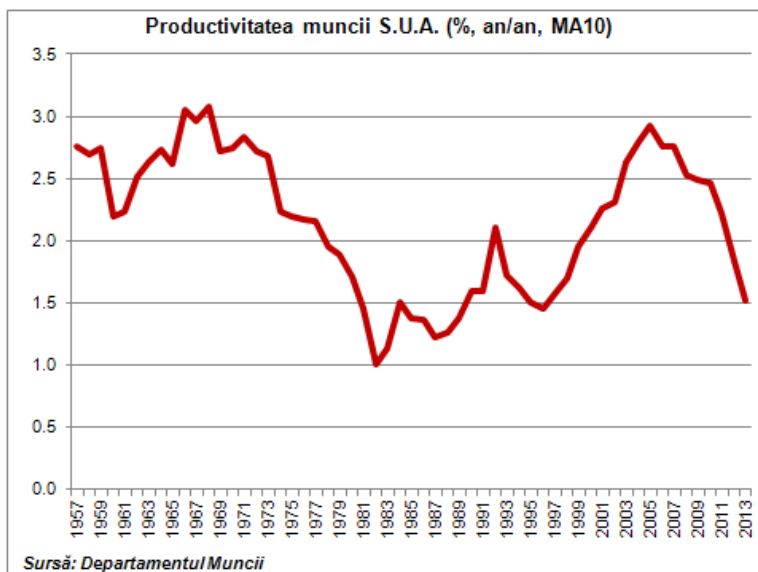
POTENȚIALUL ECONOMIEI ROMÂNIEI

Valurile Marii Recesiuni au readus în prim plan problemele structurale cu care se confruntă atât economiile dezvoltate, dar și statele emergente și în dezvoltare. Mă refer, în primul rând, la potențialul economic, o variabilă macroeconomică abstractă, care reflectă ritmul de evoluție a unei economii când factorii de producție sunt utilizați la capacitate.

Încă din perioada primului val al celei mai severe crize economico-financiare mondiale din ultimele decenii (când am asistat la fenomenul de „sudden stop” în sfera fluxurilor financiare internaționale) s-a putut observa o contracție severă și prelungită a investițiilor în economia reală, cele mai afectate economii fiind cele cu un nivel ridicat al dezechilibrelor macroeconomice (acumulate în perioada anterioară crizei) și puternic dependente de finanțarea din exterior. Spre exemplu, în prezent, formarea brută de capital fix se situează în Zona Euro la nivelul minim din 1999, în timp ce pe plan intern acest indicator consemna în trimestrul I al anului un nivel cu 25% sub maximul înregistrat în 2008 (după cum se poate nota în graficele de mai jos).



Evoluția nefavorabilă a investițiilor în economia reală în ultimii ani a influențat condițiile din piața forței de muncă (atât la nivelul cererii, dar și la nivelul ofertei). Șomajul a crescut către valori record în perioada crizei, evoluție determinată, în principal, de componenta structurală. Astfel, am asistat la fenomenul de depreciere a capitalului uman, cu impact nefavorabil pentru productivitatea muncii (exemplul cel mai elocvent îl reprezintă



economia americană) (graficul de mai sus).

Potențialul economic constituie o variabilă macroeconomică fundamentală, relevantă atât din perspectiva piețelor financiare (prin intermediul deciziilor autorităților responsabile cu implementarea politicilor macroeconomice), dar și pentru procesul de dezvoltare (convergență/progres) a unei economii.

În primul rând, ritmul de evoluție potențial este luat în considerare în cadrul deciziilor de politică monetară ale băncilor centrale. În calibrarea politicilor monetare băncile centrale acordă atenție nu doar inflației, dar și evoluției deviației PIB (output gap) (diferența între ritmul PIB și ritmul PIB potențial).

În al doilea rând, potențialul economic este important în analiza stadiului de dezvoltare a unei economii. Spre exemplu, un ritm ridicat de evoluție a PIB-ului potențial poate exprima un proces de convergență a unei economii către stadiul de maturitate. Pe de altă parte, un ritm redus de evoluție a PIB potențial poate atrage atenția cu privire la importanța implementării unor măsuri de politică economică care să stimuleze oferta agregată.

În continuare voi analiza evoluția PIB-ului potențial în România în perioada 1998-2012. Literatura pe teme macro-econometrice distinge o serie de metode utilizate pentru estimarea potențialului economic: pe de o parte, metodologia Cobb-Douglas; pe de altă parte, utilizarea directă a filtrelor econometrice pe seriile de date PIB.

În cadrul acestei analize am utilizat baza de date Eurostat, software-ul econometric E-Views și am aplicat o metodă similară cu cea agreată de Comisia Europeană, pornind de la funcția clasică de producție Cobb-Douglas:

$$Y = L^\alpha \times K^{1-\alpha} \times TFP \quad ,$$

relație în care Y , L , K , TFP și α reprezintă PIB-ul, factorul muncă, stocul de capital, productivitatea totală a factorilor și elasticitatea factorului muncă. Logaritmând această relație, se obține:

$$Y_t = \alpha \times L_t + (1 - \alpha) \times K_t + TFP_t \quad ,$$

în care Y_t , L_t , K_t și TFP_t reprezintă ritmurile de evoluție a PIB, a factorului muncă, a stocului de capital și a productivității totale a factorilor de producție.

Ritmul de evoluție a PIB potențial poate fi exprimat astfel:

$$Y_t^* = \alpha \times L_t^* + (1 - \alpha) \times K_t + TFP_t^* \quad ,$$

relație în care Y_t^* , L_t^* și TFP_t^* reprezintă componenta structurală pentru ritmurile de evoluție a PIB, a factorului muncă și a productivității totale a factorilor. Această componentă structurală (tendință) a fost estimată prin aplicarea filtrului econometric Hodrick-Prescott.

Am considerat factorul muncă (L) pe baza relației: $L = \text{forța de muncă} \times \text{rata de participare a populației active} \times (1 - \text{rata șomajului}) \times \text{numărul mediu de ore lucrate}$.

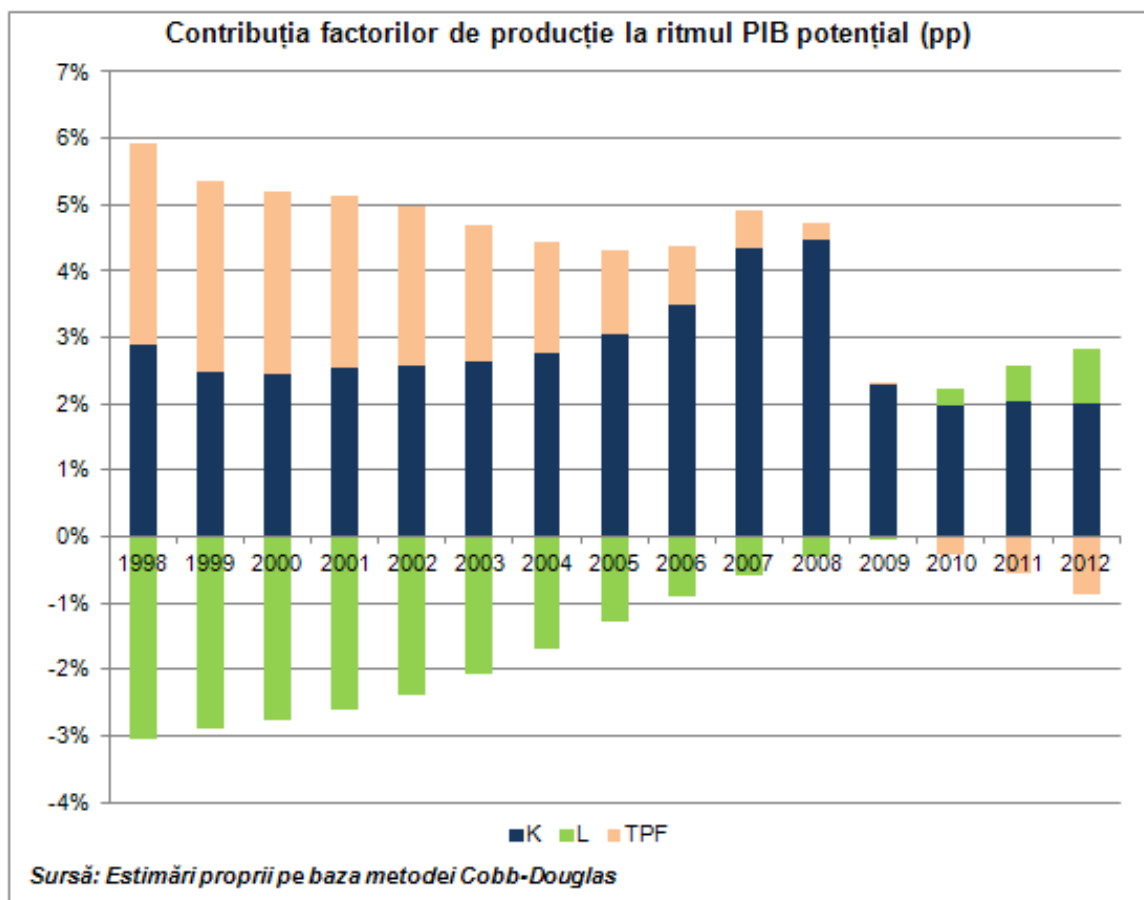
Pentru stocul de capital am aplicat metoda perpetuității: $K_t = K_{t-1} \times (1-d) + FBCF_t$, relație în care K_t reprezintă stocul de capital din anul t , d – rata de depreciere și $FBCF_t$ – formarea brută de capital fix din anul t . În cadrul analizei am luat în considerare stocul de capital din 1995 din România, așa cum a fost estimat în lucrarea elaborată de Derbyshire et al. (2010). Pentru rata anuală de depreciere am considerat un nivel de 5%.

Variabilele PIB, factorul muncă și stocul de capital sunt observabile, sau se pot calcula ușor pornind de la indicatori statistici comunicați de Eurostat. Principala problemă din cadrul acestei analize constă în estimarea componentei structurale a productivității totale a factorilor de producție. Pentru aceasta, am aplicat din nou filtrul econometric Hodrick-Prescott pe seria TFP_t , determinată pornind de la relația de mai jos:

$$TFP_t = Y_t - \alpha \times L_t - (1 - \alpha) \times K_t.$$

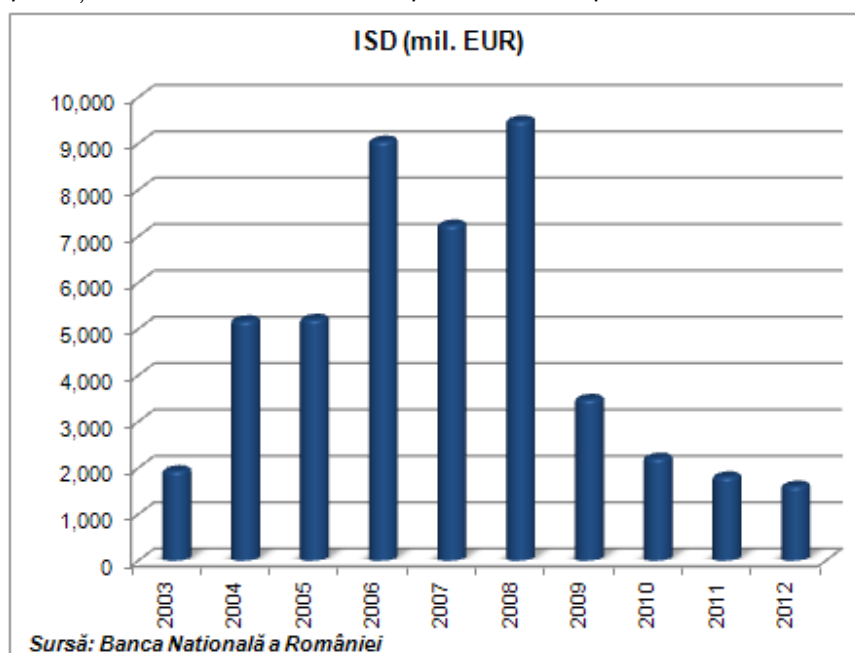
În cadrul analizei am utilizat un parametru $\alpha = 0,65$ (elasticitatea factorului muncă), nivel considerat și în estimările Comisiei Europene și, foarte apropiat, de nivelul determinat de Academicianul Dobrescu (2006, 2009). În accepțiunea Comisiei Europene, acest parametru este definit ca ponderea salariilor în PIB în țările Uniunii Europene în ultimele decenii (lucrarea semnată de D'Auria, et al. (2010)).

Rezultatele estimărilor elaborate sunt prezentate în graficul de mai jos. După cum se poate nota în acest grafic, ritmul potențial de evoluție a economiei interne se situează în prezent la aproximativ 2% an/an, cel mai redus nivel din perioada analizată (1998 – 2012). Pentru o analiză mai profundă a acestor rezultate voi distinge două perioade: 2000 – 2008 (perioada primului ciclu de economie de piață de după cel de-Al Doilea Război Mondial); respectiv 2009 – 2012 (perioada de la declanșarea Marii Recesiuni până în prezent).



În continuare voi analiza dinamica potențialului economiei interne în primul interval, perioada 2000 – 2008.

După cum se poate nota în graficul alăturat, ritmul de evoluție a PIB potențial a accelerat de la 2,4% an/an în 2000 la 4,5% an/an în 2008 (cel mai ridicat nivel din ultimele decenii). Această evoluție a fost determinată, în principal, de componenta stocul de capital, a cărei contribuție la formarea PIB potențial a crescut de la 2,4 p.p. în anul 2000 la 4,5 p.p în 2008. Practic, în această perioadă economia internă a fost inundată de fluxuri străine de capital, evoluție determinată de o serie de factori: ajustarea macroeconomică după programul cu FMI



implementat la finalul anilor 1990; perspectivele de aderare la structurile euro-atlantice (confirmate în 2004, respectiv 2007); liberalizarea contului de capital; potențialul de export și de consum privat (după un îndelungat proces de tranziție); existența unor obiective economice importante care urmau să fie privatizate. Conform datelor Eurostat, formarea brută de capital fix a crescut cu un ritm mediu anual de 15% în perioada 2000 – 2008 (doar din investiții străine directe au intrat în România peste 38 miliarde EUR între 2003 și 2008, conform datelor BNR).

De asemenea, componenta productivitatea totală a factorilor de producție a contribuit pozitiv la dinamica ritmului potențial în această perioadă, în medie cu 1,6 p.p. pe an. Cu toate acestea, contribuția acestui element a decelerat, de la 2,7 p.p. în 2000 la doar 0,3 p.p. în 2008. Această evoluție poate reflecta două aspecte: pe de o parte, procesul de restructurare a economiei (determinat de intrările masive de capital străin) nu a fost acompaniat de implementarea reformelor structurale, menite să flexibilizeze piețele de bunuri și servicii, dar și piața forței de muncă; pe de altă parte, o serie de investiții în economia internă în perioada premergătoare crizei au fost direcționate către sectoare care nu sunt expuse concurenței internaționale (non-tradables). Spre exemplu, investițiile masive în construcții, imobiliar, financiar-bancar au contribuit doar la acumularea de dezechilibre macroeconomice, fără a avea o contribuție pozitivă la potențialul economic.

Pe de altă parte, contribuția factorului muncă la dinamica PIB potențial în perioada 2000 – 2008 a fost negativă, în medie -1,6 p.p. pe an, evoluție determinată de restructurarea economiei (majoritatea companiilor importante ale statului au fost privatizate), dar și de accelerarea fluxurilor de migrație a populației active. Cu toate acestea, menționez faptul că această contribuție negativă a factorului muncă s-a redus în intensitate (doar -0,3 p.p. în 2008).

Cu alte cuvinte, se poate concluziona că în această perioadă, 2000 – 2008, dinamica capitalului financiar nu a reușit să antreneze capitalul uman și nici productivitatea totală a factorilor de producție.

În ceea ce privește a doua perioadă, 2009 – 2012, se poate observa o deteriorare a potențialului economic pe plan intern. Ritmul de evoluție a PIB potențial s-a atenuat de la 4,5% an/an în 2008 la 2,3% an/an în 2009 și 2% an/an în perioada 2010 – 2012. Această evoluție a fost determinată de resimțirea Marii Recesiuni: fenomenul de sudden stop al fluxurilor financiare internaționale direcționate spre România; criza datoriilor suverane din Europa (principalul partner economic); lipsa capitalului autohton. Spre exemplu, contribuția stocului de capital la dinamica PIB potențial s-a redus de la 4,5 p.p. în 2008 la doar 2,3 p.p. în 2009 și 2 p.p. / an ulterior. Declinul sever al investițiilor în 2009 (formarea brută de capital fix s-a contractat cu 24% an/an) a determinat o evoluție nefavorabilă a productivității totale a factorilor de producție (indicator a cărui contribuție la dinamica PIB potențial a scăzut de la 0,3 p.p. în 2008 la 0 p.p. în 2009). Totodată, prelungirea climatului investițional nefavorabil (cu implicații drastice pentru contextul laboral) a rezultat în intensificarea tendinței de deteriorare a productivității totale a factorilor de producție (contribuție de -0,6 p.p. în 2011 și de -0,9 p.p. în 2012).

Pe de altă parte, contribuția factorului muncă la dinamica PIB potențial s-a stabilizat în 2009 (după 12 ani de evoluție negativă), intrând în teritoriu pozitiv începând cu 2010 (0,2 p.p.), pentru a accelera la 0,8 p.p. în 2012, evoluție susținută și de implementarea unor reforme laborale (Noul Cod al Muncii).

Analiza elaborată permite o serie de concluzii importante pentru procesul de dezvoltare a României pe termen mediu și lung. În primul rând, din 1998 până în prezent capitalul străin a avut rolul de motor al economiei, intrările masive determinând accelerarea potențialului economic (la 4,5% an/an în 2008), însă ieșirile ulterioare nu au putut fi contrabalansate de capitalul autohton. Practic, dinamica economiei interne din perioada 2000 – 2008 nu a reușit să conducă la dezvoltarea sustenabilă a capitalului financiar autohton (acesta nu are nici forța și nici know-how-ul necesare pentru a relansa economia către un nou ciclu economic). Totodată, din 1998 până în prezent nu a fost acordată atenția necesară problemei capitalului uman, nici de către autoritățile responsabile cu implementarea politicilor macroeconomice, nici de către sectorul privat (mă refer aici la programele de long-life learning, la investiția în cercetare/dezvoltare). Doar așa se poate explica faptul că productivitatea totală a factorilor de producție a avut o contribuție în deteriorare la formarea PIB potențial din 1998 până în prezent. De asemenea, munca constituie eterna problemă în economia României, acest factor consemnând evoluții nefavorabile la formarea ritmului PIB potențial inclusiv în perioadele în care intrau în țară peste 10 miliarde EUR / an.

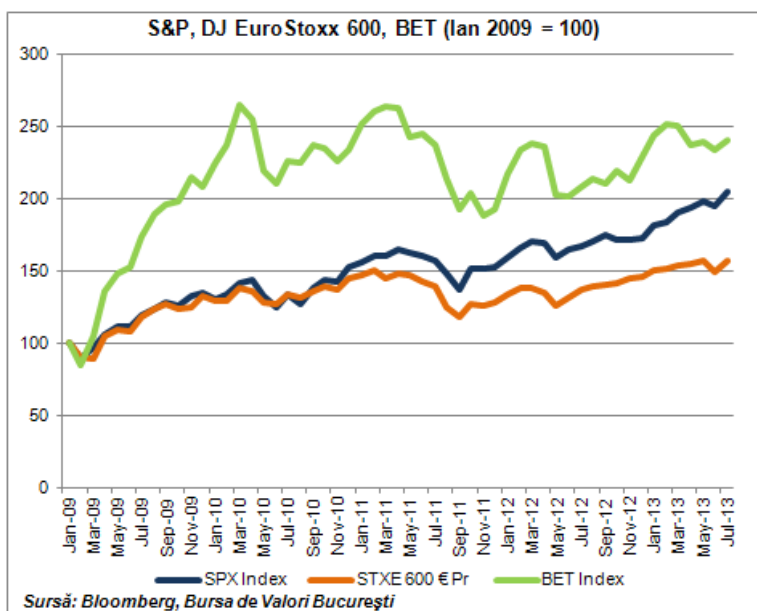
Concluzionând, atrag atenția cu privire la faptul că, în prezent, economia internă se confruntă cu cel mai redus ritm de evoluție a PIB potențial din ultimii 15 ani. Practic, tot câștigul de potențial din perioada premergătoare crizei mondiale a fost anulat ulterior (nu a fost durabil), dată fiind lipsa implementării reformelor structurale. Cu alte cuvinte, se poate spune că primul ciclu de economie de piață din ultimele decenii (2000-2008) a fost unul pierdut pentru România, cel puțin din perspectiva structurală.

Din analiza elaborată se poate desprinde o recomandare pentru autoritățile responsabile cu implementarea politicilor macroeconomice pe plan intern: prioritizarea politicilor care influențează oferta agregată (pentru ameliorarea ritmului potențial); neutralizarea politicilor economice de partea cererii agregate.

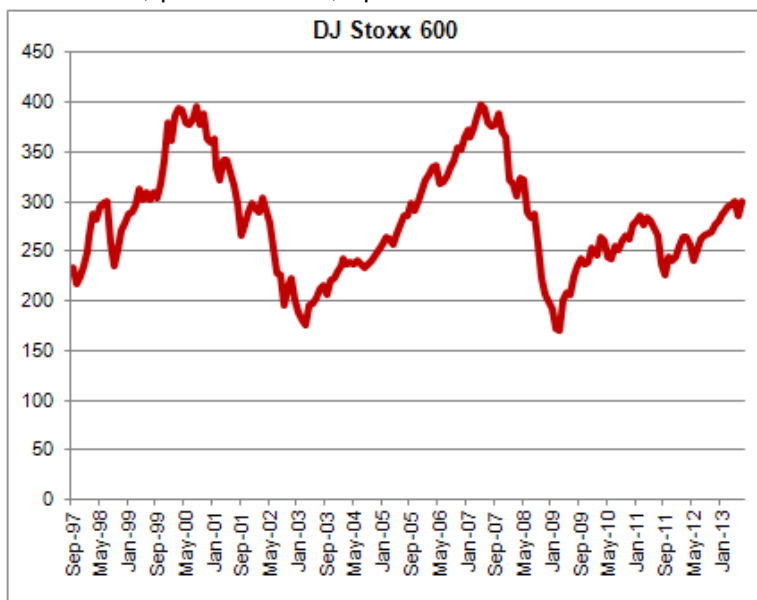
Piețele financiare

Evoluții recente

Piețele internaționale de acțiuni au revenit pe creștere în iulie (după două luni de declin), evoluție susținută de o serie de factori, printre care menționez: semnalele emise de Rezerva Federală (banca centrală din Statele Unite pare că nu se grăbește cu inflexiunea politicii monetare); perspectivele de ieșire din recesiune în Zona Euro și posibilitatea implementării unor noi măsuri monetare expansioniste de către Banca Centrală Europeană; posibilitatea implementării unor măsuri expansioniste în China (pentru a susține un ritm de evoluție a PIB de peste 7% an/an); rezultatele financiare raportate de companii pe trimestrul II (acestea s-au situat, din nou, preponderent, peste estimările analiștilor).

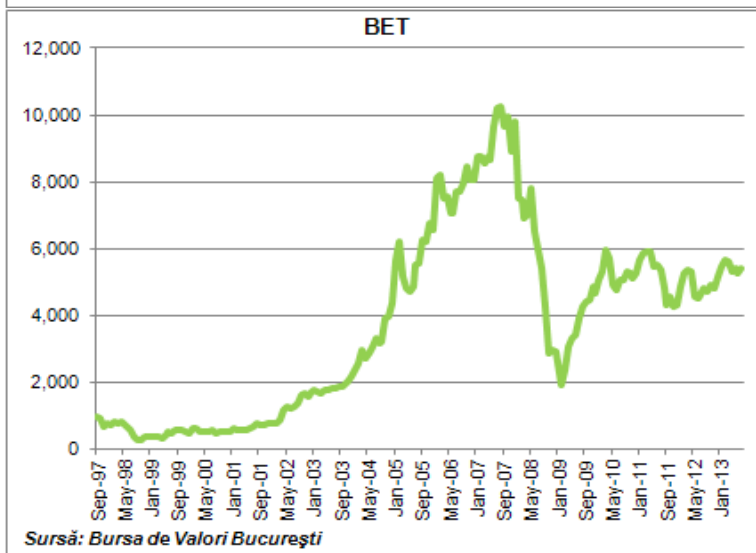
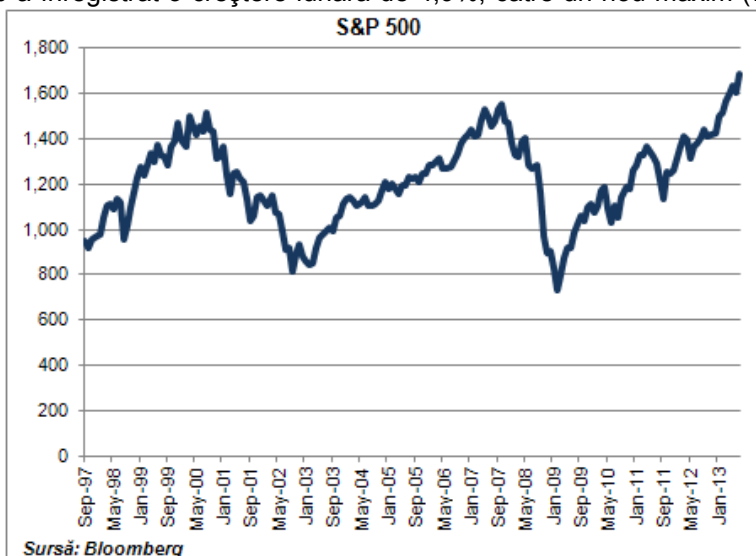


Indicele global MSCI a crescut cu 5,2% mom în iulie, până la 1 507,9 p.. Se remarcă dinamica indicelui pan-european Dow Jones Stoxx 600, în creștere cu 5,1% mom, până la 299,58 p. (avans de 7,1% de la începutul anului), evoluție susținută, în principal de declarațiile Guvernatorului M. Draghi (politica monetară expansionistă va continua și în trimestrele următoare, nefiind exclusă posibilitatea implementării unor noi măsuri care să susțină economia Zonei Euro și o transmisie mai eficientă a politicii monetare în regiune).



De asemenea, indicele american S&P 500 a înregistrat o creștere lunară de 4,9%, către un nou maxim (1 685,73 p.) (avans de 18,2% de la începutul anului), evoluție determinată, în principal, de modificarea tonului la nivelul politicii monetare (se pare ca FED nu se grăbește cu inflexiunea politicii monetare).

Pe plan intern, indicele BET a consemnat un avans de doar 2,7% mom în iulie, până la 5 403,6 p. (creștere de 4,9% de la începutul anului), evoluție determinată, în principal, de climatul din piețele financiare internaționale, precum și stabilizarea macroeconomică pe plan intern și perspectivele de încheiere a unui nou acord cu instituțiile financiare internaționale.



Scenariul central

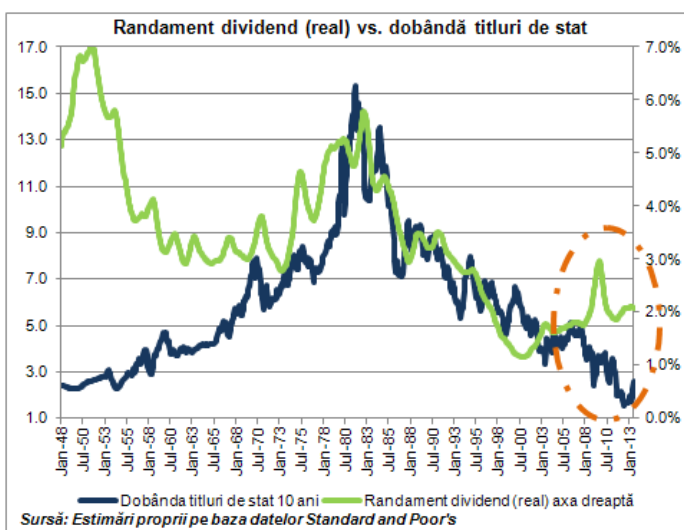
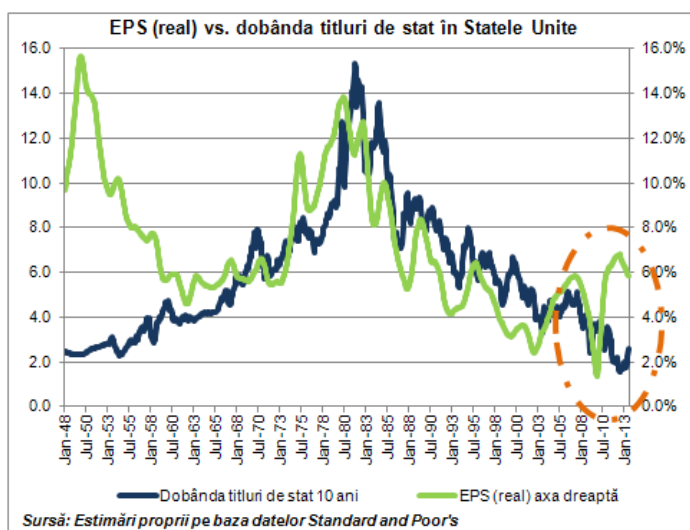
Din punct de vedere macroeconomic am asistat la semnale de **bottoming** pentru economia mondială la începutul trimestrului III. Economia americană pare că a depășit șocul intensificării procesului de consolidare bugetară, iar FED nu se grăbește cu inflexiunea politicii monetare. De asemenea, în Zona Euro recesiunea din ultimele trimestre se apropie de final (în T2), iar Banca Centrală Europeană a anunțat prelungirea politicii monetare expansioniste și în trimestrele următoare. Nu în ultimul rând, în China autoritățile au anunțat posibilitatea implementării unor noi măsuri macroeconomice expansioniste, menite să susțină ritmul de evoluție a economiei (peste 7% an/an). Cu alte cuvinte, economia mondială pare în acest moment că se apropie de intrarea într-un nou ciclu economic.

Într-un astfel de context, am modificat scenariul central de previziune pentru evoluția indicilor bursieri din piețele mature pe termen scurt, la benign (-5% : +5% comparativ cu nivelul de închidere din luna iulie).

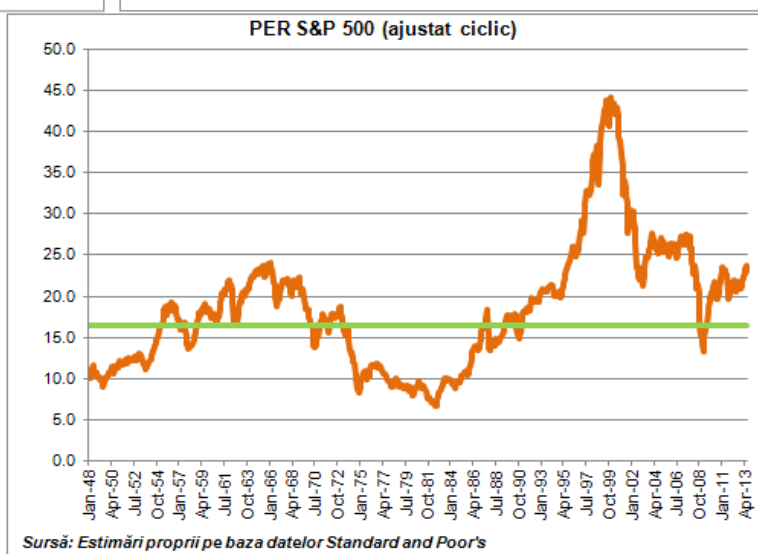
Atrag atenția cu privire la faptul că un scenariu ascendent pentru piețele de capital (creștere a indicilor bursieri cu peste 7,5% comparativ cu închiderea din iulie) este condiționat de relansarea durabilă a investițiilor în economia reală de către sectorul privat. Acest scenariu depinde de o serie de variabile: succesul FED în convingerea piețelor financiare din perspectiva deciziilor de politică monetară; identificarea de soluții credibile pentru provocările economiei mondiale; inflexiunea economiei Chinei; neintensificarea riscurilor în Europa.

În mod normal, ar trebui să asistăm la ajustări ale indicilor bursieri în momentul în care se vor concretiza semnalele de intrare într-un nou ciclu economic. Aceste ajustări vor reflecta orientarea capitalurilor către sectoarele economice care vor avea rolul motor în noul ciclu economic.

Subliniez, în continuare, faptul că, decalajele consemnate la nivelul unor indicatori macroeconomici și financiari vor trebui ajustate: mă refer aici la scenariul descendent pentru piețele mature de capital (scădere cu peste 7,5% comparativ cu închiderea din luna iulie). De altfel, în ultimele luni, am asistat la debutul acestui proces de ajustare (mai ales dacă analizăm evoluția rezultatului pe acțiune/rendamentul real al dividendului și evoluția dobânzii la titlurile de stat la 10 ani) (graficele de jos).



Totodată, din perspectiva indicatorului PER (ajustat ciclic) acțiunile americane sunt supraevaluate în acest moment (cu alte cuvinte, există potențial important de ajustare în lunile următoare).

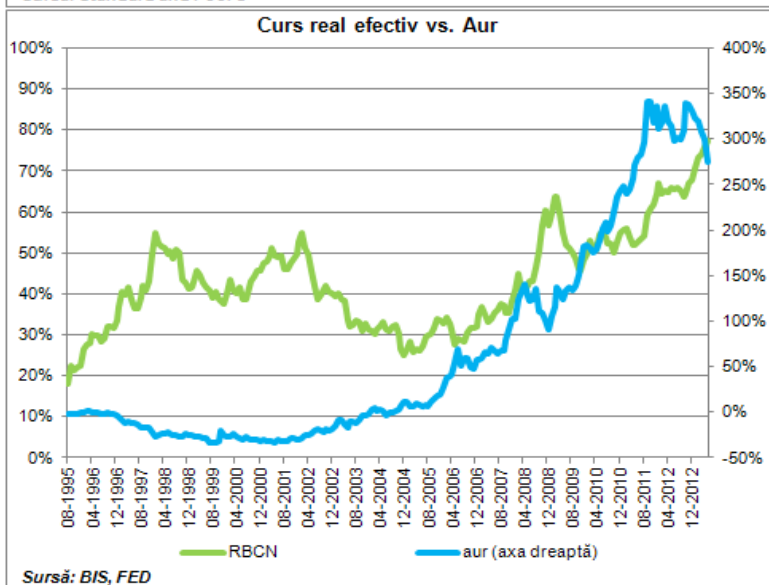
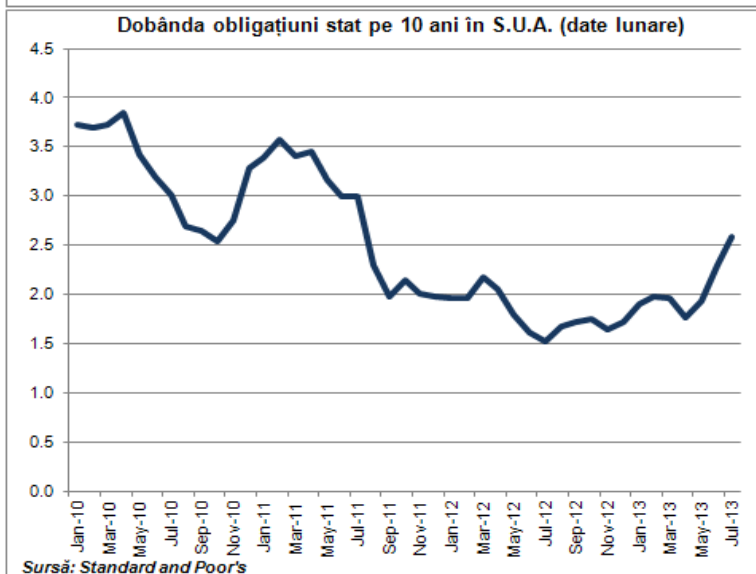
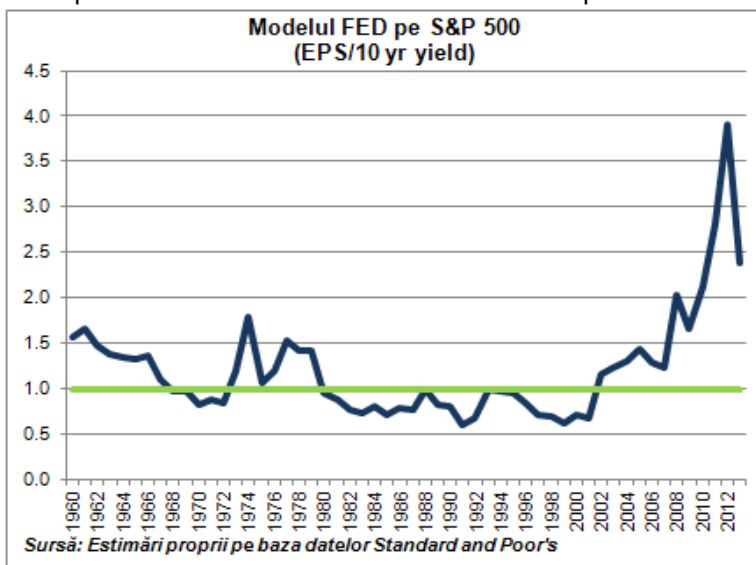


Nu în ultimul rând, actualizând modelul FED se poate concluziona că indicele S&P 500 ar putea să scadă cu peste 7% (de la nivelul de închidere din iulie) în lunile următoare.

Riscuri

Se mențin o serie de riscuri pentru evoluția piețelor internaționale de capital pe termen scurt: mix-ul de politici economice din Statele Unite și China; evoluțiile din piețele valutare (posibilitatea intensificării războiului valutar); reintensificarea divergenței economice în Zona Euro; noi ieșiri de capital din piețele emergente și de frontieră; riscurile din sfera geo-politică; factori de risc specifici pieței interne de capital (persistența și intensificarea secetei de capital, posibilitatea unei noi crize politice (2014 este an electoral)).

De asemenea, din perspectiva termenului mediu-lung atrag atenția cu privire la faptul că provocările post-criză nu au fost nici pe departe rezolvate pe mapamond. Aceste aspecte împiedică, după părerea mea, un rally sustenabil pe burse. Mă refer aici la configurația sistemului monetar internațional în perioada post-criză, la problema potențialului economic și a șomajului structural (atât în țările dezvoltate, dar și în cele emergente și în dezvoltare); implementarea reformelor structurale, dat fiind că politicile economice care susțin cererea agregată și-au atins limitele.



Denegarea responsabilității legale

Acest raport nu este destinat pentru a fi distribuit sau utilizat de către orice persoană sau entitate care este cetățean sau rezident, situat în România sau în orice altă jurisdicție, în cazul în care o astfel de distribuție, publicare sau utilizare ar fi contrară unei legi sau regulament, sau care ar putea face obiectul unui litigiu cu SSIF Broker SA.

Toate materialele prezentate în acest raport, cu excepția cazurilor indicate distinct, sunt în conformitate cu drepturile de autor ale SSIF Broker SA. Niciunul dintre materiale, sau conținutul acestora, sau orice copie a acestora, nu pot fi modificate, transmise, copiate sau distribuite pentru orice altă parte, fără permisiunea scrisă a SSIF Broker SA.

Toate mărcile comerciale, mărcile de servicii și logo-urile utilizate în acest raport sunt mărci comerciale sau mărci de servicii sau mărci comerciale înregistrate ale SSIF Broker SA.

Materialele ce conțin recomandări de investiții realizate de către SSIF Broker SA au un scop informativ, SSIF Broker SA nu își asumă responsabilitatea pentru tranzacțiile efectuate pe baza acestor informații. SSIF Broker SA nu își asumă nici un fel de obligație pentru eventualele pierderi suferite în urma folosirii acestor informații. Datele obținute pentru redactarea materialului au fost obținute din surse considerate de încredere, corectitudinea și completitudinea lor neputând fi totuși garantată.

Materialul poate include informații publicate de societatea emitentă prin diferite mijloace (rapoarte ale companiei, comunicate de presă, hotărâri AGA) și date obținute de pe site-ul Bursei de Valori București. SSIF BROKER SA și angajații săi pot deține instrumente financiare prezentate în acest raport și/sau pot avea relații contractuale cu emitenții prezentați sau SSIF Broker SA ar putea acționa ca formator de piață pentru acestea.

Informațiile cuprinse în acest raport exprimă anumite opinii legate de o clasă de valori mobiliare. Decizia finală de cumpărare sau vânzare a acestora trebuie luată în mod independent de fiecare investitor în parte, pe baza unui număr cât mai mare de opinii și analize. SSIF Broker SA și realizatorii acestui raport nu își asumă niciun fel de obligație pentru eventuale pierderi suferite în urma folosirii acestor informații. De asemenea, nu sunt răspunzători pentru veridicitatea și calitatea informațiilor obținute din surse publice sau direct de la emitenți.

Dacă prezentul raport include recomandări, acestea se referă la investiții în acțiuni pe termen mediu și lung. SSIF Broker SA avertizează clientul că performanțele anterioare nu reprezintă garanții ale performanțelor viitoare. Istoricul rapoartelor publicate și a recomandărilor formulate de SSIF Broker SA se gasește pe site-ul www.ssifbroker.ro, secțiunea analize. Rapoartele de analiză se pot actualiza sau modifica pe parcurs, la momentul la care SSIF Broker SA consideră necesar. Data la care se publică sau se modifică un raport este identificată în conținutul acestuia și/sau în canalul de distribuție folosit.

SSIF Broker SA aplică măsuri de ordin administrativ și organizatoric pentru prevenirea și evitarea conflictelor de interese în ceea ce privește recomandările, inclusiv modalități de protecție a informațiilor, prin separarea activităților de analiză și research de alte activități ale companiei, prezentarea tuturor informațiilor relevante despre potențiale conflicte de interese în cadrul rapoartelor, păstrarea unei obiectivități permanente în rapoartele și recomandările prezentate. Investitorii sunt avertizați că orice strategie, grafic, metodologie sau model sunt mai degrabă forme de estimare și nu pot garanta un profit cert. Investiția în valori mobiliare este caracterizată prin riscuri, inclusiv riscul unor pierderi pentru investitori.

Autoritatea cu atribuții de supraveghere a SSIF Broker SA este Comisia Națională a Valorilor Mobiliare, <http://www.cnvmr.ro>. Aceste informații sunt prezentate în conformitate cu Regulamentul CNVM 15/2006 privind recomandările pentru investiții în instrumente financiare.

Preluarea materialelor oferite de către SSIF Broker SA, fără menționarea sursei este interzisă și se pedepsește conform legilor în vigoare. Pentru informații suplimentare despre piața de capital și investițiile în instrumente financiare, vă invităm să vizitați pagina de internet: www.ssifbroker.ro.



SSIFBROKER
intermediem succesul

SSIF Broker S.A.

<i>Calea Motilor nr. 119 Cluj-Napoca</i>	<i>ANSPDCP nr. înreg. 1187-2009</i>
<i>tel 0364 401 709</i>	<i>Decizia CNVM 3097/10.09.2003</i>
<i>fax 0364 401 710</i>	<i>Capital social 84.670.466,75 lei</i>
<i>email secretariat@ssifbroker.ro</i>	<i>Nr. înreg la ORC J12/3038/1994 CUI 6738423</i>
<i>www.ssifbroker.ro</i>	<i>RO22BRDE130SV07791571300 BRD Suc. Cluj-Napoca</i>