

RAPORT MACROECONOMIC MONDIAL

Mai 2013

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

CUPRINS

INTRODUCERE.....	2
STATELE UNITE ALE AMERICII.....	5
ZONA EURO.....	15
ROMÂNIA.....	24
PIAȚA FORȚEI DE MUNCĂ DIN ROMÂNIA.....	34
PIEȚELE FINANCIARE	39

indicatorul **Baltic Dry** (barometru al fluxurilor comerciale internaționale) a scăzut pentru a doua lună consecutiv în mai, cu 6,3% mom, la 809 p., situându-se în apropiere de minimele istorice.

În Statele Unite economia a decelerat în trimestrul II, pe fondul intensificării procesului de consolidare bugetară (intrarea în vigoare a unor noi măsuri de la 1 martie): industria prelucrătoare s-a contractat în mai, conform indicatorilor comunicați de **Institute for Supply Management**.

Cu toate acestea, prima economia a lumii pare să depășească rapid acest șoc, fapt confirmat de evoluția indicatorilor de sentiment. Practic, sectorul privat anticipează că o reducere mai rapidă a dezechilibrelor din sfera finanțelor publice va facilita accesul la finanțare din perspectiva termenului mediu-lung.

În China (a doua economie ca dimensiune pe mapamond) contracția industriei prelucrătoare și decelerarea sectorului de servicii în perioada recentă infirmă procesul de inflexiune, exprimând o probabilitate în creștere cu privire la atenuarea ritmului de evoluție a PIB în acest an (comparativ cu 2012).

Pe de altă parte, la nivelul Zonei Euro, evoluția recentă a indicatorilor macroeconomici confirmă faptul că recesiunea a continuat să se manifeste și în debutul trimestrului II. Trebuie, însă, subliniat faptul că sunt semnale de stabilizare a ritmului de contracție. Cu alte cuvinte, condiționat de neintensificarea factorilor de risc, economia regiunii ar putea consemna un punct de inflexiune (de la recesiune la relansare graduală) la jumătatea anului. Cu toate acestea, procesul de relansare în urma incidenței celei de a doua recesiuni din ultimii ani pare să fie unul foarte lent, date fiind provocările de ordin macro-financiar, instituțional, politic și social determinate și/sau exacerbate de valurile crizei mondiale.

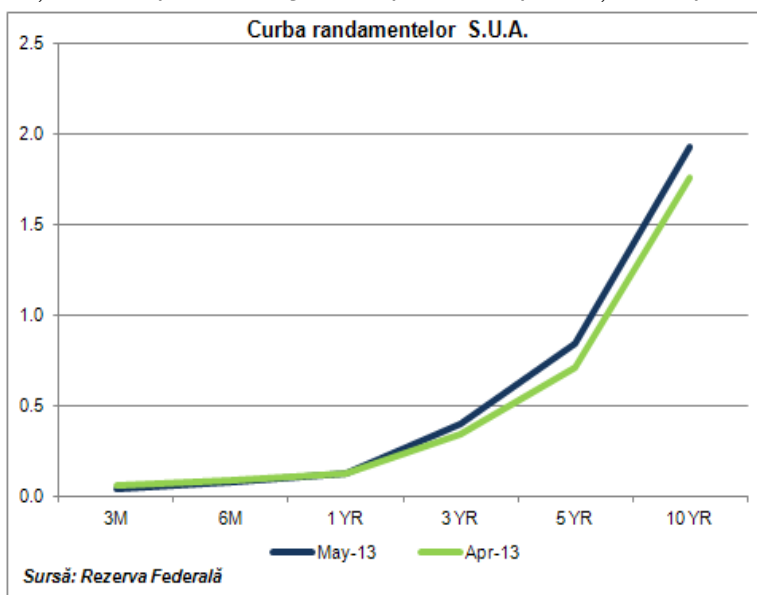
În România economia a accelerat în primul trimestru al anului, evoluție determinată de cererea externă, cu impact pozitiv pentru industria prelucrătoare. Climatul economico-financiar se menține însă precar, fapt demonstrat de evoluția mai multor indicatori: rata șomajului (în creștere în trimestrul I, în ciuda accelerării economiei), continuarea tendinței de deteriorare a portofoliilor de credite, sau situația fragilă a finanțelor publice (cheltuielile publice cresc mai rapid decât veniturile bugetare).

În ceea ce privește economia financiară, luna mai s-a caracterizat prin întreruperea tendinței de apreciere a piețelor internaționale de capital, indicele global **MSCI** consemnând un declin de 0,3% mom, până la 1 471,93 p..



Această evoluție a fost determinată de corecțiile din Japonia, dar și de amplificarea speculațiilor cu privire la apropierea de final a expansionismului monetar în Statele Unite (fapt reflectat și de reducerea expunerii pe segmentul obligațiuni, rezultând în creșterea ratelor de dobândă de-a lungul curbei randamentelor în Statele Unite).

Evoluțiile indicatorilor macro-financieri pe mapamond pe parcursul ultimelor săptămâni nu au surprins scenariul macroeconomic central de la Raportul Macroeconomic din aprilie. Prin urmare, am menținut previziunile macroeconomice și financiare pe termen scurt (a doua jumătate a anului curent).



Pe de o parte, economia mondială va consemna un soft-patch în trimestrul II, determinat de evoluțiile din economia americană și din economia Chinei (primele două economii, ca dimensiune, din lume). Cu toate acestea, mă aștept la o accelerare graduală a economiei mondiale în a doua jumătate a anului curent, proces condiționat de neintensificarea factorilor de risc. Atrag, în continuare, atenția cu privire la faptul că intrarea economiei mondiale într-un nou ciclu este dependentă de relansarea durabilă a investițiilor în sectorul privat.

Pe de altă parte, mențin scenariul benign/descendent pentru piețele de acțiuni, din perspectiva termenului scurt. După părerea mea, decalajul între ritmul de evoluție a indicilor bursieri din piețele mature (în principal Statele Unite) și viteza redusă de circulație a banilor nu este sustenabil (fapt reflectat și de nivelul redus al inflației în prima economie a lumii), fiind în creștere probabilitatea unei ajustări pe termen scurt. Economia reală are nevoie de un nou șoc monetar, menit să modifice viteza de circulație a banilor (în accelerare). Climatul din piețele financiare nu poate fi dependent la nesfârșit de expansionism monetar (care nu determină accelerarea investițiilor în economia reală). În acest context, mă aștept la modificări în comportamentul piețelor financiare în lunile următoare. De altfel, evoluțiile din acest an din piețele de bunuri și piețele de obligațiuni ar putea exprima semnale cu privire la amplificarea volatilității și modificarea tendinței pe piețele de acțiuni în perioada următoare.

dr. Andrei Rădulescu
Post-Doc Academia Română

București, 10 iunie 2013

Statele Unite ale Americii

Activitatea economică și piața forței de muncă

Departamentul Comerțului a comunicat estimările secundare cu privire la evoluția primei economii a lumii în primul trimestru din 2013. Economia americană a accelerat în T1, consemnând un ritm de creștere de 2,4% anualizat. Această evoluție a fost determinată de contribuțiile consumului privat și stocurilor, care au

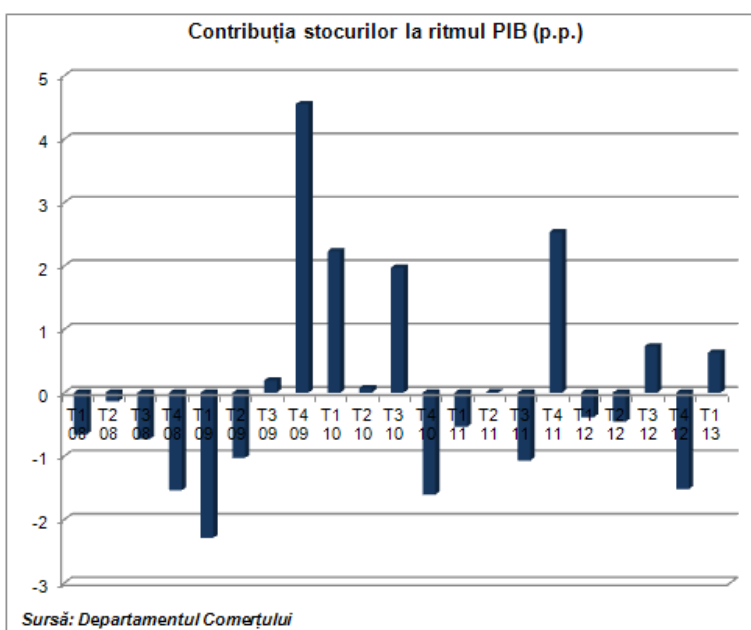
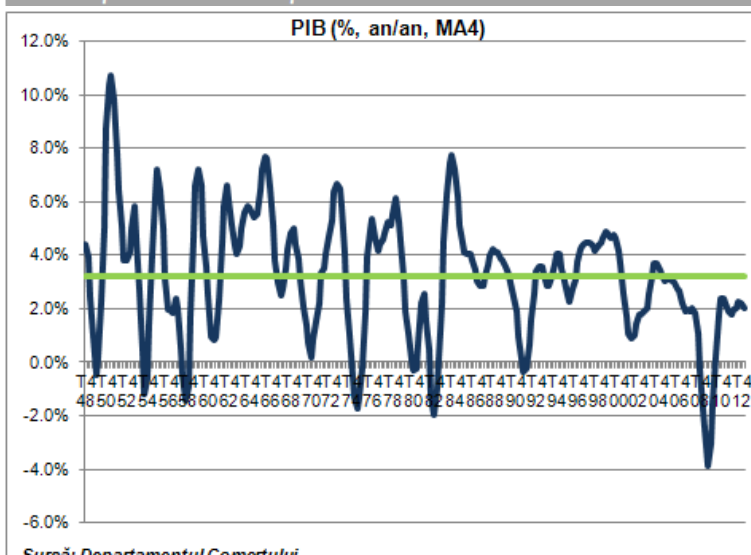
contrabalansat declinul consumului guvernamental și contribuția negativă a cererii externe nete.

Consumul privat (principala componentă a PIB) a accelerat la 3,4% anualizat (de la 1,8% anualizat în T4 2012), contribuind cu 2,4 p.p. la formarea ritmului de evoluție a PIB. Se remarcă evoluția cererii de servicii, în accelerare de la 0,6% anualizat la 3,1% anualizat, contribuind cu 1,42 p.p. la formarea ritmului de evoluție a economiei. Pe de altă parte, cererea de bunuri a decelerat la 4,1% anualizat în T1, de la 4,3% anualizat în T4 2012.

De asemenea, formarea brută de capital a contribuit pozitiv la evoluția economiei în T1 (1,16 p.p.), evoluție determinată de componenta stocuri (contribuție de 0,63 p.p.) Investițiile fixe au decelerat de la 14% anualizat în T4 2012 la 4,1% anualizat în T1 2013 (contribuind cu doar 0,53 p.p. la ritmul de evoluție a PIB).

Structura PIB (%)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Consum privat	70%	70%	70%	71%	70%	71%	71%
Consum guvernamental	19%	18%	19%	20%	20%	19%	18%
Formarea brută de capital	17%	16%	15%	11%	13%	14%	14%
Exporturi	11%	12%	13%	12%	13%	13%	13%
Importuri	17%	17%	16%	15%	16%	16%	16%

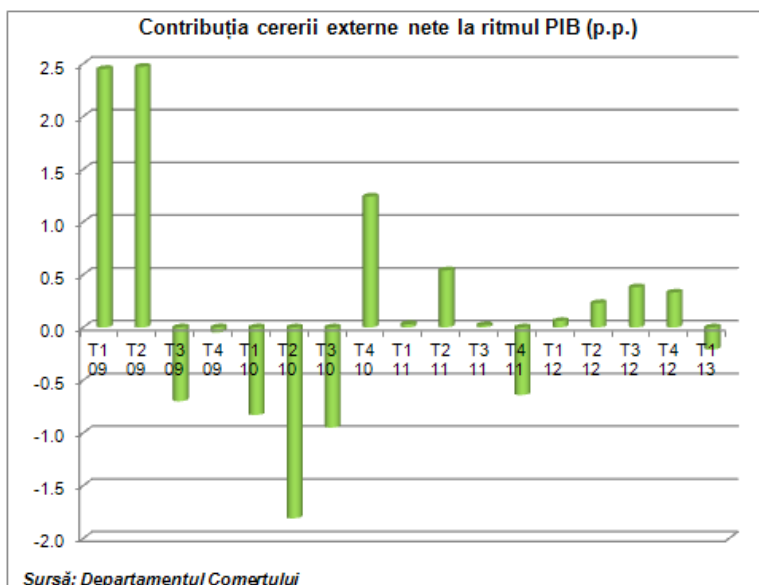
Sursă: Departamentul Comerțului



Pe de altă parte, consumul guvernamental a continuat să se contracte în primul trimestru, cu 4,9% anualizat, pe fondul procesului de consolidare bugetară. Cheltuielile publice federale au scăzut cu 8,7% anualizat, contribuind cu -0,68 p.p. la ritmul de evoluție a PIB în primele 3 luni ale anului.

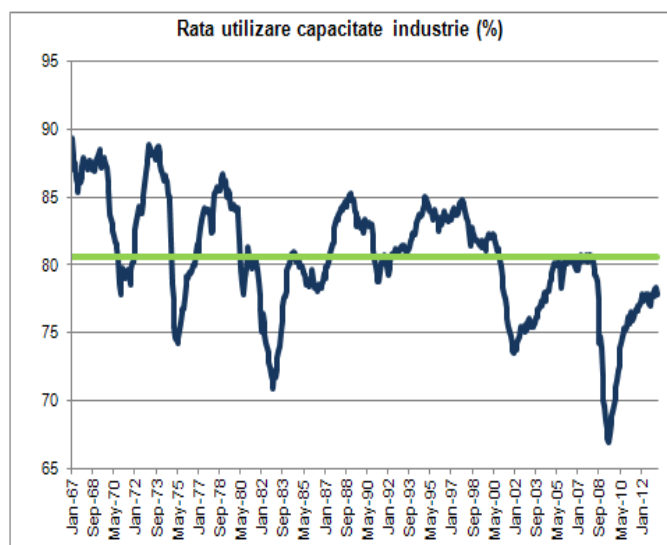
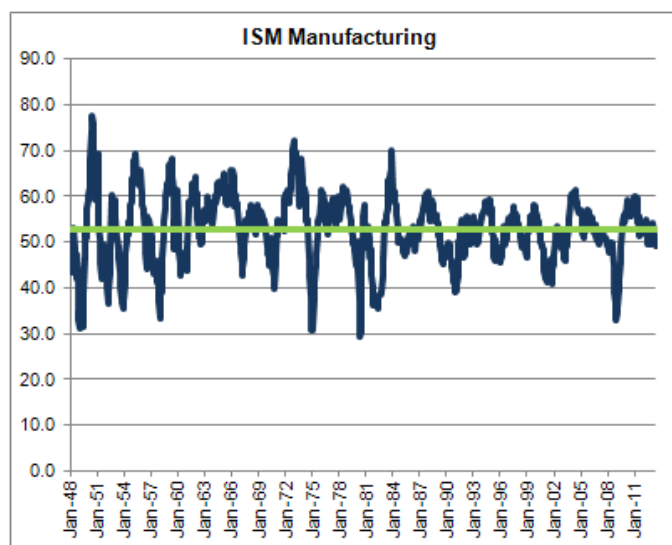
De asemenea, cererea externă netă a avut o contribuție negativă la formarea ritmului de evoluție a economiei americane (-0,21 p.p.), importurile crescând cu 1,9% anualizat, dinamică superioară celei consemnată de exporturi (0,8% anualizat).

Indicatorii macroeconomici comunicați pe parcursul ultimelor săptămâni exprimă faptul că economia americană a decelerat în trimestrul II, evoluție determinată de intensificarea procesului de consolidare bugetară, dar și de ritmul anemic de evoluție a economiei mondiale.



La nivelul ofertei agregate, industria prelucrătoare s-a contractat în mai, indicatorul calculat de **Institute for Supply Management** scăzând spre nivelul minim din vara anului 2009 (49 p.). Această evoluție a fost determinată de deteriorarea componentelor producție (scădere cu 4,9 p.p., la 48,6 p.) și comenzi noi (în diminuare cu 3,5 p.p. la 48,8 p.).

Totodată, producția industrială a scăzut cu 0,5% mom în aprilie, evoluție determinată de contracția ramurei prelucrătoare (pentru a doua lună consecutiv, cu 0,4% mom). Rata de utilizare a capacității instalate în industrie s-a redus la 77,8% în aprilie, exprimând evoluția economiei sub potențial.



Pe de altă parte, sectorul de construcții a crescut cu 0,4% mom (4,5% an/an) în aprilie (la 860,8 mld. dolari, anualizat), evoluție determinată de componenta construcții private (avans de 1% mom). Componenta construcții publice a consemnat un declin de 1,2% mom, către nivelul minim din 2006, evoluție determinată de accelerarea procesului de consolidare bugetară.

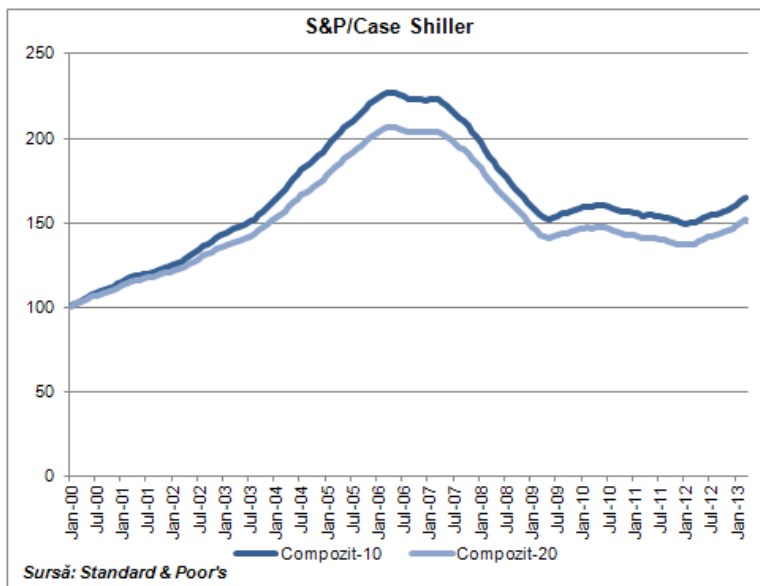
În piața imobiliară am asistat la o evoluție predominant favorabilă a indicatorilor comunicați în ultima perioadă, expresie a continuării procesului de relansare în trimestrul II.

Se remarcă, în primul rând, evoluția indicatorului care comensurează încrederea constructorilor de locuințe, calculat de **National Association of Homebuilders** (în creștere de la 41 p. în aprilie la 44 p. în mai). Totodată, autorizațiile de construcție au consemnat un avans puternic în aprilie (14,3% mom), la 1,02 milioane – nivelul maxim din ultimii 5 ani.

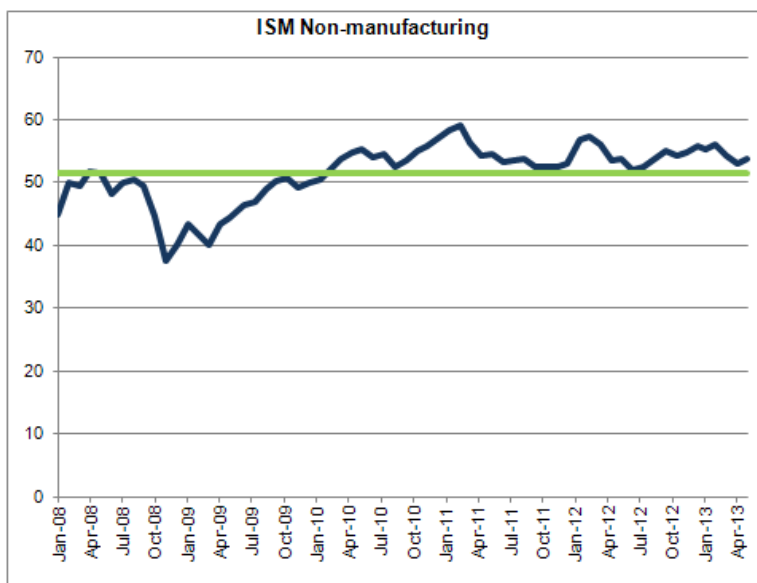
De asemenea, prețurile caselor au continuat să crească în martie. Conform indicatorului **S&P/Case Shiller** prețurile caselor s-au majorat cu 1,1% mom (10,9% an/an – cel mai rapid din ultimii 7 ani) în martie. În primul trimestru din 2013 prețurile caselor în principalele 20 de zone metropolitane au consemnat un avans de 10,2% an/an.

Nu în ultimul rând, vânzările de case au consemnat creșteri în luna aprilie: componenta case noi a crescut cu 2,3% mom (la 454 mii, anualizat – nivel apropiat de maximele ultimilor 5 ani);

componenta case existente s-a majorat cu 0,6% mom, la 4,97 milioane unități – nivelul maxim din noiembrie 2009).

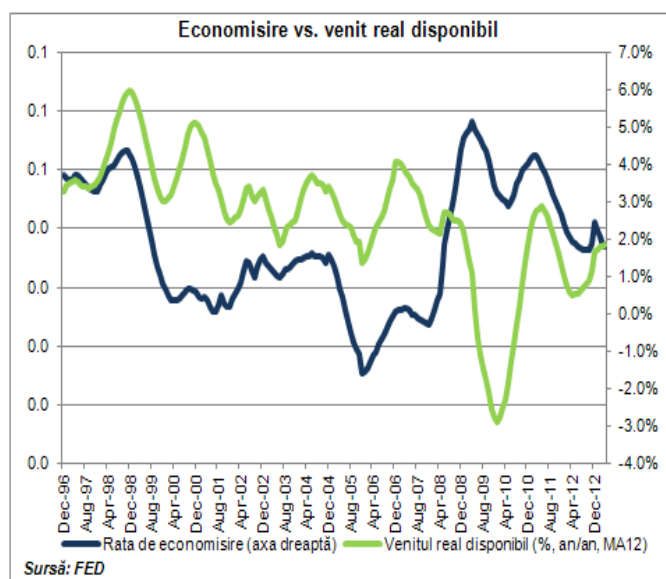
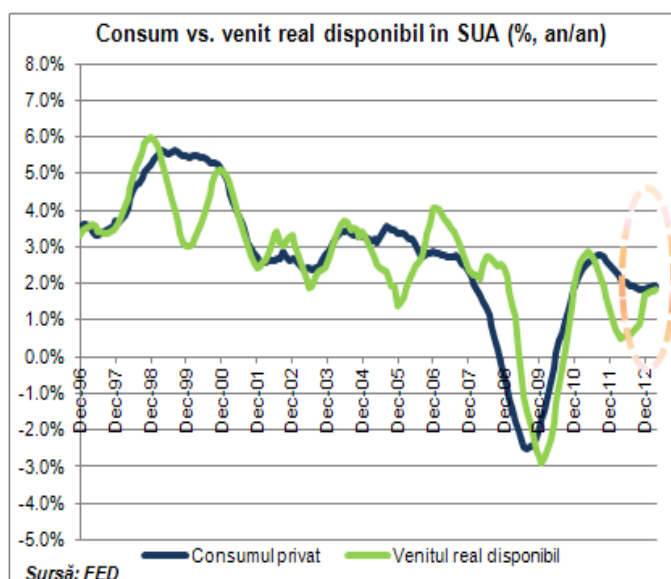


Sectorul de servicii a accelerat ușor în mai, prezentând rezistență la intensificarea procesului de consolidare bugetară. Indicatorul calculat de *Institute for Supply Management* a crescut de la 53,1 p. în aprilie la 53,7 p. în mai. Această evoluție a fost determinată, în principal, de componentele producție (creștere cu 1,5 p., la 56,5 p.) și comenzi noi (în urcare cu 1,5 p., la 56 p.). Pe de altă parte, componenta locuri de muncă a scăzut cu 1,9 p. la 50,1 p., în timp ce componenta comenzi de export s-a diminuat cu 3,5 p., la 50 p. (expresie a climatului dificil din economia mondială).

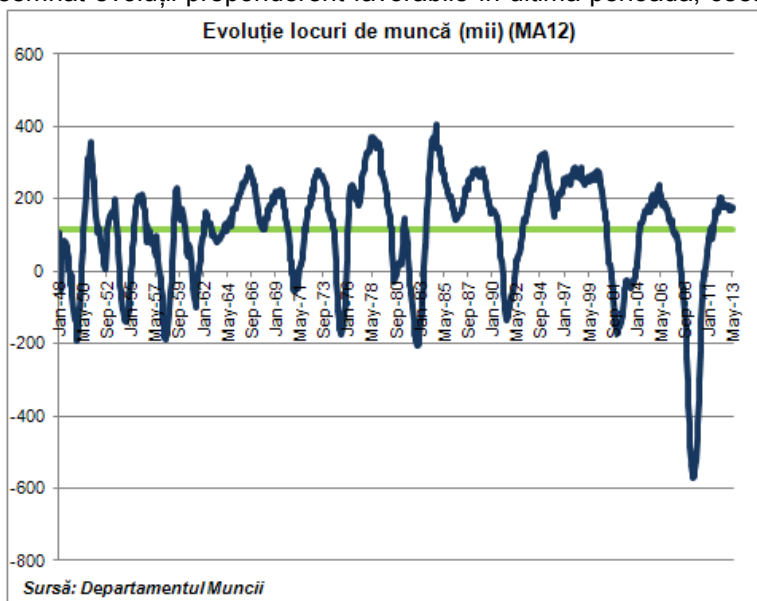


În sfera cererii agregate consumul privat continuă să surprindă favorabil, evoluție determinată de o serie de factori: relansarea graduală a creditării și a pieței imobiliare; refacerea condițiilor din piața forței de muncă; sentimentul din piețele financiare; nivelul redus al inflației.

Cheltuielile de consum au crescut pentru a 6-a lună consecutiv în aprilie, cu 0,1% mom (2,1% an/an). Venitul real disponibil al populației s-a majorat pentru a 3-a lună consecutiv, cu 0,1% mom (1% an/an). Rata de economisire s-a situat la 2,5% în aprilie, în apropiere de nivelurile minime istorice.

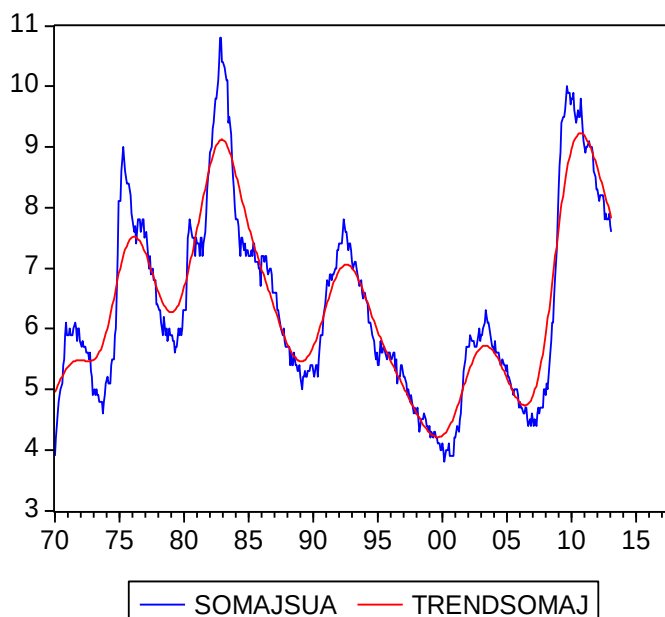
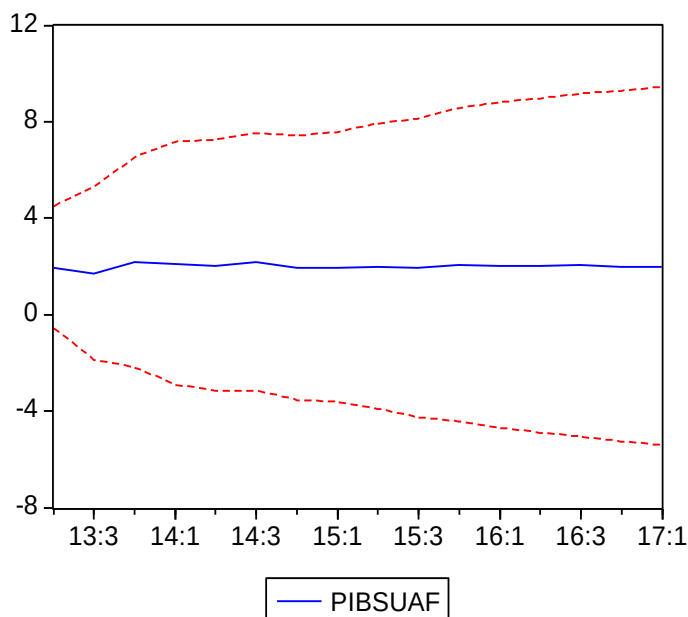


La nivelul pieței forței de muncă s-au consemnat evoluții preponderent favorabile în ultima perioadă, ceea ce exprimă faptul că șocul intensificării consolidării bugetare pare să fi fost depășit. Numărul de locuri de muncă create de economie a accelerat la 175 mii în mai, dar ritmul de evoluție din aprilie a fost revizuit în scădere, la 149 mii. Rata underemployment s-a redus la 13,8%, iar durata medie a săptămânii de lucru a crescut la 34,5 ore. Pe de altă parte, rata șomajului s-a majorat marginal la 7,6% (11,8 mil. șomeri, din care 4,4 milioane șomeri pe termen lung). În prezent economia mai are de recuperat circa 2,5 milioane din cele 9 milioane locuri de muncă pierdute în perioada Marii Recesiuni.

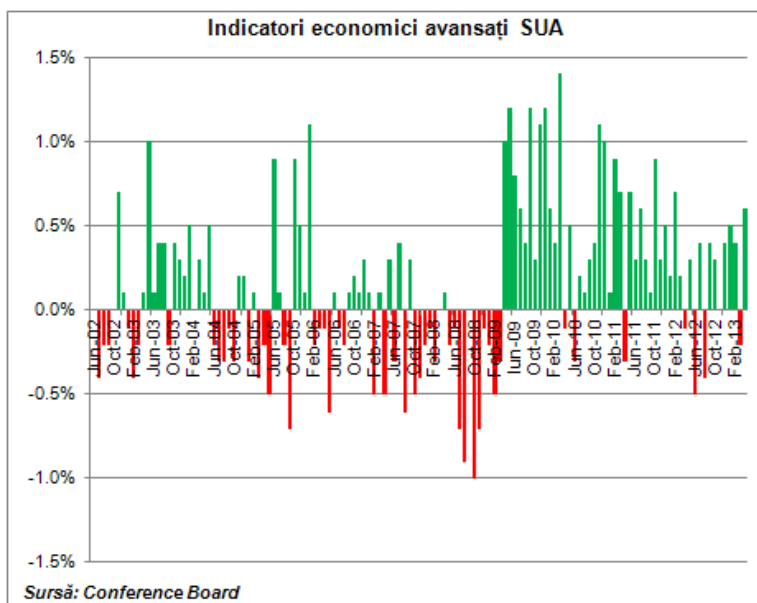


Scenariul central 3-6 luni

Evoluțiile recente ale indicatorilor macroeconomici confirmă scenariul central de previziune de la Raportul din aprilie. Pe de o parte, evoluția indicatorilor coincidenți și înzârzați confirmă decelerarea (soft-patch-ul) economiei americane în trimestrul II, pe fondul intensificării procesului de consolidare bugetară (de la 1 martie), dar și a evoluției sub potențial a economiei mondiale. Pe de altă parte, evoluția indicatorilor de sentiment exprimă premise de reaccelerare pentru prima economie a lumii în a doua jumătate a anului curent. Prin urmare nu voi modifica scenariul central de previziune pe termen scurt: probabilitate ridicată (peste 50%) ca economia americană să crească cu 1,6% an/an și rata șomajului să scadă la 7,2% (în medie) în 2013 (proiecțiile acestui scenariu sunt prezentate în graficele de mai jos).



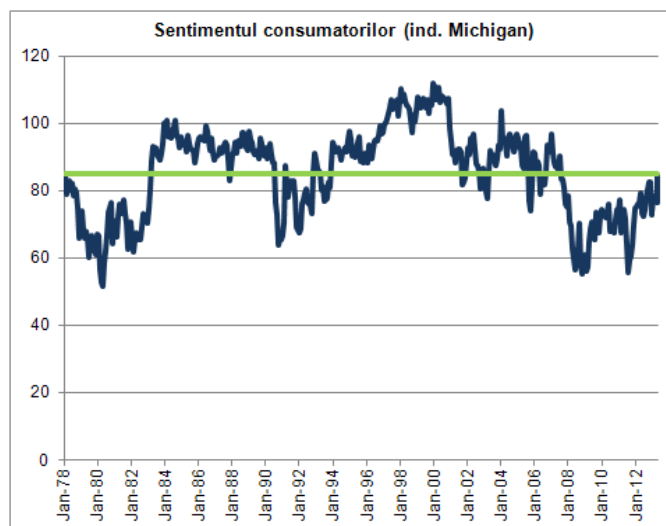
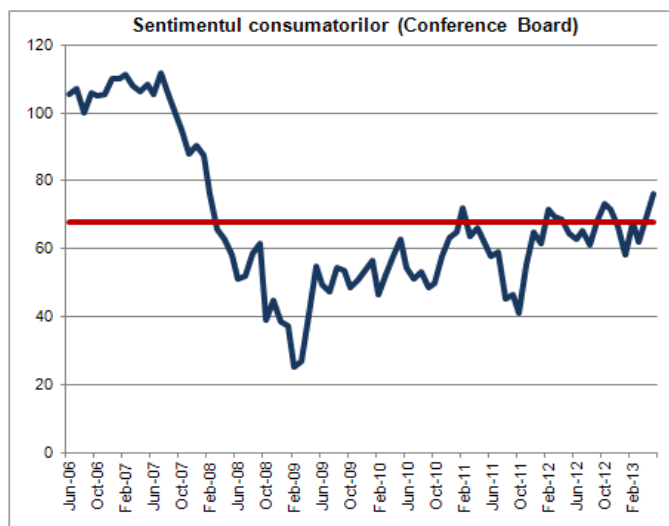
Spre exemplu, indicatorii economici avansați au crescut în aprilie cu 0,6% mom (cel mai bun ritm din primăvara anului 2012), evoluție care exprimă premise de accelerare a economiei în a doua jumătate a anului curent. În dinamica acestor indicatori, se remarcă contribuțiile pozitive ale autorizațiilor de construcție, solicitărilor inițiale de ajutor de șomaj și spread-ului de dobândă (termen lung vs. termen scurt).



De asemenea, indicatorii care comensurează sentimentul consumatorilor s-au ameliorat în mai (în convergență către nivelurile de dinainte de falimentul **Lehman Brothers**), exprimând faptul că americanul a depășit șocul consolidării bugetare și este pregătit să accelereze consumul în a doua jumătate a anului curent, înainte de majorarea costurilor de finanțare. În acest context mă aștept la o evoluție a principalei componente a PIB în limita superioară a intervalului (1,75% : 2%) an/an în trimestrele următoare.

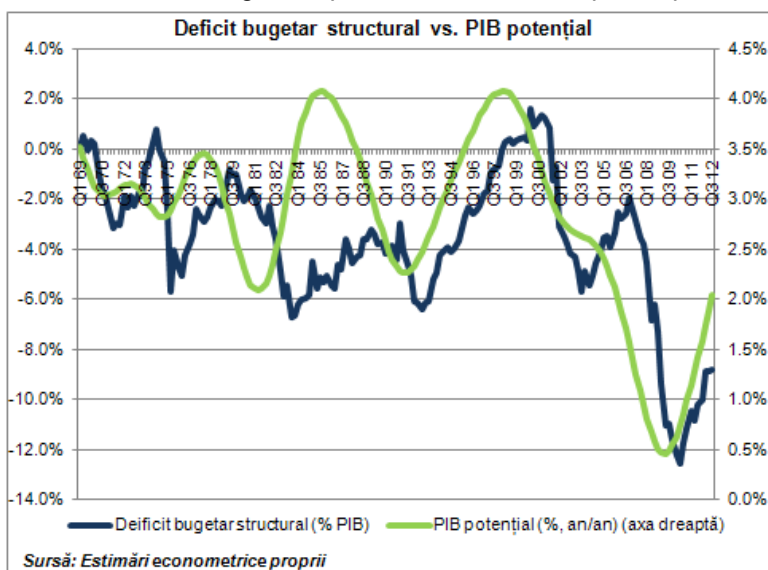
Astfel, indicatorul calculat de **Conference Board** a crescut de la 69 p. în aprilie la 76,2 p. în mai (maximul din prima parte a anului 2008), remarcându-se componenta perspective de evoluție pentru următoarele 6 luni (în urcare de la 74,3 p. în aprilie la 82,4 p. în mai). De asemenea, componenta situația curentă s-a majorat de la 61 p. în aprilie la 66,7 p. în mai (maximul din primăvara lui 2008).

Totodată, indicatorul de sentiment calculat de **Universitatea Michigan** s-a apreciat de la 76,4 p. în aprilie la 84,5 p. în mai (nivelul maxim din vara anului 2007), remarcându-se componenta situația curentă (creștere de la 89,9 p. în aprilie la 98 p. în mai). Componenta perspective privind evoluția pentru următoarele 6 luni a crescut la 75,8 p. (de la 67,8 p.).

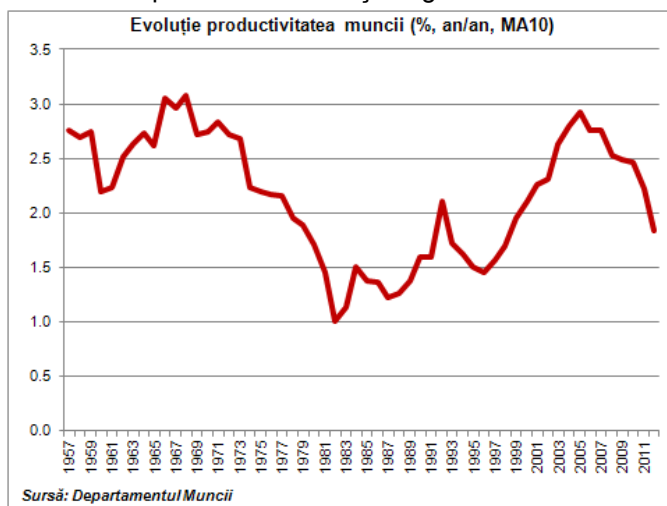
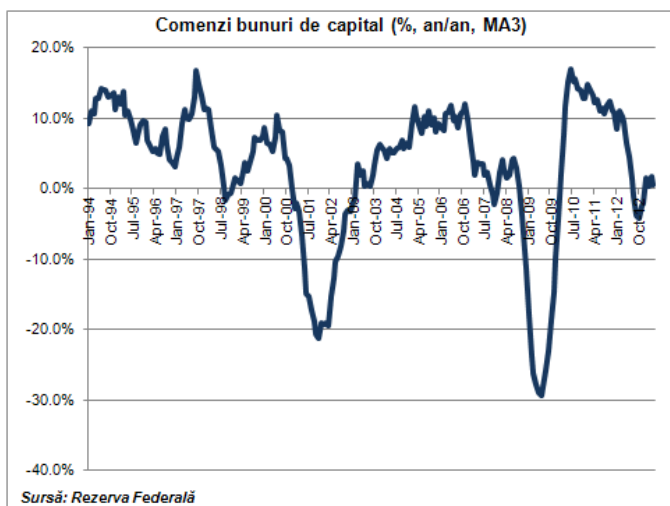


Pe de altă parte, continuarea procesului de consolidare bugetară pe termen mediu, exprimă premise predominant nefavorabile pentru evoluția consumului guvernamental în perioada următoare. Conform scenariului macroeconomic central statul american ar putea reduce cheltuielile bugetare cu aproximativ 2,35% an/an în 2013.

De asemenea, cererea externă netă ar urma să contribuie negativ la ritmul de evoluție a economiei în acest an. Conform scenariului macroeconomic central exporturile și importurile americane ar putea înregistra ritmuri de evoluție de 3,1% an/an, respectiv 4% an/an în 2013.



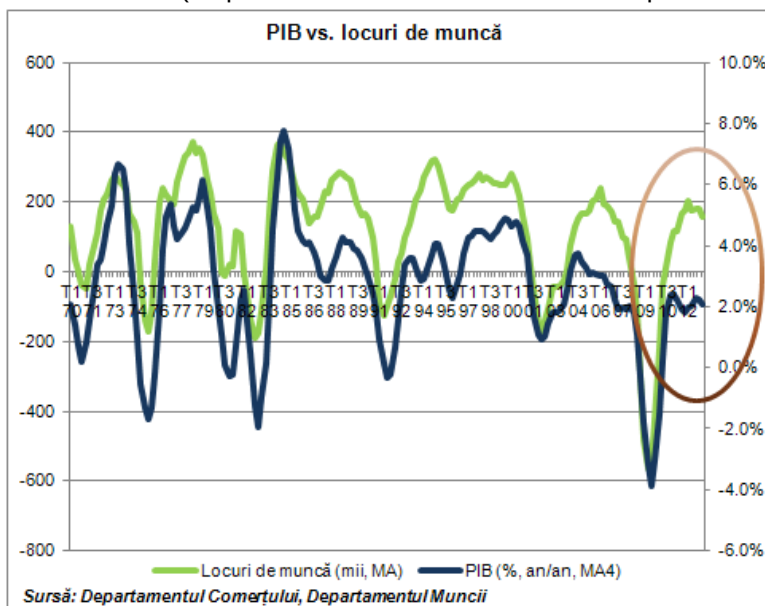
Formarea brută de capital fix este cea mai importantă componentă a PIB, atât în momentul de față (când economia se zbate între două cicluri), dar și din perspectiva termenului mediu și lung. În scenariul macroeconomic central investițiile în Statele Unite ar putea decelera în acest an (de la 8,7% an/an în 2012 la 6% an/an), dată fiind starea anemică a economiei mondiale, dar și intensificarea procesului de consolidare bugetară în prima jumătate a anului. Cu toate acestea, menționez faptul că formarea brută de capital fix ar putea accelera în a doua jumătate a anului (ritm de peste 7% an/an), evoluție condiționată de neintensificarea factorilor de risc (de altfel, comenzile de bunuri de capital au exprimat recent semnale de bottoming). Pe de o parte, consolidarea bugetară ar putea genera efecte de **crowding in**. Pe de altă parte, apropierea de final a expansionismului monetar ar putea determina companiile să grăbească fluxurile investiționale (pentru a profita de nivelul actual al costurilor de finanțare). Atrag însă atenția cu privire la faptul că productivitatea muncii în Statele Unite se situează pe o tendință descendentă în ultimii ani. Această evoluție exprimă faptul că sectorul privat american nu a selectat încă sectoarele în care să investească astfel încât acestea să devină motoare ale economiei pe termen mediu și lung.



Riscuri

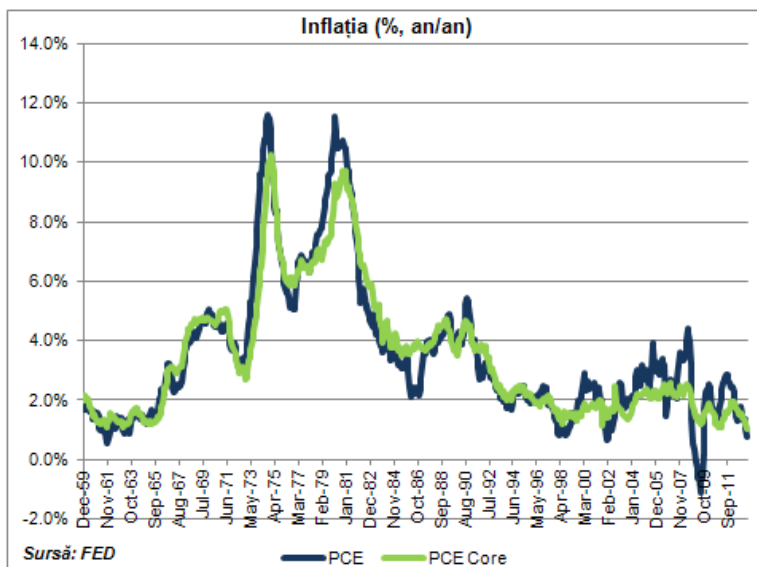
Se mențin în continuare factori de incertitudine cu privire la evoluția primei economii de pe mapamond, din perspectiva termenului scurt:

1. Deciziile de politică monetară ale Rezervei Federale (cu privire la momentul de demarare a procesului de normalizare), inclusiv politica de comunicare a băncii centrale;
2. Evoluția piețelor financiare (acțiuni, obligațiuni, valute, bunuri), cu impact pentru costurile de finanțare și, implicit, deciziile investiționale ale companiilor;
3. Mix-ul de politici economice;
4. Riscurile din sfera economiei mondiale;
5. Persistența la un nivel ridicat a decalajelor între unele variabile macroeconomice (sentimentul din piețele financiare vs. viteza de circulație a banilor; nivelul redus al ratei de economisire vs. semnale de deflație) exprimă faptul că am putea asista la un nou proces de ajustare;
6. Întârzierea deciziilor investiționale la nivel de companii (acestea se decapitalizează, preferând să majoreze dividendele și să lanseze programe de răscumpărare);
7. Adresarea neadecvată a provocărilor post-criză: deteriorarea capitalului uman, ritmul lent de evoluție a productivității muncii, cu implicații nefavorabile pentru ritmul potențial al economiei americane.



Inflația și politica monetară

Presiunile inflaționiste au continuat tendința descendentă și în luna aprilie, pe fondul evoluției economiei la un ritm sub potențial (persistența deficitului de cerere), dar și în absența unor șocuri de partea ofertei. Conform indicatorilor **Personal Consumption Expenditure** (barometru pentru Rezerva Federală) inflația totală a decelerat la 0,7% an/an în aprilie – nivelul minim din toamna anului 2009. Componenta core a scăzut la 1,1% an/an în aprilie, nivelul minim de la începutul anului 2011. Conform acestor indicatori, momentan, presiunile inflaționiste sunt reduse, în ciuda expansionismului monetar fără precedent implementat de Rezerva Federală pe parcursul ultimilor ani.



La ședința de politică monetară din mai Comitetul de Politică Monetară al FED a decis menținerea dobânzii de referință la nivelul minim istoric de (0% - 0,25%) și a programelor monetare neconvenționale (MBS și TB, la ritmuri medii lunare de 40 mld. USD, respectiv 45 mld. USD). În Comunicatul ședinței de politică monetară Rezerva Federală atrage atenția cu privire la faptul că prima economie a lumii resimte procesul de consolidare bugetară. Referitor la perspectivele de evoluție a economiei FED se așteaptă la un ritm moderat și la o reducere graduală a șomajului pe termen scurt. În scenariul FED inflația se va menține sub nivelul țintă. În acest context, Comitetul de Politică Monetară și-a manifestat flexibilitatea cu privire la programele monetare expansioniste: „... ***The committee is prepared to increase or reduce the pace of its purchases to maintain appropriate policy accommodation as the outlook for the labor market or inflation changes...***”.

Rezerva Federală a publicat stenograma ședinței de politică monetară (din 30 aprilie – 1 mai). Conform stenogramei, o parte din membrii Comitetului de Politică Monetară au considerat că procesul de normalizare a politicii monetare ar trebui să demareze în acest an (chiar la ședința de la jumătatea lunii iunie) dacă indicatorii din economia reală se vor ameliora (mai ales că perspectivele cu privire la evoluția pieței forței de muncă prezintă semnale de ameliorare). Pe de altă parte, alți membrii ai Comitetului de Politică Monetară au apreciat că demararea procesului de normalizare a politicii monetare este dependentă de consolidarea semnalelor pozitive din sfera economiei reale (diminuarea riscurilor economico-financiare). De asemenea, în cadrul ședinței s-a dezbătut strategia procesului de normalizare a politicii monetare, în contextul creșterii ample a bilanțului FED pe parcursul ultimelor trimestre.

În discursul susținut în Congres în mai Președintele FED, B. Bernanke, a reiterat că entitatea va continua politicile monetare expansioniste până la momentul acumulării unor semnale de ameliorare durabilă a condițiilor din piața forței de muncă: „... ***What we are looking for is increased confidence that the labor market is improving and that that improvement is sustainable ... despite this improvement, the job market remains weak overall ...***”. În acest context, Bernanke a subliniat că demararea prematură a procesului de normalizare a politicii monetare ar putea periclita procesul de relansare a economiei. Cu toate acestea, Guvernatorul a menționat că acest proces de normalizare ar putea demara în ședințele următoare, condiționat de ameliorarea sustenabilă a indicatorilor din economia reală.

Rezerva Federală a publicat Raportul cu privire la evoluția economiei pe parcursul ultimelor săptămâni (***Beige Book***). În accepțiunea băncii centrale, economia americană a prezentat o creștere modestă/moderată în perioada recentă (comparativ cu ritmul moderat din Raportul anterior (aprilie)) în majoritatea regiunilor, remarcându-se districtul Dallas cu o accelerare a economiei. FED notează dinamica sectoarelor servicii și construcții, care par să fi preluat ștafeta de motor economic de la industria prelucrătoare. În ceea ce privește dinamica componentelor cererii agregate, banca centrală subliniază, în continuare, contribuția consumului privat (ritm moderat) (în principal, dinamica cererii de automobile). Referitor la climatul din piața forței de muncă, FED consideră că numărul de locuri de muncă a crescut la un ritm constant, existând și regiuni care se confruntă cu deficit de forță de muncă calificată.

Scenariul central

Inflația se va menține în următoarele 3-6 luni sub ținta FED. Rezerva Federală va menține dobânda la (0%-0,25%) și în trimestrele următoare (până la finele anului curent), pe fondul evoluției economiei la un ritm sub potențial, a presiunilor inflaționiste reduse (inflație sub țintă), dar și pentru a acomoda consolidarea bugetară (mai ales în contextul intrării în vigoare a reducerilor de cheltuieli bugetare) 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 trimestrul II (determinat de amplificarea măsurilor de consolidare bugetară). 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 (cel mai probabil în prima parte a anului 2014) (mai devreme decât așteptările curente, ancorate de banca centrală pentru anul 2015). Stenogramele ședințelor de politică monetară și discursurile unor membri ai Comitetului de Politică Monetară din primele luni ale anului curent 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

Eurostat a comunicat datele dezagregate cu privire la evoluția economiei regiunii în primul trimestru din 2013. A doua recesiune de la declanșarea crizei mondiale s-a prelungit în Zona Euro în T1, PIB-ul regiunii consemnând un declin de 0,2% qoq (contractție de 1,1% an/an).

Această evoluție a fost determinată de cererea internă, în special de componenta formare brută de capital fix (investiții), care a consemnat o intensificare a contractiei (1,6% qoq, 5,5% an/an). De asemenea, consumul guvernamental s-a contractat cu 0,1% qoq, 0,6% an/an).

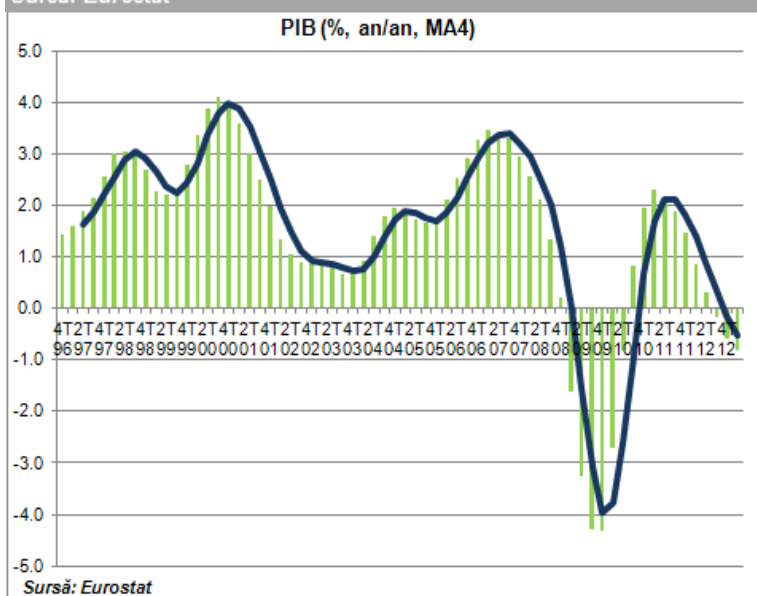
Pe de altă parte, consumul privat (principala componentă a PIB) a crescut cu 0,1% qoq (declin de 1,2% an/an), expresie a preferinței consumatorilor europeni pentru reducerile oferite de

comercianți după perioada Sărbătorilor de iarnă (în T4 2012 consumul privat a înregistrat un declin de 0,6% qoq). Stocurile au avut o contribuție neutră la formarea ritmului de evoluție a economiei în T1. Cererea externă netă a avut o contribuție pozitivă la formarea ritmului de evoluție a economiei Zonei Euro în T1, pe fondul contractiei severe a importurilor (cu 1,1% qoq, 1,6% an/an, în contextul persistenței unui climat dificil la nivelul cererii interne), exporturile scăzând cu doar 0,8% qoq.

În analiza evoluției economiilor membre ale regiunii, se poate observa că Germania a evitat la limită recesiunea (avans de 0,1% qoq) (dar scădere de 0,3% an/an). Pe de altă parte, Franța (a doua economie ca dimensiune din regiune) s-a contractat pentru al doilea trimestru consecutiv în T1 (cu 0,2% q/q, 0,4% an/an), consemnând intrarea într-o nouă recesiune. De asemenea, economia Finlandei a reintrat în recesiune tehnică, PIB-ul contractându-se pentru al doilea trimestru consecutiv, cu 0,1% qoq (2% an/an). Țările din flancul sudic al regiunii continuă în recesiune, PIB-ul Italiei și Spaniei contractându-se cu câte 0,5% qoq, în timp ce economia portugheză a consemnat un declin de 0,4% qoq.

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

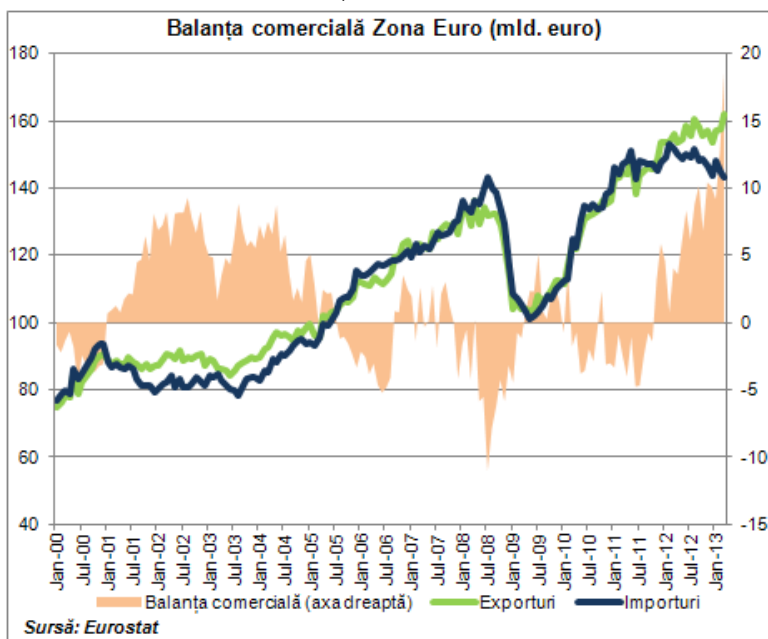


Sursă: Eurostat

Pe parcursul ultimelor săptămâni am asistat la o evoluție mixtă a indicatorilor macroeconomici comunicați la nivel de regiune: pe de o parte, aceste evoluții exprimă faptul că am asistat la prelungirea contracției economice și în prima parte a trimestrului II; pe de altă parte, sunt semnale de stabilizare macroeconomică la nivel de regiune (cu alte cuvinte, condiționat de neintensificarea factorilor de risc, Zona Euro ar putea înregistra o inflexiune – de la recesiune la relansare graduală – la jumătatea anului curent).

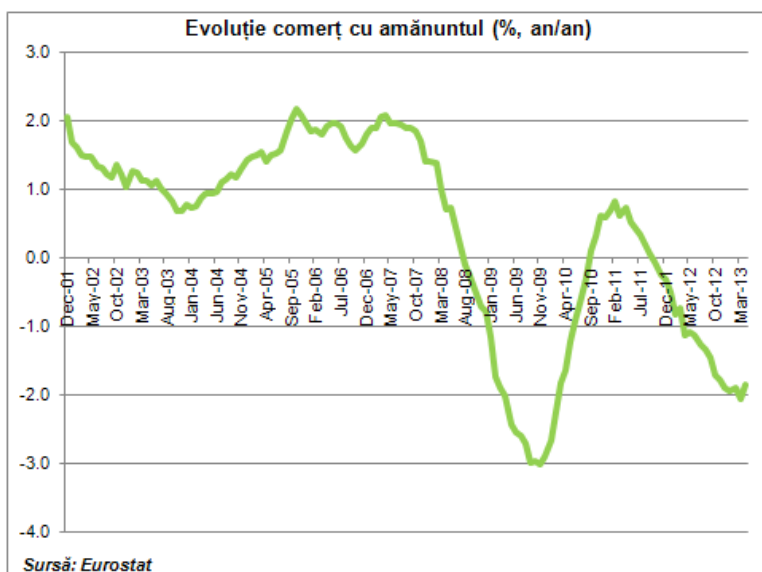
Din perspectiva cererii agregate, se remarcă, în continuare, evoluția cererii externe nete, pe fondul câștigului de competitivitate (cu impact pozitiv pentru exporturi), dar și a climatului dificil din cererea internă (cu impact negativ pentru importuri).

În martie exporturile Zonei Euro au accelerat, consemnând un avans de 2,8% mom (3,8% an/an), până la 161,9 mld. EUR – nivel record. Pe de altă parte, importurile s-au contractat pentru a 2-a lună consecutiv, cu 1% mom (scădere de 6% an/an), la 143,2 mld. EUR. Prin urmare, balanța comercială a consemnat un excedent comercial de 18,7 mld. EUR (nivel maxim istoric), în creștere cu 47% mom.



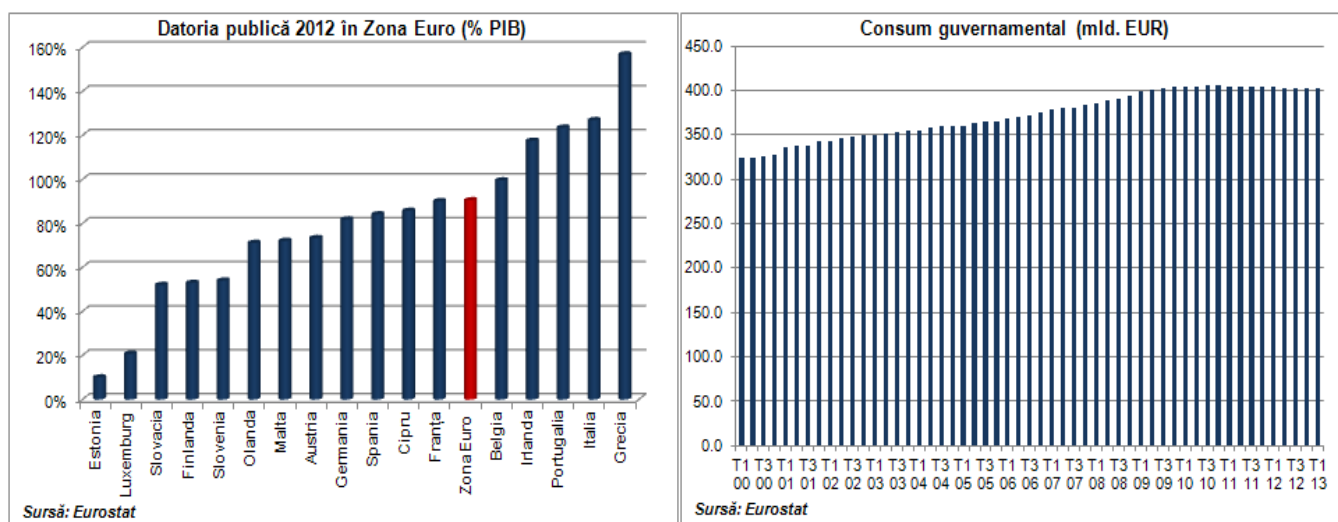
Pe de altă parte, cererea internă continuă să resimtă puternic consecințele valurilor Marii Recesiuni: persistența contracției creditului neguvernamental (pentru a 12-a lună consecutiv în aprilie), continuarea tendinței de deteriorare a condițiilor din piața forței de muncă (un nou nivel record pentru rata șomajului), procesul de consolidare bugetară, dat fiind nivelul record al datoriei publice; deteriorarea potențialului economic; persistența unei percepții ridicate cu privire la riscurile investiționale în economia reală, etc.

Spre exemplu, vânzările din comerțul cu amănuntul (barometru pentru consumul privat – principala componentă a PIB) au continuat să scadă în aprilie, cu 0,5 mom (declin de 1,1% an/an). Această evoluție a fost determinată, în principal, de climatul critic din piața forței de muncă (șomajul a atins un nivel record).



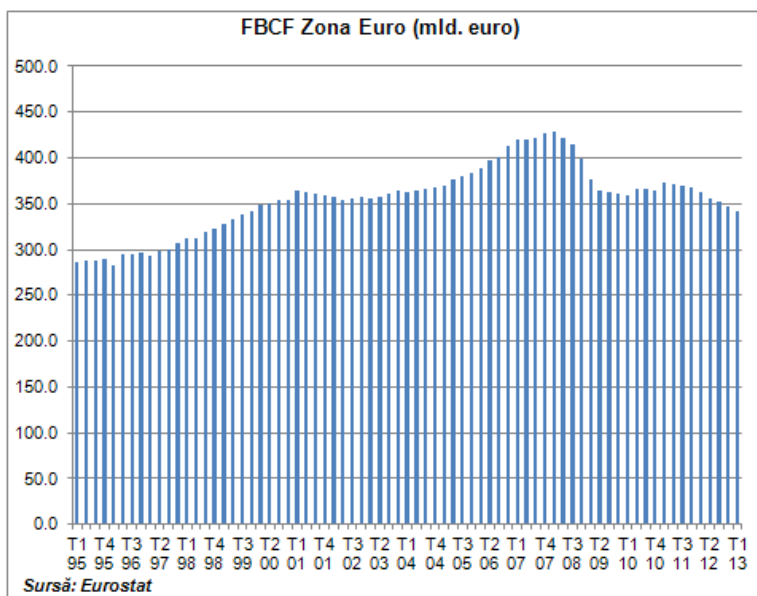
Totodată, nivelul ridicat al datoriei publice (8,6 trilioane EUR în 2012, echivalentul a 90,6% din PIB), coroborat cu prelungirea contracției economice are impact nefavorabil atât pentru consumul guvernamental, dar și pentru investițiile private.

În trimestrul I consumul guvernamental din Zona Euro se situa la 402,2 mld. EUR, nivelul minim din prima jumătate a anului 2009, evoluție determinată de procesul de consolidare bugetară, care ar trebui să continue și în trimestrele următoare.



Nu în ultimul rând, formarea brută de capital fix continuă să scadă, situându-se în acest moment la nivelul minim din 1999 (anul formării Uniunii Monetare Europene). Practic, de la declanșarea Marii Recesiuni Zona Euro se confruntă cu un amplu proces de dezinvestire (investițiile în economia reală au scăzut cu 20% în perioada 2008-2013, țările din flancul sudic al regiunii consemnând cele mai severe ritmuri de declin – acestea riscă să devină șocuri asimetrice cu caracter permanent).

Cu toate acestea, menționez faptul că în



luna mai am asistat la o stabilizare a indicatorilor care comensurează climatul de afaceri din Zona Euro. Aceste evoluții exprimă faptul că am putea asista la o inflexiune a indicatorului formarea brută de capital fix în lunile următoare, condiționat de neintensificarea factorilor de risc.

În ceea ce privește oferta agregată, evoluția recentă a indicatorilor economici exprimă continuarea tendinței generalizate de contracție. Conform indicatorilor PMI, atât industria prelucrătoare cât și sectorul de servicii au continuat să se contracte în luna mai, însă ritmul de declin s-a temperat.

Industria prelucrătoare a scăzut pentru a 22-a lună consecutiv în mai, conform indicatorilor PMI calculați de **Markit Economics**. Indicatorul PMI la nivel de Zona Euro s-a situat la 48,3 p. în mai, în creștere de la 46,7 p. în aprilie, evoluție care exprimă premise de stabilizare a ritmului de contracție.

Starea de temperare a contracției industriei (exprimată de indicatorii PMI) este confirmată de evoluția indicatorilor coincidenți: producția industrială a crescut cu 1% mom în martie (iar ritmul anual de declin s-a atenuat la 1,7%).

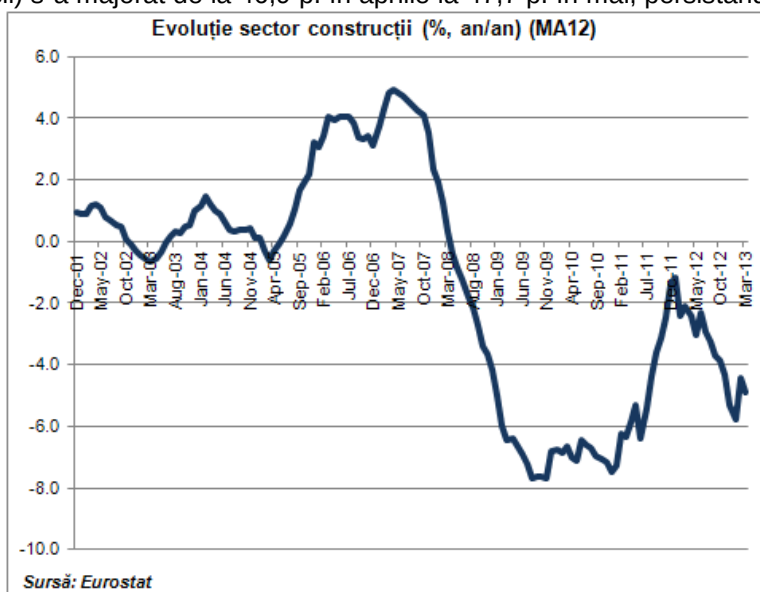
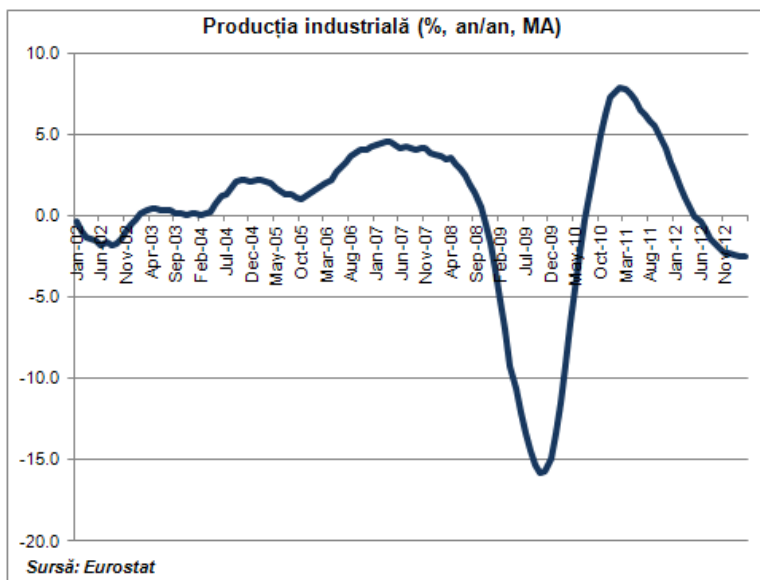
De asemenea, sectorul de servicii a scăzut pentru a 17-a lună consecutiv în mai, indicatorul PMI consemnând un nivel de 47,2 p. (în ușoară urcare comparativ cu nivelul de 47 p. din aprilie).

Se mențin în continuare diferențe importante între evoluțiile indicatorilor PMI ale țărilor membre, expresie a persistenței fenomenului de divergență economică. Spre exemplu, în Germania indicatorul PMI din sectorul de servicii s-a apropiat de punctul de inflexiune (pragul de 50 p., care separă contracția de expansiune) în mai (49,7 p., în creștere de la 49,6 p. în aprilie), în timp ce în Franța indicatorul PMI a stagnat la 44,3 p..

Indicatorul PMI Compozit (industrie, servicii) s-a majorat de la 46,9 p. în aprilie la 47,7 p. în mai, persistând însă sub pragul de 50 p. (care separă contracția de expansiune).

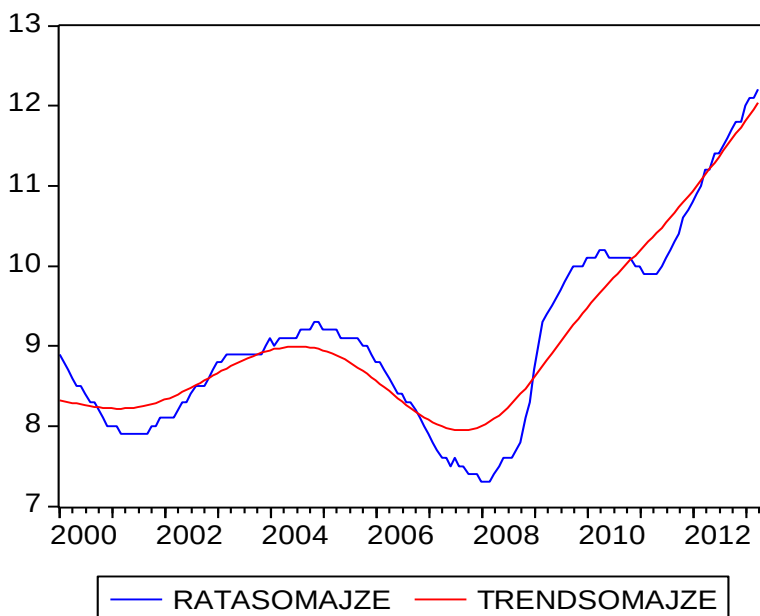
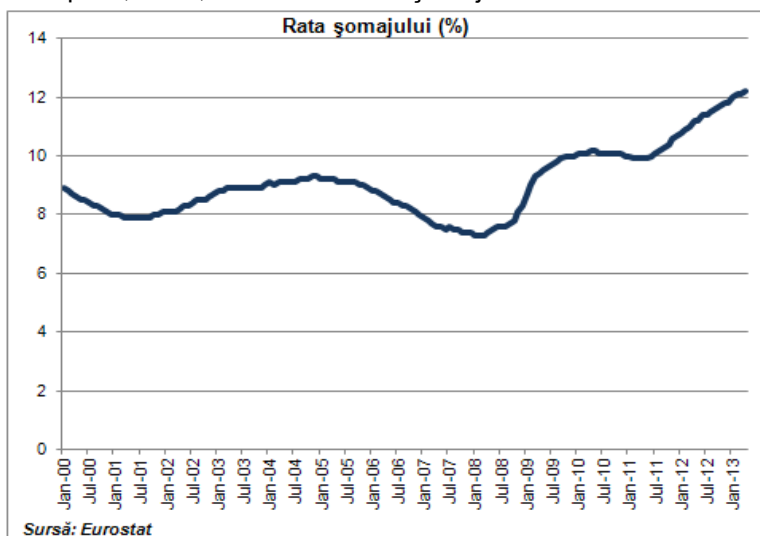
Nu în ultimul rând, sectorul de construcții a consemnat un declin de 7,9% an/an în martie.

Persistența contracției economice se resimte puternic în sfera pieței forței de muncă. Numărul de șomeri a continuat



să crească în aprilie, cu 95 mii comparativ cu aprilie, la 19,4 milioane. Rata șomajului a atins un nou nivel record în regiune (12,2%). Cele mai afectate state de flagelul șomajului sunt cele din flancul sudic: 27% (Grecia), 26,8% (Spania), 17,8% (Portugalia). Pe de altă parte, economiile din grupul core al regiunii prezintă cel mai redus nivel al șomajului: 4,9% (Austria), 5,4% (Germania), 5,6% (Luxemburg). Tinerii continuă să fie categoria cea mai afectată de șomaj (peste 3,6 milioane, rată a șomajului de 24,4%). În Grecia și Spania rata șomajului în rândul tinerilor se situează la aproximativ 60% (62,5%, respectiv 56,4%), în timp ce în Portugalia și Italia rata șomajului în rândul tinerilor este de aproximativ 40% (42,5%, respectiv 40,5%).

Atrag atenția cu privire la două aspecte importante. Pe de o parte, acest nivel al șomajului din Zona Euro este determinat de componenta structurală (factori structurali) (după cum se poate nota și în graficul alăturat).



Pe de altă parte, subliniez faptul că, pe termen scurt, se mențin premise nefavorabile pentru evoluția climatului din piața forței de muncă, pe fondul persistenței deviației PIB în teritoriu negativ (evoluția economiei la un ritm sub potențial), dar și a deteriorării potențialului economic (îndeosebi în flancul sudic al regiunii). Conform previziunilor elaborate, rata șomajului din Uniunea Monetară Europeană ar putea atinge punctul de maximă intensitate abia spre finalul anului curent.

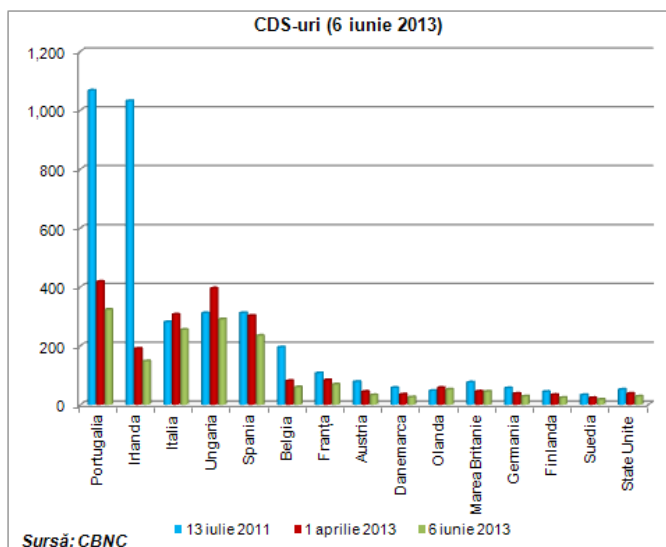
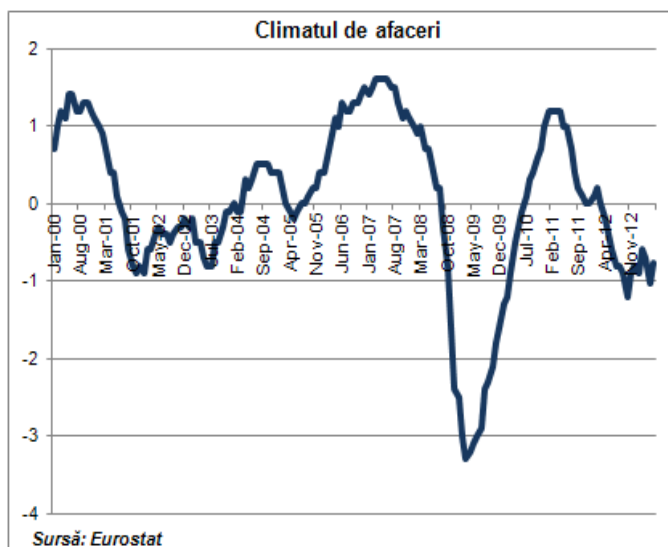
Scenariul central 3 – 6 luni

Evoluția indicatorilor macroeconomici comunicați în ultima perioadă în regiune nu a surprins scenariul central de previziune macroeconomică elaborat în cadrul Raportului macroeconomic din luna aprilie. Astfel, nu voi modifica scenariul central de previziune pe termen scurt pentru evoluția PIB-ului (-1,25% : -0,5%) an/an. Cu toate acestea, atrag atenția cu privire la faptul că evoluția recentă a indicatorilor de sentiment exprimă premise mai bune pentru mersul economiei europene în a doua jumătate a anului curent (cu alte cuvinte, ritmul de contracție an/an ar putea să se diminueze în intensitate, către marginea superioară a intervalului de previziune).

Pe de altă parte, nivelul ridicat al șomajului structural, coroborat cu persistența contracției creditului neguvernamental și cu nivelul redus al investițiilor (și perspective de relansare foarte lentă, condiționat de neintensificarea factorilor de risc) m-au determinat să majorez previziunile privind evoluția ratei șomajului pe termen scurt, noul interval (scenariul central) fiind (12% : 12,5%).

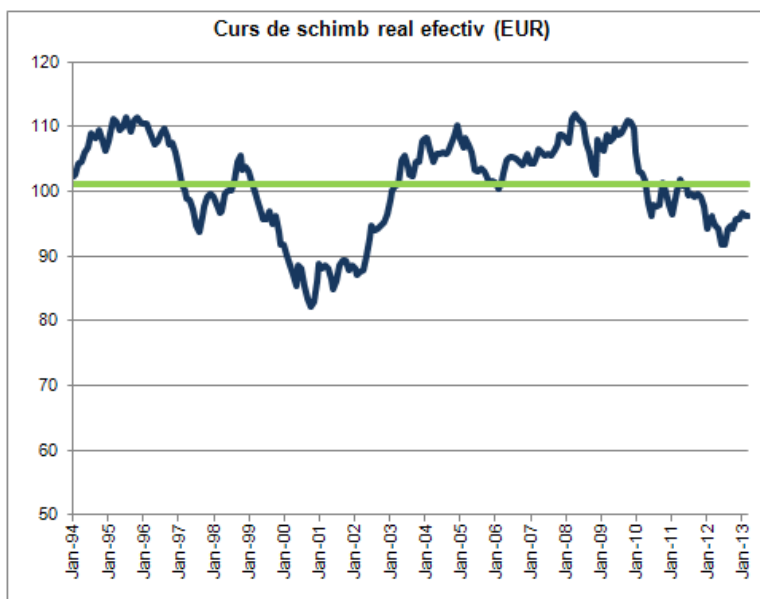
În cadrul acestui scenariu macroeconomic central, mă aștept la o stabilizare a contracției economice în trimestrul II și la o inflexiune a economiei (de la recesiune la relansare graduală, în termeni trimestru/trimestru) la jumătatea anului curent, scenariu condiționat, însă, în primul rând, de neintensificarea factorilor de risc (atât globali, dar și a celor specifici Uniunii Monetare).

Acest scenariu este susținut de ameliorarea recentă a indicatorilor de sentiment calculați de Comisia Europeană, care exprimă premise de stabilizare a tendinței descendente pentru investițiile în economia reală. Această evoluție a fost determinată atât de măsurile expansioniste recente ale Băncii Centrale Europene (reducerea dobânzii de referință la nivelul minim record de 0,5% în cadrul ședinței de politică monetară din mai), dar și de stabilizarea percepției de risc cu privire la problema datoriilor suverane.



Stabilizarea și relansarea graduală a investițiilor companiilor în economia reală ar determina o ajustare a decalajului între evoluția cererii externe nete și evoluția cererii interne.

Din perspectiva termenului scurt, se mențin, în continuare, premise mai bune pentru evoluția cererii externe nete (un ritm mai bun de evoluție a exporturilor comparativ cu ritmul de evoluție a importurilor): exporturile vor fi susținute de deprecierea cursului real efectiv al EUR cu aproximativ 5% an/an în 2012 în timp ce importurile vor resimți în continuare contextul dificil la nivelul consumului privat.



Pe de altă parte, în sfera cererii interne climatul se menține dificil, însă am putea asista la o stabilizare în a doua jumătate a anului curent, condiționată de inversarea tendinței descendente pentru formarea brută de capital fix (posibilă în contextul ameliorării percepției de risc dar și a reducerii recente a dobânzii de politică monetară).

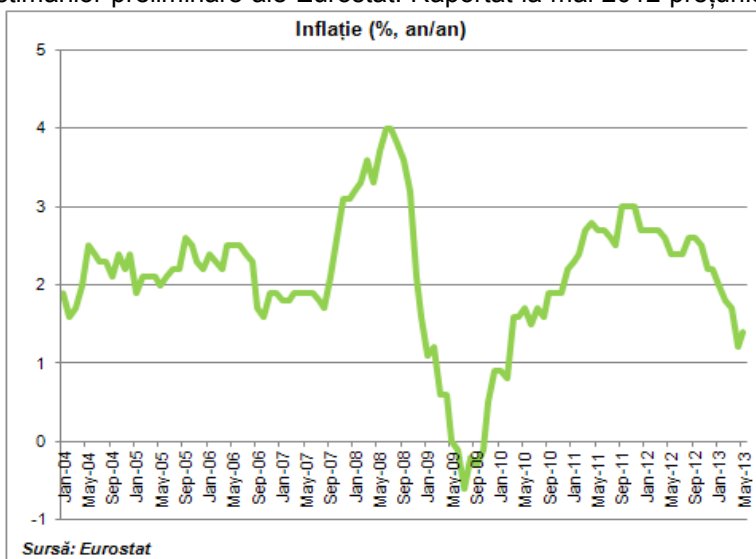
Riscuri

Se mențin o serie de factori de risc, macro-financiar, politic și social, a căror concretizare ar putea determina evoluții macroeconomice în afara intervalului de previziune:

1. Evoluția piețelor financiare internaționale (semnalele recente din piețele de bunuri și de obligațiuni exprimă premise de amplificare a volatilității cu posibilă întoarcere de tendință – din ascendentă în descendentă – pe piețele de capital, cu impact nefavorabil pentru climatul investițional);
2. Tergiversarea planurilor de reformă din sectorul bancar, cu implicații nefavorabile pentru costul finanțării proiectelor investiționale în economia reală;
3. Posibilitatea apropierii de final a expansionismului monetar din Statele Unite, ceea ce ar putea determina o creștere generalizată a costurilor de finanțare (atât în sectorul public, dar și în cel privat);
4. Riscurile de ordin politic și social, cu importante și imediate consecințe economice: spre exemplu, alegerile din Germania din septembrie;
5. Posibilitatea ca prima economie a regiunii să piardă rating-ul AAA, mai ridicată dacă se vor majora randamentele pe titluri de stat pe mapamond;
6. Amânarea implementării reformelor structurale;
7. Persistența și intensificarea divergenței economice în regiune;
8. Continuarea tendinței de deteriorare a ritmului de evoluție a PIB potențial (pe fondul declinului investițiilor și deprecierei capitalului uman).

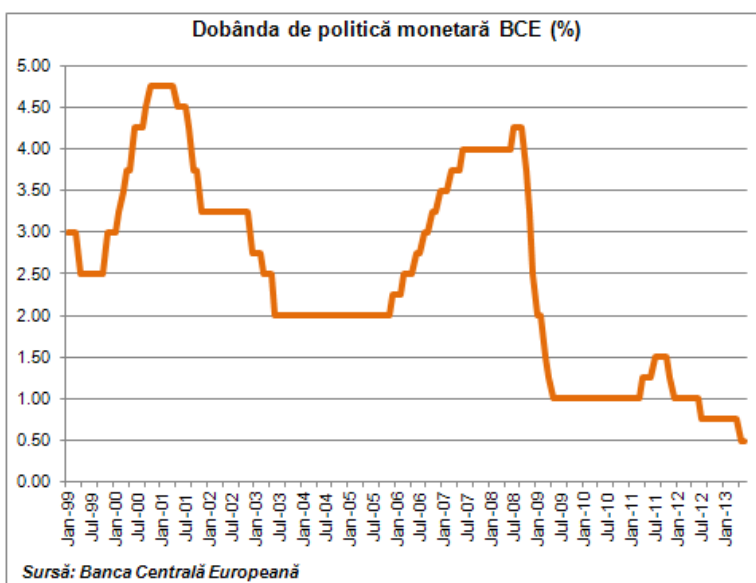
Inflația și politica monetară

Inflația a accelerat în luna mai, conform estimărilor preliminare ale Eurostat. Raportat la mai 2012 prețurile de consum din Zona Euro au crescut cu 1,4% (în accelerare de la nivelul de 1,2% an/an consemnat în aprilie), menținându-se sub ținta de inflație a Băncii Centrale Europene (în contextul persistenței evoluției economiei la un ritm sub potențial, dar și al absenței unor șocuri importante de partea ofertei). Accelerarea inflației în luna mai a fost determinată de componenta servicii (majorare cu 1,4% an/an, comparativ cu un ritm de 1,1% an/an în aprilie), dar și de componenta volatilă (în accelerare de la 2,9% an/an în aprilie la 3,3% an/an în mai). Totodată, componenta core a consemnat un avans de 1,2% an/an în mai (în accelerare raportat la nivelul de 1% an/an din aprilie).



La ședința de politică monetară din iunie Banca Centrală Europeană (BCE) a menținut dobânda de referință la nivelul minim istoric de 0,5%, decizie în linie cu estimările analiștilor, dar și cu scenariul macroeconomic central elaborat în aprilie.

De asemenea, BCE a revizuit scenariul macroeconomic central. Conform noilor previziuni, PIB-ul Zonei Euro va scădea cu 0,6% an/an în 2013, urmând să crească cu 1,1% an/an în 2014. Pentru inflație scenariul central actualizat prevede o decelerare la 1,4% an/an în 2013 și la 1,3% an/an în 2014.



În cadrul Conferinței de Presă organizată în urma evenimentului, Președintele entității, M. Draghi, a subliniat că Zona Euro se va stabili și va iniția un proces de relansare graduală în a doua jumătate a anului curent: „... **Euro-area economic activity should stabilize and recover in the course of the year albeit at a subdued pace**”. Cu toate acestea, Guvernatorul a atras atenția cu privire la factorii de risc pentru evoluția activității economice din Zona Euro în perioada următoare: incertitudinile din plan extern (evoluția economiei mondiale) și din plan intern (factorii care influențează cererea internă și întârzierea

reformelor structurale). Referitor la prețuri, Draghi a menționat că așteptările inflaționiste sunt ancorate în linie cu obiectivul de stabilitate a prețurilor (inflație sub 2% an/an), riscurile pentru scenariul central de previziune fiind: incertitudinile determinate de evoluția prețurilor la bunuri administrate, evoluția taxelor indirecte și a prețurilor internaționale la bunuri, posibilitatea unei evoluții a economiei în afara limitei inferioare a scenariului de previziune. În acest context, Guvernatorul a menționat că Banca Centrală Europeană monitorizează atent evoluția indicatorilor macro-financiari, dispunând, în continuare, de instrumente pentru susținerea economiei Zonei Euro: reducerea ratei la depozite (de la 0% în prezent); noi împrumuturi oferite băncilor; măsuri pentru susținerea pieței ABS (obligațiuni garantate cu active): „... **We will monitor very closely all incoming developments and we stand ready to act ... We have a range of different instruments** ...”. Nu în ultimul rând, Draghi a atras atenția cu privire la importanța implementării Uniunii bancare (importantă pentru consolidarea sectorului financiar-bancar, mai ales că Europa este dependentă de finanțarea din bănci).

Scenariul central 3 – 6 luni

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 de capital vom asista la modificarea tendinței (din ascendentă în descendentă).

ROMÂNIA

Activitatea economică și piața forței de muncă

Institutul Național de Statistică a comunicat datele provizorii cu privire la evoluția economiei interne în primul trimestru al anului curent.

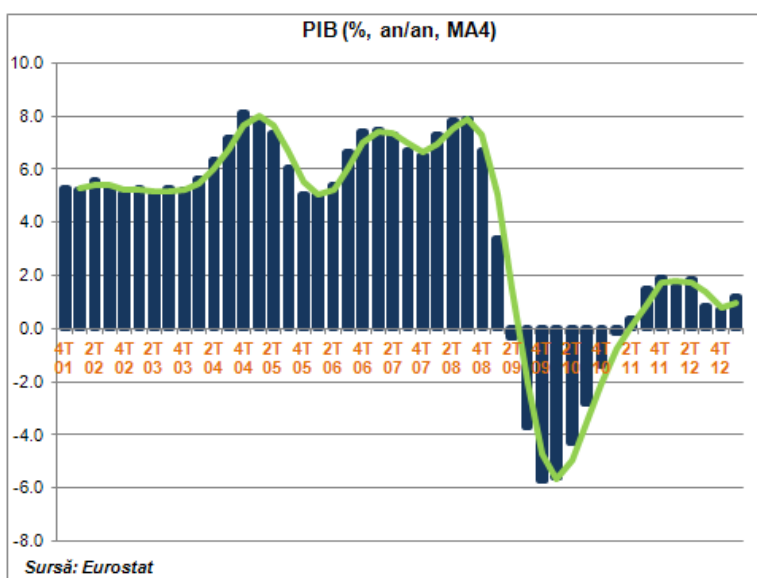
Comparativ cu estimările flash (comunicate pe 15 mai) entitatea a revizuit în creștere datele privind evoluția PIB, la 0,7% qoq (2,2% an/an, seria brută).

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

Evoluția economiei interne în trimestrul I a fost susținută de cererea externă netă, dat fiind că exporturile au crescut cu 7,4% qoq (3,9% an/an), în timp ce importurile s-au majorat cu doar 1,7% qoq (scădere de 1,7% an/an).

Pe de altă parte, cererea internă a avut o contribuție negativă la formarea ritmului de evoluție a economiei în primele 3 luni ale anului: consumul privat (principala componentă a PIB) s-a contractat cu 0,5% qoq (declin de 0,2%



an/an), formarea brută de capital a scăzut cu 1,3% qoq (2,8% an/an), în timp ce consumul guvernamental a consemnat un declin de 1,6% qoq (0,1% an/an).

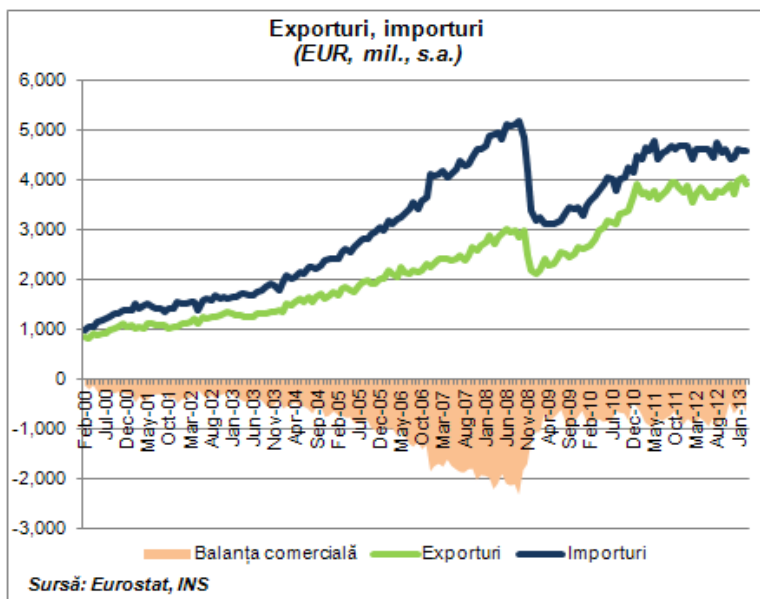
Analizând contribuția ramurilor de activitate la dinamica PIB, se remarcă industria cu un avans de 1,3% qoq (2,6% an/an), evoluție determinată de impulsul cererii externe. De asemenea, sectorul de construcții a crescut cu 1,2% qoq (1,6% an/an). Nu în ultimul rând, creșteri importante au consemnat și serviciile de comerț, transport, HORECA (0,4% qoq, 3,2% an/an) și tranzacțiile imobiliare (1,3% qoq, 2,6% an/an). Pe de altă parte, sectorul primar (agricultură, silvicultură și pescuit) s-a contractat cu 0,5% qoq (8% an/an).

Datele dezagregate exprimă faptul că ritmul de evoluție a economiei interne în trimestrul I nu pare sustenabil (nefiind determinat de investiții). Practic, companiile au destocat în T1 și au redus volumul investițiilor. Totodată, rămâne de văzut dacă dinamica exporturilor (motorul creșterii în T1) este sustenabilă.

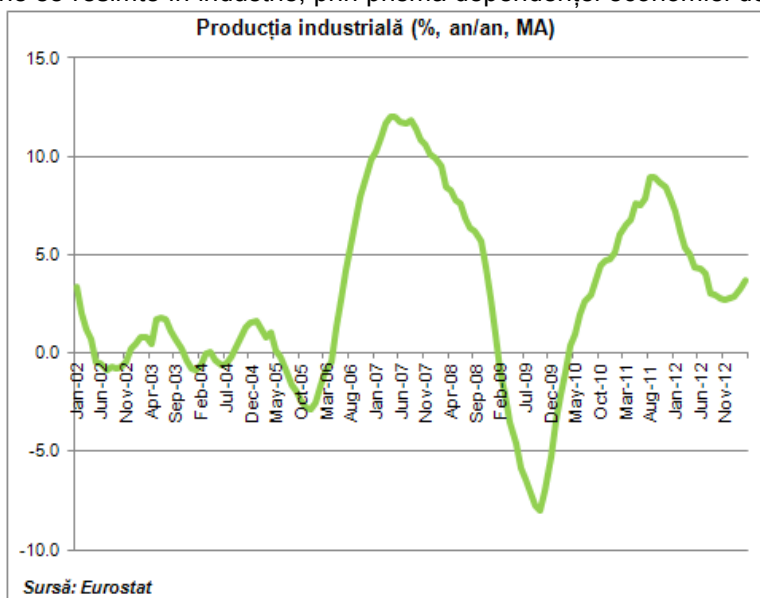
Indicatorii macroeconomici comunicați pe parcursul ultimelor săptămâni au consemnat evoluții mixte, exprimând trei aspecte: pe de o parte, dinamica PIB din primele 3 luni ale anului pare să nu fie sustenabilă, nefiind acompaniată de investiții; pe de altă parte, am asistat la ameliorarea indicatorilor din sfera cererii interne, care ar putea fi, însă, de natură strict temporară (influențată de 1 Mai și Sărbătorile Pascale); nu în ultimul rând, economia continuă să se confrunte cu o serie de provocări post-recesiuni, care determină prelungirea evoluției sub potențial și deteriorarea acestui indicator.

La nivelul cererii externe am asistat la semnale de temperare, expresie a faptului că dinamica din primele luni ale anului nu pare sustenabilă.

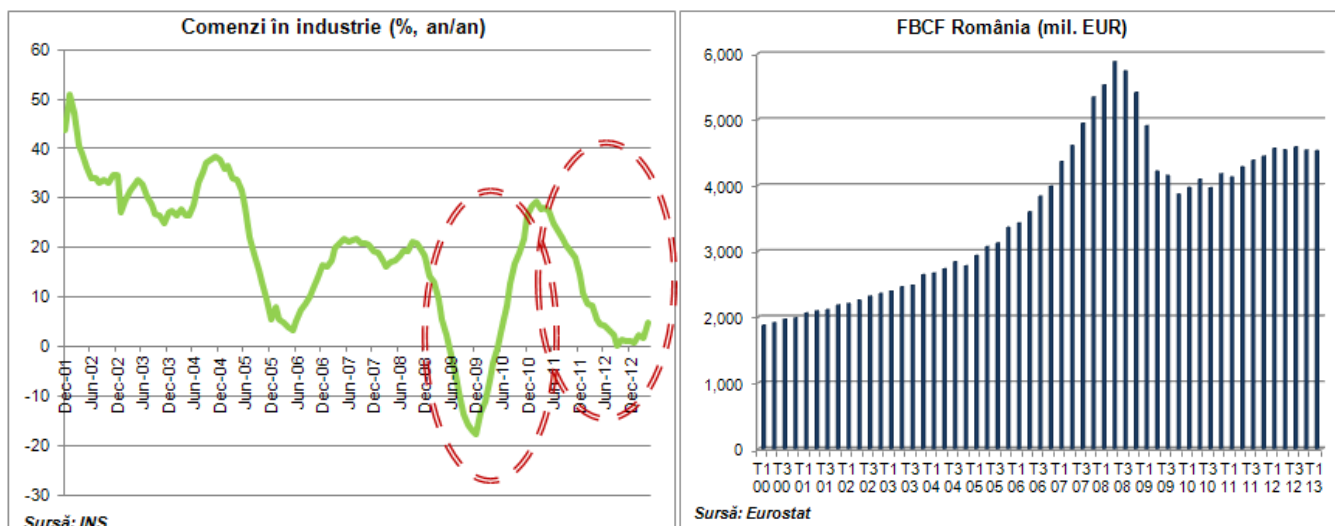
Exporturile au scăzut cu 3,6% mom în martie, la 3,9 mld. EUR, în timp ce importurile s-au majorat cu 0,4% mom, la 4,6 mld. EUR, conform datelor Eurostat. Comparativ cu martie 2012 dinamica exporturilor a decelerat la 5,2% (de la 14,4% an/an în februarie), în timp ce importurile s-au contractat cu 0,6%. Astfel, balanța comercială a înregistrat un deficit de 673 mil. EUR în martie, în accentuare raportat la februarie (cu 164 mil. EUR), dar în atenuare comparativ cu martie 2012 (cu 222 mil. EUR).



Evoluția indicatorilor din sfera cererii externe se resimte în industrie, prin prisma dependenței economiei de mecanismul exporturi / investiții în industria prelucrătoare. Producția industrială a crescut cu 0,3% mom în martie, însă ramura prelucrătoare a consemnat un avans de doar 0,1% mom. Practic, dinamica producției industriale în martie a fost susținută de ramura utilități/energie (creștere cu 5,7% mom), care a contrabalansat declinul industriei miniere (cu 3,4% mom). Raportat la martie 2012 producția industrială a crescut cu 5,5%, evoluție determinată de ramura prelucrătoare (avans de 6,8% an/an, evoluție în decelerare comparativ cu februarie).

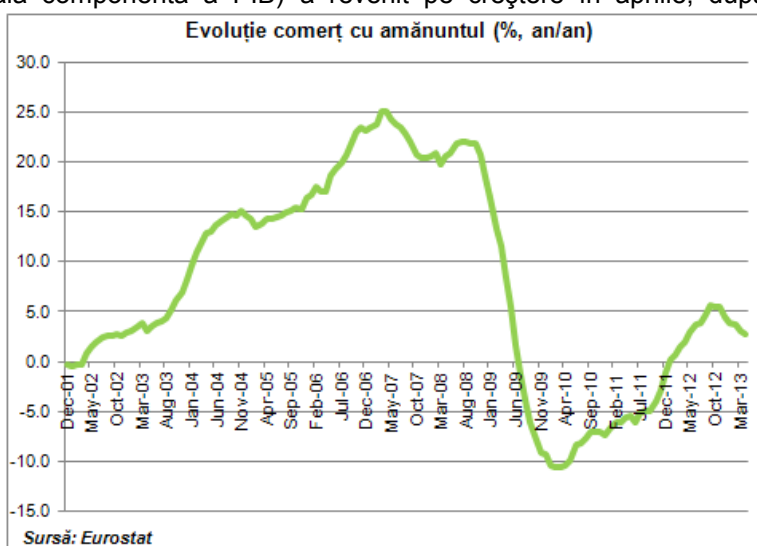


Cu toate acestea, comenzile noi în industrie au accelerat în aprilie (ritm de 31,3% an/an), evoluție care exprimă premise de continuare a tendinței ascendente pentru producția industrială din perspectiva termenului scurt. În primele 4 luni ale anului comenzile în industrie au crescut cu 9,1% an/an, remarcându-se componenta bunuri de capital (cu un avans de 21,3% an/an), ceea ce generează premise optimiste pentru fluxurile investiționale în economia reală în lunile următoare.



Totodată, sectorul de construcții s-a stabilizat (după tendința descendentă inițiată la jumătatea anului 2012). Acest sector (intensiv în capital și forță de muncă) a crescut pentru a doua lună consecutiv în martie, cu 2,7%. Se remarcă evoluția componentei construcții noi, în creștere cu 6% mom. Comparativ cu martie 2012 ritmul de evoluție a revenit în teritoriu pozitiv (0,5%, comparativ cu declinul de 4,3% an/an din februarie).

De asemenea, consumul privat (principală componentă a PIB) a revenit pe creștere în aprilie, după contracția din trimestrul I. După două luni de declin, vânzările din comerțul cu amănuntul au crescut cu 2% mom în aprilie, evoluție determinată de componentele bunuri ne-alimentare (creștere cu 5,1% mom) și carburanți (avans de 3% mom). Raportat la aprilie 2012 comerțul cu amănuntul a crescut cu 1,2%, evoluție determinată, în principal, de componenta bunuri ne-alimentare (creștere cu 6% an/an). În primele 4 luni ale anului vânzările din



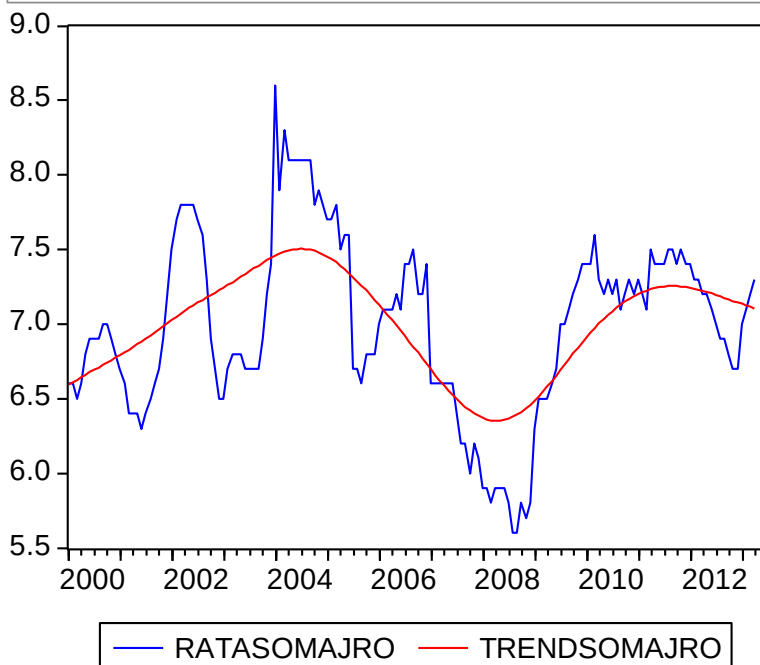
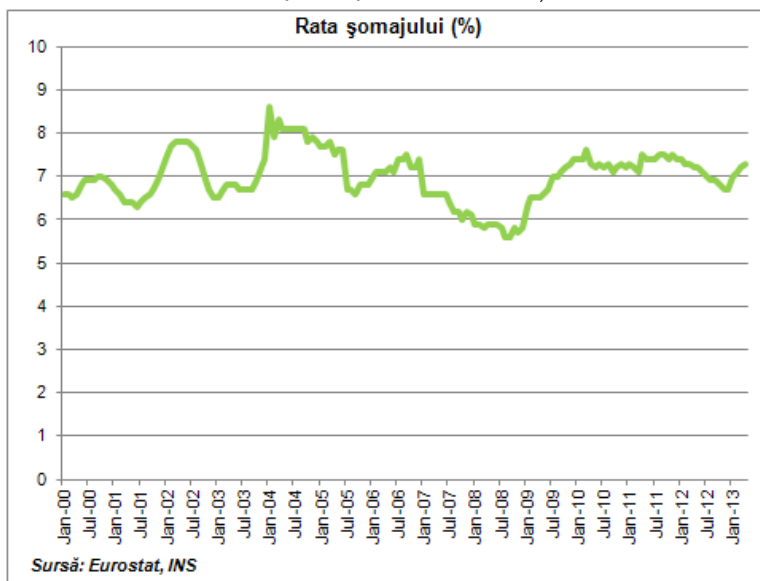
comerțul cu amănuntul au crescut cu 1% an/an, pe fondul evoluției componentelor bunuri ne-alimentare (creștere cu 3,5% an/an) și bunuri alimentare (avans de 1,4% an/an) (pe de altă parte, vânzările de carburanți au scăzut cu 2,8% an/an).

Nu în ultimul rând, consumul guvernamental a crescut în primele 4 luni ale anului cu 7,6% an/an (în termeni nominali), evoluție influențată de plata în avans a salariilor în perioada Sărbătorilor Pascale.

În piața forței de muncă climatul a continuat să se deterioreze în aprilie, pe fondul evoluției economiei la un ritm sub potențial. Comparativ cu luna martie numărul de șomeri s-a majorat cu 7 mii, la 712 mii. Rata șomajului a crescut la 7,3% - nivelul maxim din martie 2012. De asemenea, trebuie menționat faptul că Institutul Național de Statistică a revizuit în creștere rata șomajului din primele 3 luni ale anului (la 7% în ianuarie, 7,1% în februarie și 7,2% în martie).

Evoluția indicatorilor laborali în ultimele luni poate exprima faptul că ritmul de evoluție a economiei din primul trimestru nu este sustenabil.

În continuare atrag atenția cu privire la faptul că acest nivel al șomajului este determinat, în principal, de componenta structurală (după cum se poate observa în graficul alăturat). Cu alte cuvinte, pentru diminuarea nivelului actual al șomajului sunt necesare investiții importante în economia reală și continuarea reformelor structurale în piața forței de muncă.



Scenariul central 3 – 6 luni

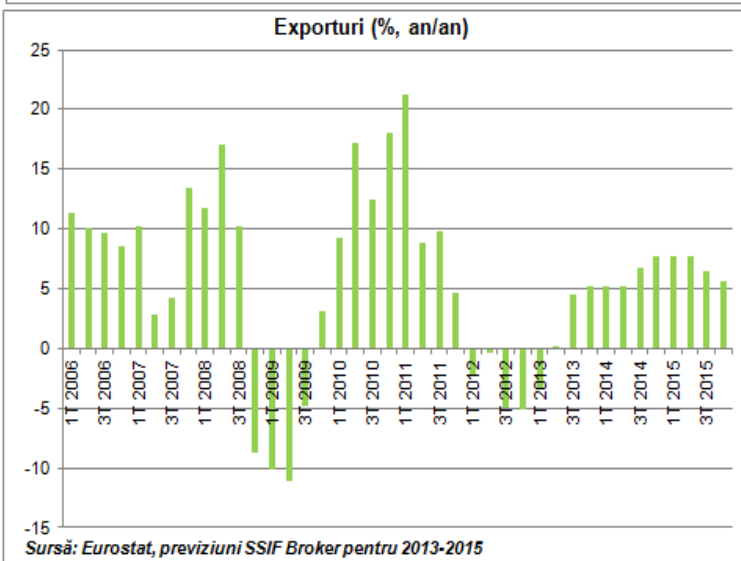
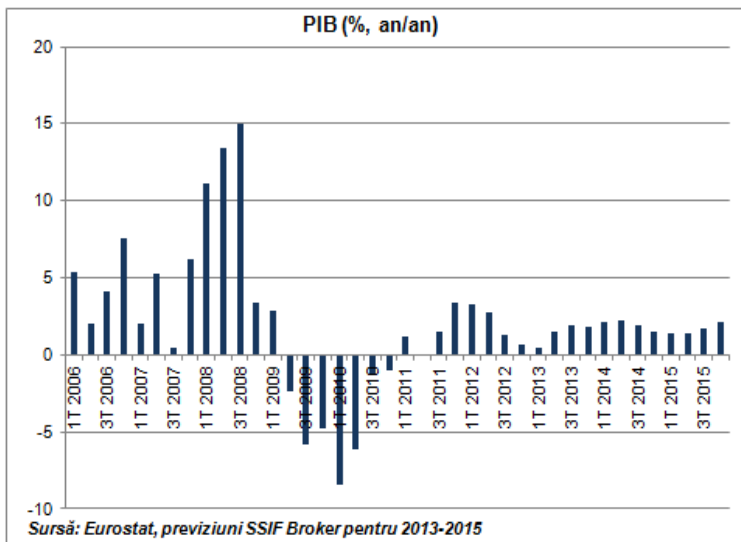
Evoluțiile recente ale indicatorilor macroeconomici interni s-au situat în linie cu estimările din scenariul macroeconomic central din Raportul macroeconomic din aprilie. Nu voi modifica acest scenariu central până la comunicarea datelor finale cu privire la evoluția economiei în trimestrul I.

Scenariul macroeconomic central se axează pe continuarea și accelerarea procesului de relansare graduală a economiei interne (în convergență către ritmul potențial) în a doua jumătate din 2013 și prima jumătate din 2014 (ritmuri de creștere economică în intervalul (1,5% : 1,9%) an/an în perioada T2 – T4 2013; accelerare a economiei de la 1,4% an/an în 2013 la 2% an/an în 2014).

Această evoluție ar urma să fie susținută de mecanismul exporturi / investiții în industria prelucrătoare (cererea internă nu dispune de forța necesară pentru a propulsa economia într-un nou ciclu economic).

Conform scenariului macroeconomic central, exporturile ar urma să crească cu 1,6% an/an în 2013 și cu 6,2% an/an în 2014. Acest scenariu are la bază stabilizarea și relansarea graduală a economiei Zonei Euro (începând cu a doua jumătate a anului curent), câștigul de competitivitate pe termen scurt determinat de evoluțiile cursului de schimb, dar și concretizarea graduală a potențialului de export către țările din afara Uniunii Europene.

În mod normal, impulsul favorabil din sfera exporturilor se va resimți la nivelul industriei prelucrătoare (prin accelerarea investițiilor în această ramură a economiei). Conform scenariului macroeconomic central formarea brută de capital fix ar putea crește cu 4,1% an/an în 2013 și cu 6,6% an/an în 2014, evoluție susținută și de declinul dobânzilor (atât prin prisma evoluției costului finanțării statului, dar și a semnalelor de reducere a dobânzii de referință de către BNR în a doua jumătate a anului curent).

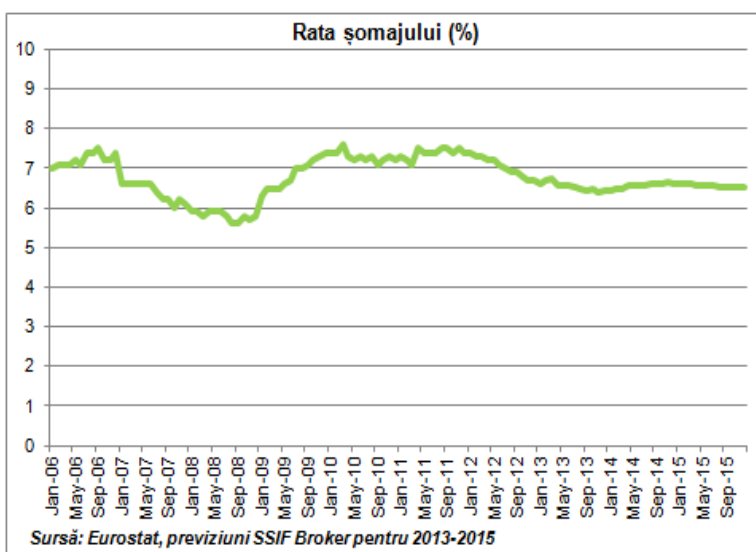
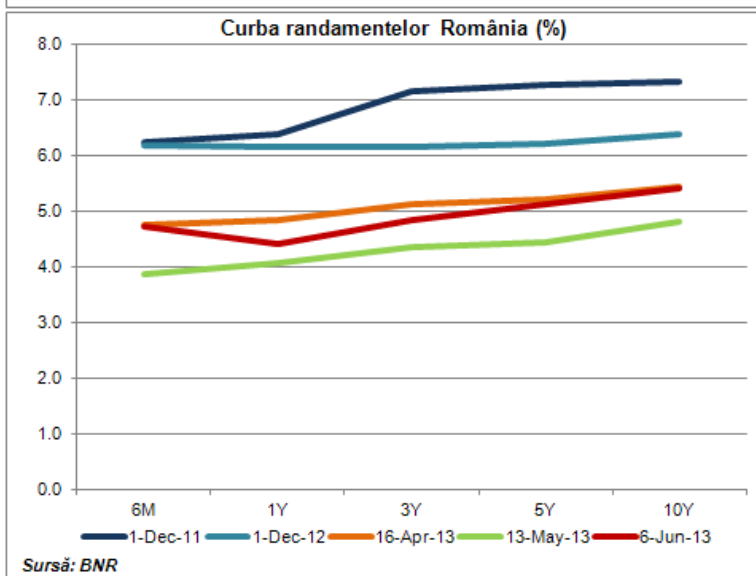
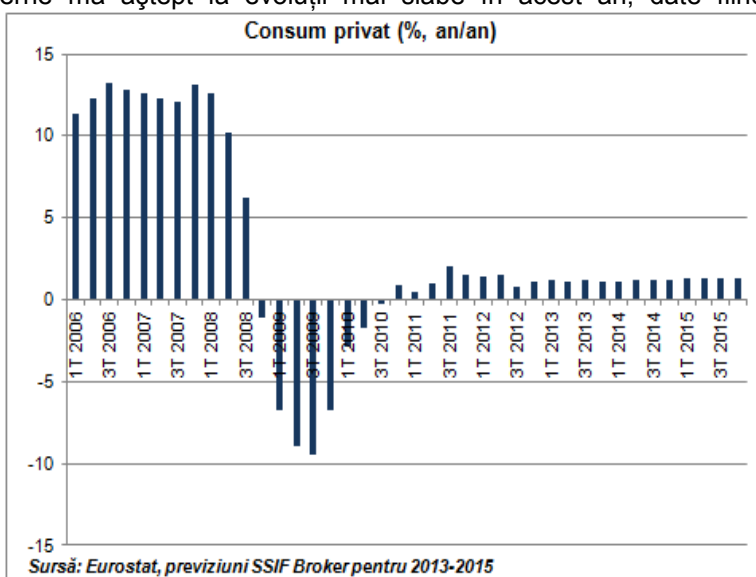


Pentru celelalte elemente ale cererii interne mă aștept la evoluții mai slabe în acest an, date fiind provocările cu care se confruntă economia în perioada post-recesiuni: continuarea consolidării bugetare; condițiile dificile din piața forței de muncă și din sfera creditării bancare; deficitul de capital și procesul de deleveraging; inflația (încă) ridicată.

În scenariul central consumul privat (principala componentă a PIB) ar putea crește cu 1,1% an/an în 2013.

Pe de altă parte, consumul guvernamental ar putea să se contracte cu până la 1% an/an în 2013. Deși România a ieșit temporar din efectul de datorie publică (ceea ce ajută procesul de consolidare bugetară), atrag atenția cu privire la faptul situația finanțelor publice se menține fragilă, iar în iunie expiră termenul limită pentru implementarea angajamentelor convenite cu FMI. Aceste elemente interne au contribuit, de altfel, la reducerea expunerii străinilor pe titluri de stat în debutul lunii iunie (curba randamentelor s-a inversat temporar pe scadența scurtă).

Pentru piața forței de muncă mă aștept la o ameliorare graduală a condițiilor, pe măsura relansării investițiilor în economie. Conform scenariului macroeconomic central rata șomajului s-ar putea reduce la 6,5% în 2013. Nivelul curent al șomajului este determinat, în principal, de componenta structurală, pentru diminuarea acestuia

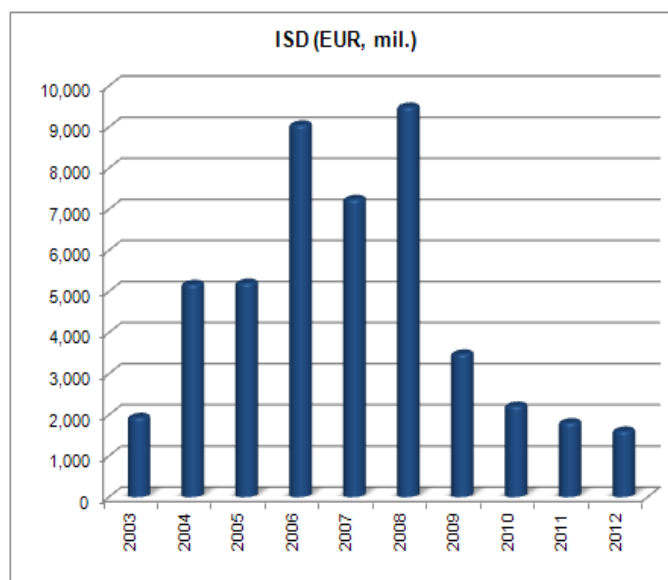
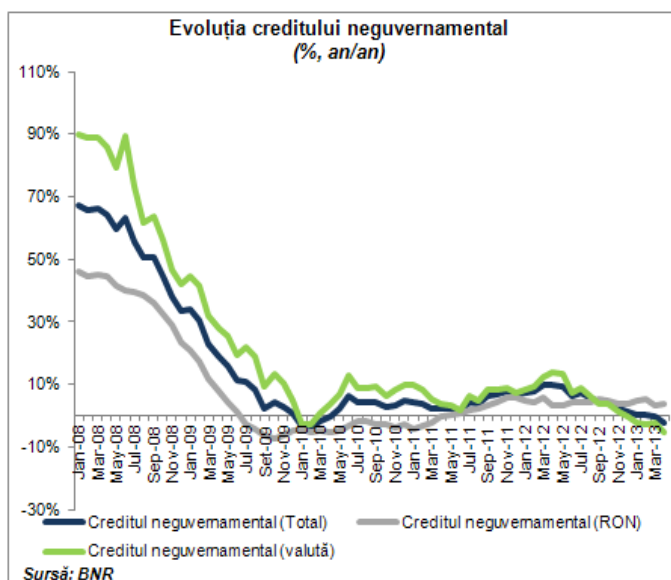


fiind necesare investiții importante în economia reală și noi reforme în piața forței de muncă.

Riscuri

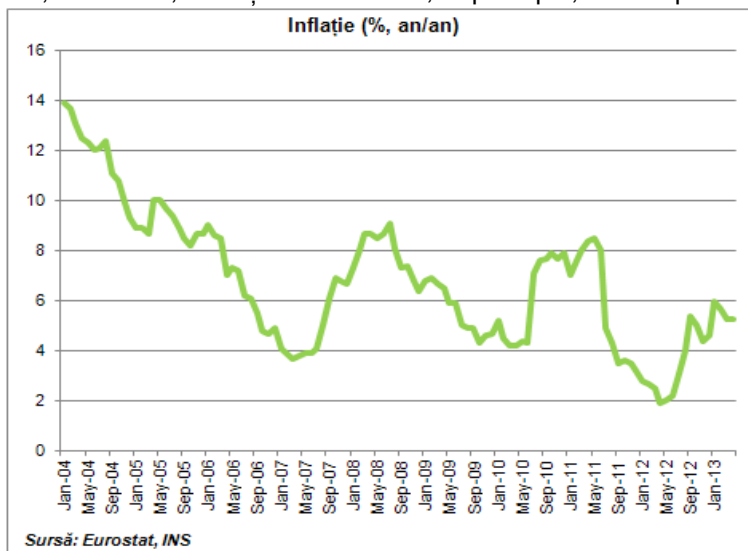
Atrag atenția cu privire la faptul că materializarea acestui scenariu central de previziune este condiționată de neintensificarea factorilor de risc, externi și interni, printre care menționez:

1. Posibilitatea reintensificării incertitudinilor macro-financiare globale și europene (sunt semnale de creștere a volatilității și schimbare de tendință pe piețele de capital din economiile mature) cu impact nefavorabil pentru fluxurile internaționale de capital orientate către economia internă;
2. Finalul acordului încheiat cu Instituțiile Financiare Internaționale și riscurile asociate negocierilor unui nou acord preventiv (mai ales în contextul întârzierilor în realizarea obiectivelor angajate: ariate, reforme structurale, etc.);
3. Persistența și prelungirea secetei de capital în economie cu impact nefavorabil pentru capitalul uman (depreciere);
4. Riscurile asociate fluctuației cursului valutar (stabilitatea financiară);
5. Posibilitatea persistenței inflației la un nivel ridicat și în a doua jumătate a anului curent;
6. Factorii de incertitudine de natură politică.



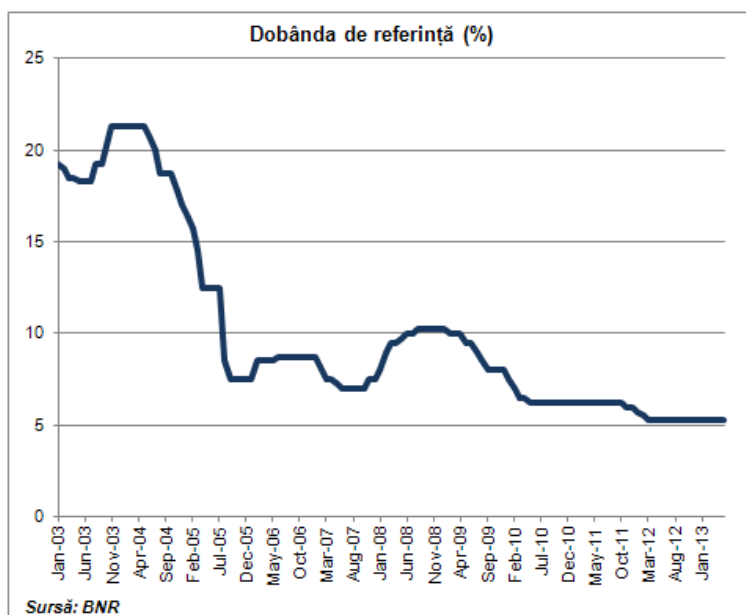
Inflația și politica monetară

În aprilie prețurile de consum au crescut cu 0,11% mom, evoluție determinată, în principal, de componenta bunuri ne-alimentare (avans de 0,17% mom, pe fondul majorării prețurilor la tutun cu 2,76% mom). Prețurile la servicii au crescut cu 0,13% mom, în timp ce prețurile la bunuri alimentare au stagnat. Componenta core a consemnat un avans de 0,1% mom. Raportat la aprilie 2012 inflația s-a situat la 5,29% (în ușoară accelerare comparativ cu nivelul de 5,25% an/an din martie).



La ședința de politică monetară din luna mai (a 4-a din 2013) Banca Națională a României a decis menținerea dobânzii de referință la 5,25% și ratele rezervelor minime obligatorii aplicabile pasivelor în RON și valută ale instituțiilor de credit, la 15%, respectiv 20%, decizii în linie cu scenariul macroeconomic central. Entitatea a decis însă reducerea cu 1 p.p. a intervalului ratelor dobânzilor facilităților permanente la +-3 p.p. (de la +-4 p.p): astfel, dobânda Lombard s-a diminuat la 8,25%, în timp ce dobânda pentru facilitatea depozit s-a majorat la 2,25%.

În Comunicatul ședinței de politică monetară BNR subliniază temperarea recentă a presiunilor inflaționiste (inflație de 5,25% an/an în martie, inflație CORE2 ajustat de 3% an/an, dar și ritmuri lunare minime istorice pentru prețurile de consum), precum și persistența evoluției economiei la un ritm sub potențial, dar și evoluția nefavorabilă a creditului neguvernamental. Totodată, Comunicatul exprimă faptul că BNR a revizuit în scădere previziunile privind evoluția inflației în trimestrele următoare, dar atrage atenția cu privire la faptul că se mențin riscuri privind acest nou scenariu central: volatilitatea fluxurilor de capital orientate spre România, persistența rigidităților structurale în economia internă. Comunicatul BNR exprimă posibilitatea unor reduceri ale dobânzii de politică monetară în trimestrele următoare: "... **CA al BNR reiterează că BNR**



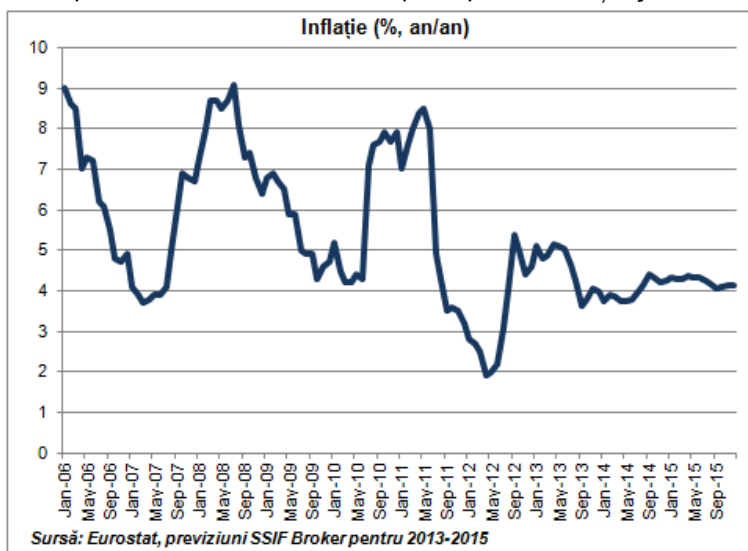
monitorizează atent evoluțiile interne și ale mediului economic internațional, astfel încât, prin ajustarea treptată a conduitei politicii monetare și utilizarea adecvată a instrumentelor de care dispune, să asigure stabilitatea prețurilor pe termen mediu și stabilitatea financiară, iar pe această bază să creeze premisele unei creșteri economice sustenabile...”

În Brief-ing-ul de Presă organizat după ședința de politică monetară Guvernatorul BNR a menționat că entitatea bancară centrală este pregătită să reia procesul de normalizare a dobânzii de politică monetară în a doua jumătate a anului curent. Ritmul de reducere a dobânzii de politică monetară în trimestrele următoare va fi dependent de evoluția inflației (condiționată de recolta agricolă) și a indicatorilor din sfera economiei reale.

Banca Națională a României a publicat Raportul Trimestrial cu privire la inflație (al doilea din acest an). Pe de o parte, Raportul subliniază atenuarea presiunilor inflaționiste, în contextul aprecierii monedei naționale, dar și a diminuării impactului șocului negativ de partea ofertei de produse alimentare (din a doua jumătate a anului trecut, în contextul recoltei agricole slabe). Pe de altă parte, Banca Centrală notează o ameliorare a anticipațiilor inflaționiste în economia internă. În acest context, entitatea a redus previziunea privind evoluția inflației la finele anului curent (de la 3,5% an/an la 3,2% an/an). Această reducere a fost determinată de componenta combustibili (revizuire în scădere cu 0,3 p.p., la 0,1% an/an), dar și de componenta LFO (legume, fructe, ouă) (revizuire în scădere de la 0% an/an la -0,2% an/an).

Scenariul central

Mențin scenariul macroeconomic central de la Raportul Macroeconomic din aprilie pentru inflație și deciziile de politică monetară: inflația ar putea accelera la 4,5% an/an în 2013 (medie anuală). Acest scenariu încorporează o inflație de peste 5% an/an în prima jumătate a anului curent (în contextul evoluției prețurilor la bunuri alimentare, dar și la bunuri administrate) și o decelerare a inflației în a doua jumătate a anului (condiționată de o recoltă agricolă mai bună comparativ cu 2012). Caeteris paribus (dacă nu vom asista la noi șocuri inflaționiste), inflația ar putea decelera la 4% an/an în 2014.



În ceea ce privește politica monetară a BNR mă aștept la reducerea dobânzii de referință de cel puțin două ori cu câte 0,25% în cele 4 ședințe de politică monetară programate pentru a doua jumătate a anului curent (următoarea la începutul lunii iulie). După părerea mea, decizia cu privire la diminuarea intervalului între

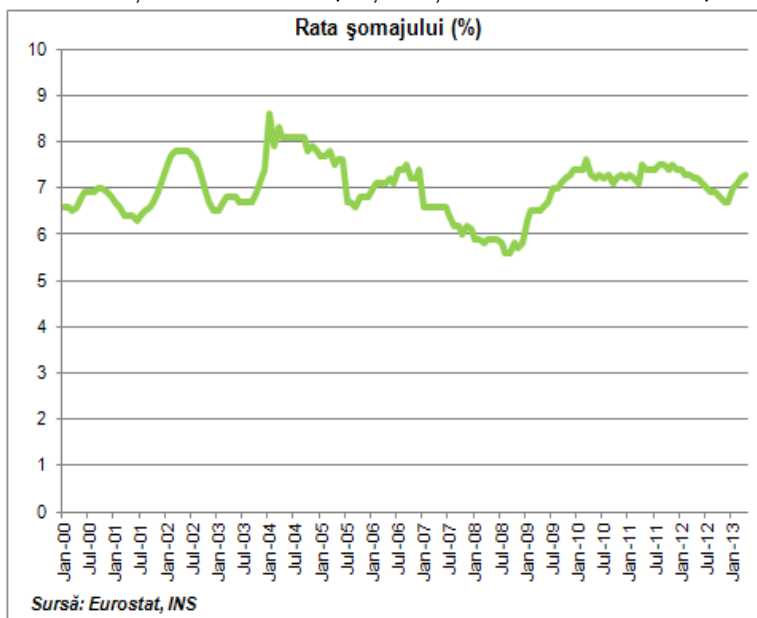
dobânda Lombard și dobânda la facilitatea depozite (de la +/- 4 p.p. la +/- 3 p.p.) exprimă faptul că BNR este pregătită să reducă dobânda de politică monetară cu 1 p.p. (la 4,25%) până în primăvara anului 2014. Cu toate acestea, subliniez faptul că acest scenariu central este dependent de evoluția inflației și anticipațiilor inflaționiste, a altor indicatori din economia financiară (cursul de schimb), dar și din economia reală. Spre exemplu, evoluțiile valutare din debutul lunii iunie ar putea determina întârzierea / amânarea ciclului de reducere a dobânzii de referință.

PIAȚA FORȚEI DE MUNCĂ DIN ROMÂNIA

Institutul Național de Statistică (INS) a publicat evoluția climatului din piața forței de muncă în luna aprilie.

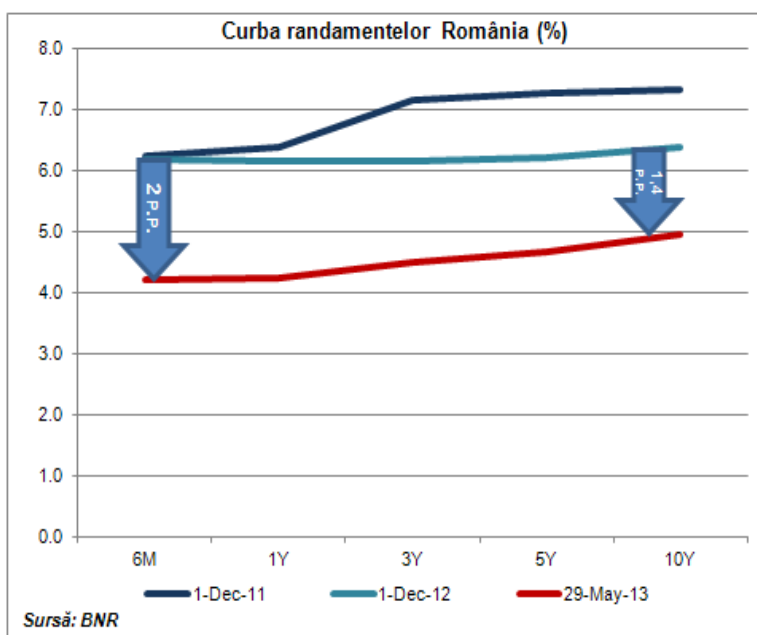
Conform datelor INS numărul de șomeri s-a situat la 712 mii luna trecută, în creștere cu 7 mii comparativ cu luna martie și cu 1 mie raportat la aprilie 2012. Rata șomajului a crescut la 7,3% în aprilie (nivelul maxim din luna martie 2012), dar se menține cu mult sub nivelul consemnat în Zona Euro (12,2% în aprilie, conform datelor Eurostat).

Totodată, INS a revizuit în creștere rata șomajului pentru primele 3 luni ale anului: la 7% în ianuarie, 7,1% în februarie, respectiv 7,2% în martie.



Evoluția recentă a climatului din piața forței de muncă nu ar trebui să surprindă, date fiind evoluția economiei sub potențial, deteriorarea potențialului economic intern de la declanșarea Marii Recesiuni, dar și problemele structurale cu care se confruntă cererea și oferta de muncă.

Deși economia internă a accelerat în primul trimestru din acest an (conform estimărilor preliminare ale INS, PIB-ul a crescut cu 0,5% qoq), o serie de indicatori (creditul neguvernamental, investițiile străine directe, încasările la bugetul de stat, rata șomajului) exprimă faptul că această evoluție a economiei nu pare să fie sustenabilă. Cu alte cuvinte, se pare că nu am asistat la relansarea durabilă a fluxurilor investiționale în economia reală, deși percepția cu privire la riscul investițional pe plan intern s-a ameliorat în continuu după rezultatul alegerilor generale de la finele anului trecut (fapt demonstrat de declinul costurilor de finanțare a statului



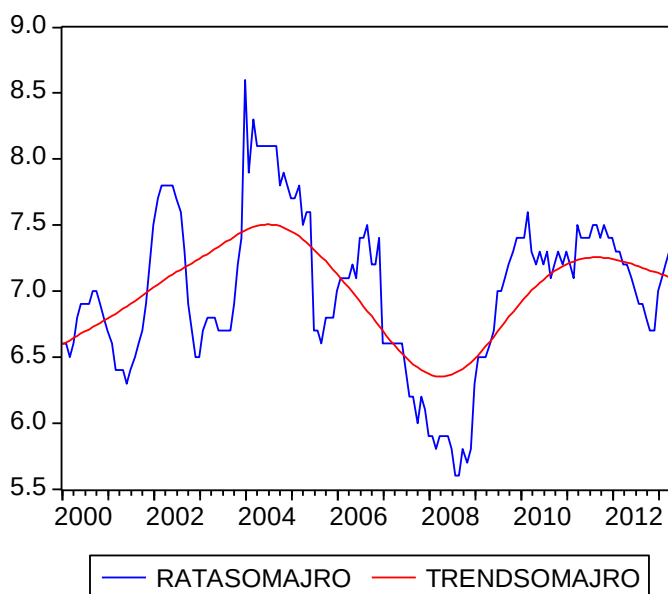
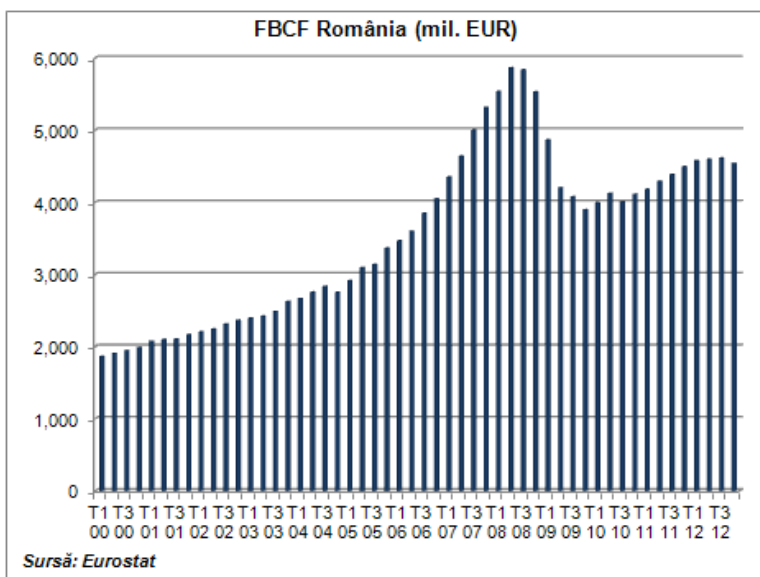
către niveluri minime record). Acest aspect este confirmat de evoluția formării brute de capital fix, care la sfârșitul anului trecut se situa cu aproximativ 23% sub nivelul maxim înregistrat în prima jumătate a anului 2008.

Evoluția nefavorabilă a investițiilor în economia reală pe parcursul ultimilor 5 ani a avut impact nefavorabil pentru capitalul uman (deprecierea acestuia), și, implicit, pentru ritmul de evoluție a PIB potențial (deteriorare severă, către nivelul consemnat la începutul deceniului trecut).

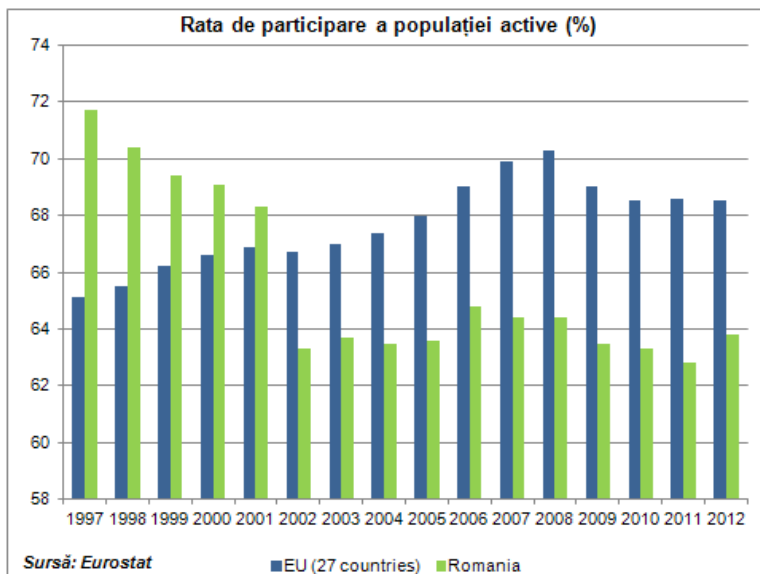
Aceste evoluții au determinat o creștere a șomajului structural în România, de la aproximativ 6,3% în 2008 la circa 7,1% în prezent (după cum se poate observa în graficul alăturat) (pentru estimarea componentei structurale a ratei șomajului am utilizat filtrul econometric Hodrick-Prescott și baza de date Eurostat).

Cu alte cuvinte, se poate spune că nivelul actual al șomajului din România este determinat, în principal, de componenta structurală.

Din analiza succintă de mai sus, se poate desprinde o altă concluzie interesantă: faptul că șomajul structural se situa la un nivel ridicat inclusiv în perioada de expansiune de dinainte de Marea Recesiune (în anii de boom, componenta structurală a ratei șomajului s-a diminuat cu doar 1,2 p.p., de la 7,5% la 6,3%).

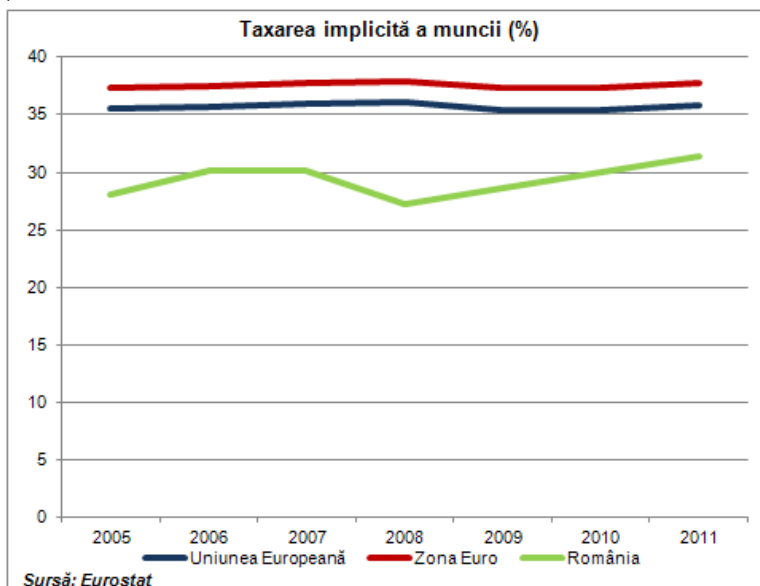


Această evoluție poate exprima cel puțin două aspecte: pe de o parte, investițiile masive în economia României până la declanșarea Marii Recesiuni nu au determinat o ameliorare durabilă a potențialului economiei interne (de altfel, mare parte din aceste investiții au vizat sectoarele mai puțin expuse concurenței internaționale: imobiliar, comerț intern, bancar); pe de altă parte, nivelul ridicat al șomajului structural din perioada de boom poate constitui o expresie a problemelor de natură structurală din piața forței de muncă (printre care menționez șomajul ridicat în rândul tinerilor (rată de peste 22%) – cu implicații nefavorabile pentru mersul economiei pe termen mediu/lung, rata redusă de participare a populației active, nivelul redus al investițiilor în cercetare/dezvoltare, și, implicit, în capitalul uman, migrația forței de muncă calificate, problema mobilității intra și inter-sectoriale a forței de muncă, etc.).

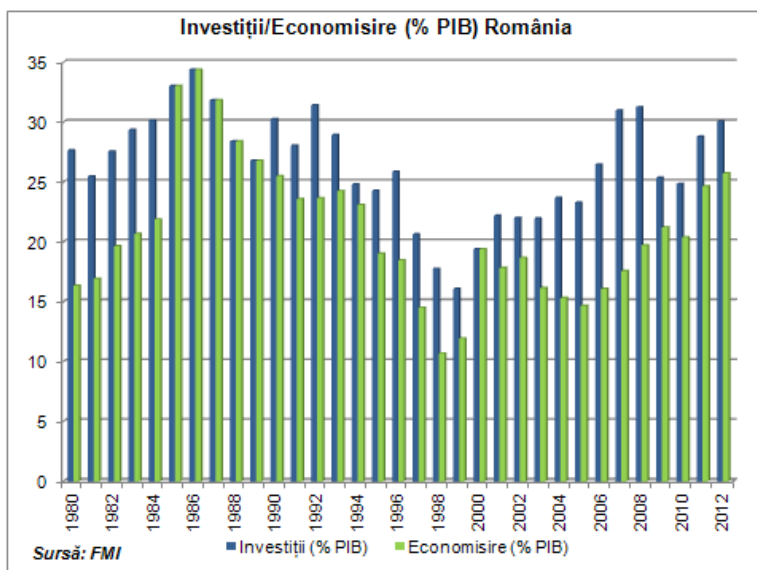


După părerea mea, problemele pieței forței de muncă din România nu sunt determinate, în principal, de aspecte fiscale. După cum se poate observa în graficul alăturat, la nivelul anului 2011 (cele mai recente date disponibile ale Eurostat) taxa implicită pe muncă se situa la doar 31,4% în România, cu mult sub media din Uniunea Europeană (35,8%) sau media din Zona Euro (37,7%).

Cu alte cuvinte, pentru diminuarea nivelului actual al șomajului sunt necesare ample fluxuri investiționale în economia reală (care să dinamizeze piața forței de muncă), precum și continuarea reformelor laborale structurale (atât în sectorul privat, dar mai ales în sectorul public).



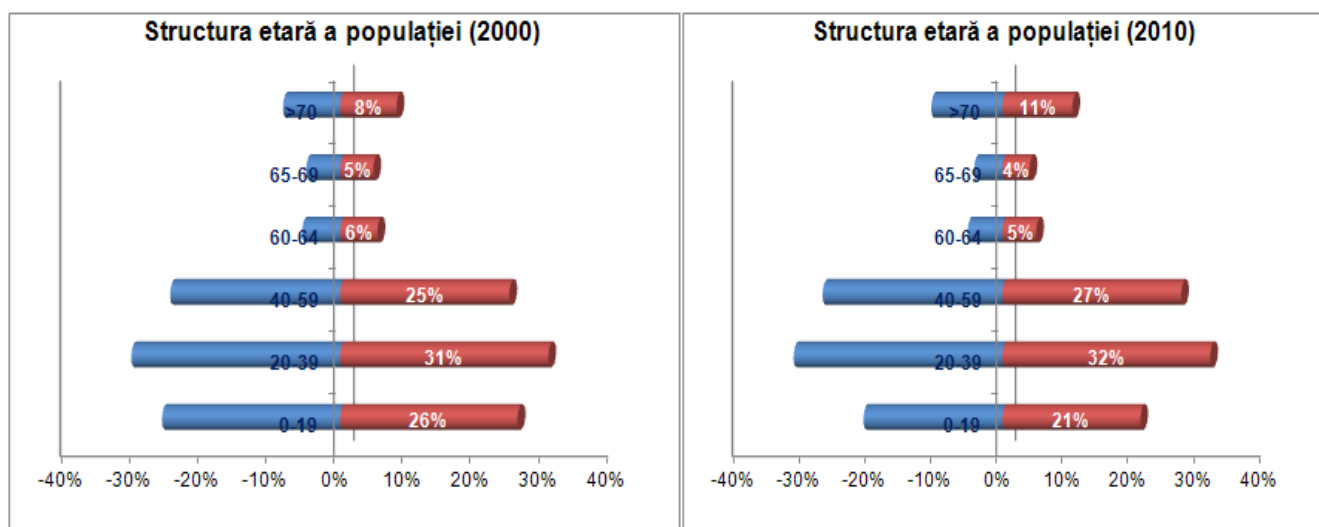
Problema relansării investițiilor la un ritm durabil pe plan intern este cunoscută, din nefericire pe parcursul ultimilor ani nefiind rezolvată. Economia continuă să fie dependentă de capitalul străin (nu dispune de exces de economisire în interior), potențialul economic s-a deteriorat, iar la nivelul sectoarelor cu potențial persistă o serie de probleme de anvergură, de la cea a liberalizării (în energie), la investiții și atragere de fonduri europene (în infrastructură), până la fragmentare (în agricultură). Mai mult, deocamdată nu există o strategie credibilă de dezvoltare pe termen mediu și lung, o prioritizare a motoarelor economiei din perspectiva termenului lung. De la declanșarea Marii Recesiuni până în prezent autoritățile responsabile cu implementarea politicilor economice s-au limitat cu răspunsuri (în mare parte pasive), în direcția realizării ajustării macroeconomice.



În ceea ce privește reformele structurale din piața forței de muncă, menționez faptul că Noul Cod al Muncii adoptat în 2011 nu a avut o contribuție determinantă la flexibilizarea pieței forței de muncă. Acest instrument a condus la apariția unei piețe secundare a forței de muncă, caracterizată prin contracte temporare și / sau cu normă redusă. Cu alte cuvinte, sunt necesare în continuare măsuri structurale (în direcția reducerii gradului de rigiditate a contractelor laborale, pentru a eficientiza trinomul vechime/competență/productivitate) la nivelul pieței primare a forței de muncă în România.

Nu în ultimul rând, piața internă a forței de muncă se confruntă cu o problemă de mentalitate, atât la nivel de angajator, dar și la nivel de angajat. Pe de o parte, mă refer la percepția dominantă cu privire la rolul capitalului uman într-o unitate economică și la importanța investiției permanente în acest factor de producție. Pe de altă parte, mă refer la percepția dominantă cu privire la importanța acordată formării profesionale continue de-a lungul vieții active. Totodată, atrag atenția cu privire la relația între salariu și productivitate (statele care au încurajat crearea de locuri de muncă la salarii apropiate de minimul pe economie nu au reușit să urce pe scara competitivității).

Concluzionând, piața forței de muncă din România se confruntă cu o serie de provocări importante din perspectiva termenului mediu și lung. Fără o adresare responsabilă a acestor probleme nu vom asista la o ameliorare a potențialului economiei interne, problema deficitului din sistemul de pensii va persista, iar fluxurile de migrație a populației active se vor intensifica (existând riscuri importante pentru evoluția economiei pe termen mediu și lung: pe de o parte, riscul fenomenului de brain drain (fără reforme talentele vor continua să ofere forța de muncă unor companii din alte țări); pe de altă parte, există riscul importului de populație activă (piramida populației s-a deteriorat puternic în ultimele decenii) cu un grad inferior de școlarizare / aptitudini).



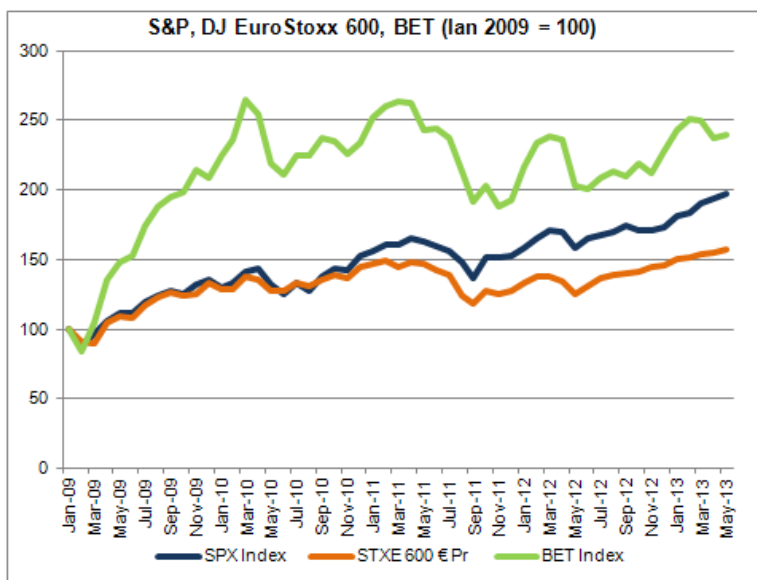
Sursă: pe baza datelor Eurostat

Piețele financiare

Evoluții recente

Pe parcursul lunii mai am asistat la întreruperea tendinței ascendente pe piețele internaționale de capital, evoluție determinată, de **sell-off-ul** din Japonia, dar și de speculațiile cu privire la apropierea de final a expansionismului monetar (fără precedent) din Statele Unite. Indicele global MSCI a scăzut cu 0,3% mom, până la 1 471,93 p..

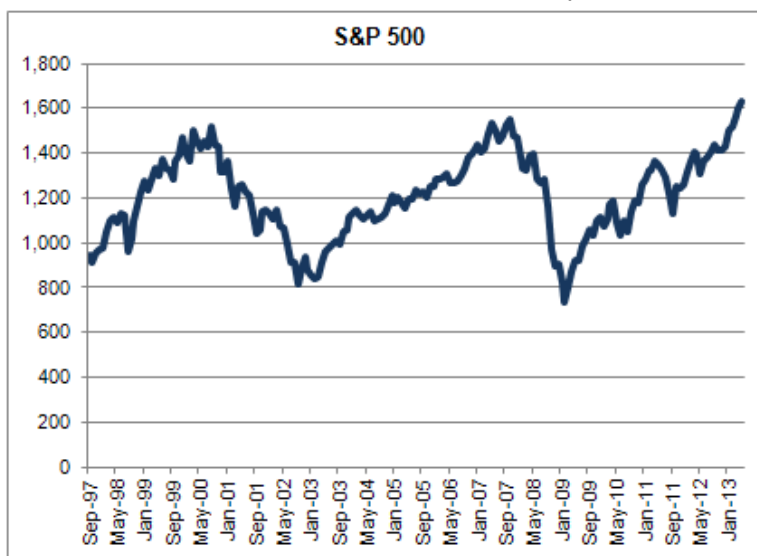
Cu toate acestea, dacă analizăm evoluția principalilor indici americani și europeni am putea spune că în mai am asistat la o evoluție atipică, acești indici continuând să crească (evoluție



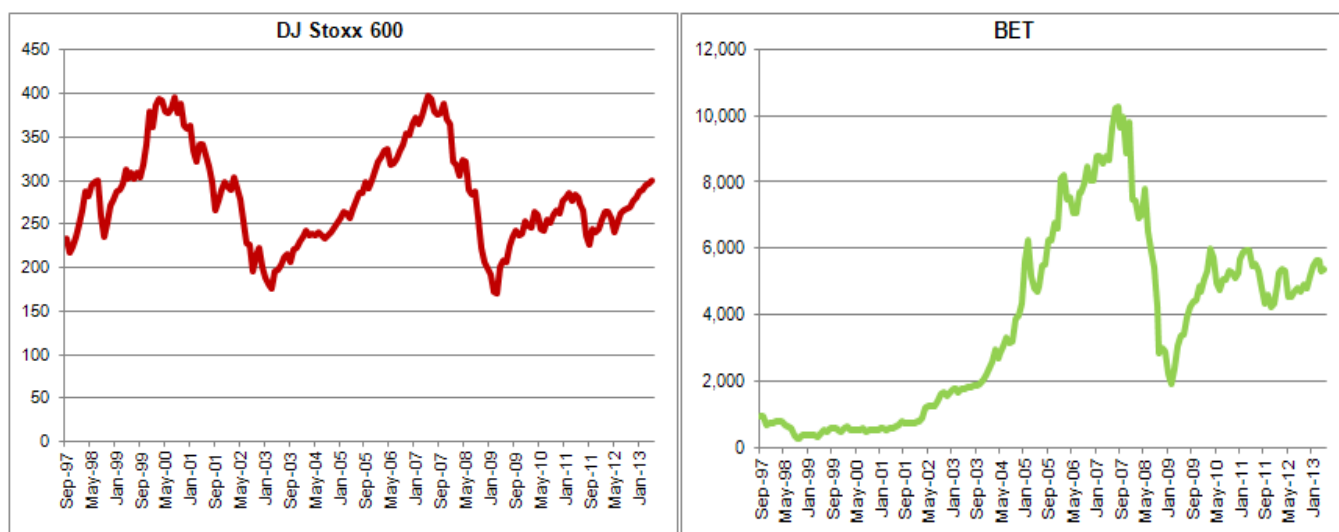
determinată de avansul din prima jumătate a lunii, în contextul unor noi măsuri monetare expansioniste în Zona Euro, a informațiilor predominant favorabile din sfera companiilor, dar și de evoluția unor indicatori macroeconomici, sau de declarațiile optimiste ale reprezentanților unor importanți manageri de fonduri cu expunere globală). În a doua jumătate a lunii mai s-au observat creșterea volatilității și scăderi generalizate ale indicilor bursieri globali, pe fondul preocupărilor cu privire la viitoarele decizii de politică monetară din Statele Unite.

Indicele american S&P 500 a crescut pentru a 7-a lună consecutiv în mai, cu 2,1% mom, până la 1 630,74 p. (avans de 14,3% de la începutul anului).

Totodată, în Europa, indicele pan-european Dow Jones Stoxx 600 s-a apreciat pentru a 12-a lună consecutiv în mai, cu 1,4% mom, până la 300,88 p. (creștere de 7,6% de la începutul anului).



Pe plan intern indicele BET a revenit pe creștere în mai (după două luni de declin), consemnând un avans lunar de 1,1%, până la 5 395,5 p. (avans de 4,8% de la începutul anului).

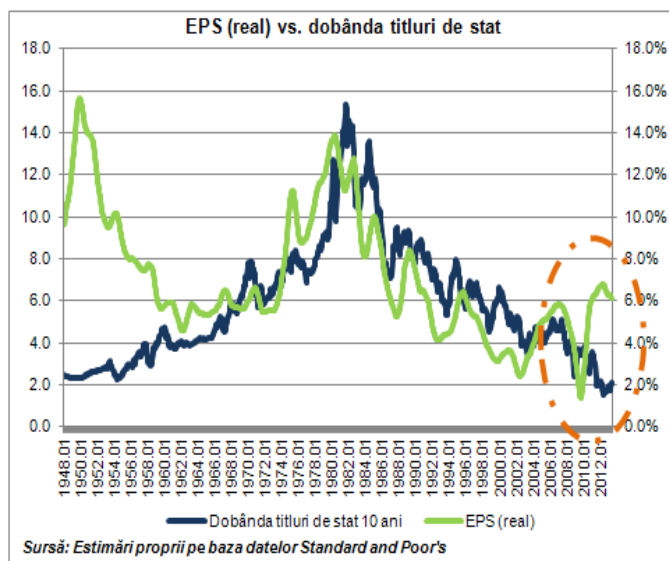
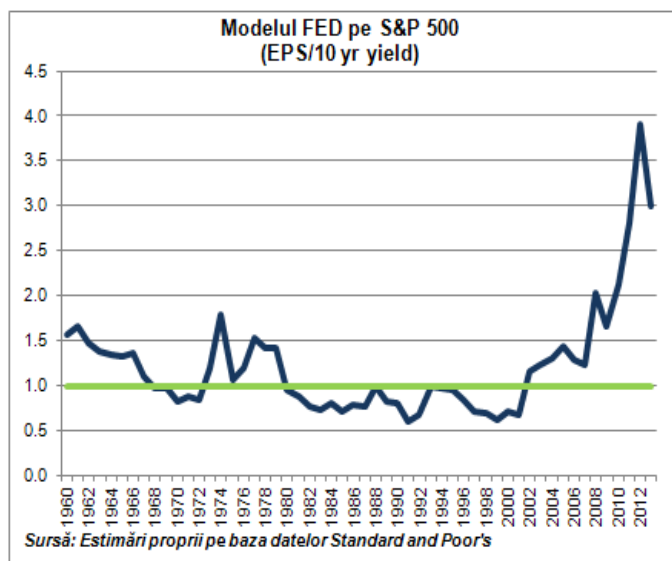


Scenariul central

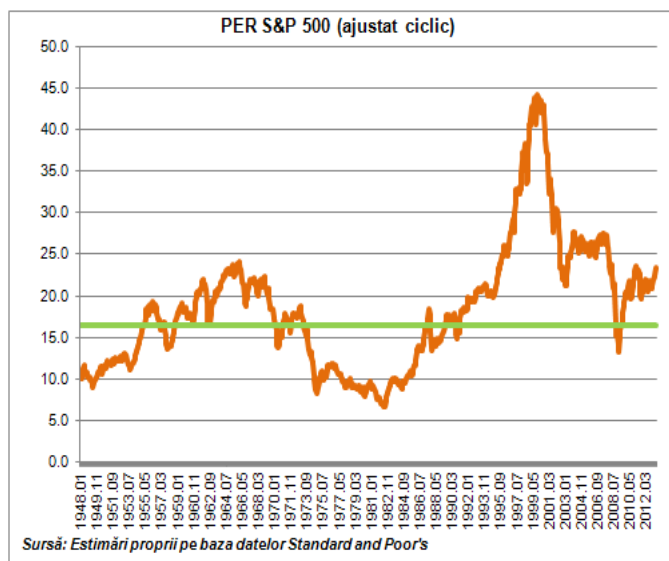
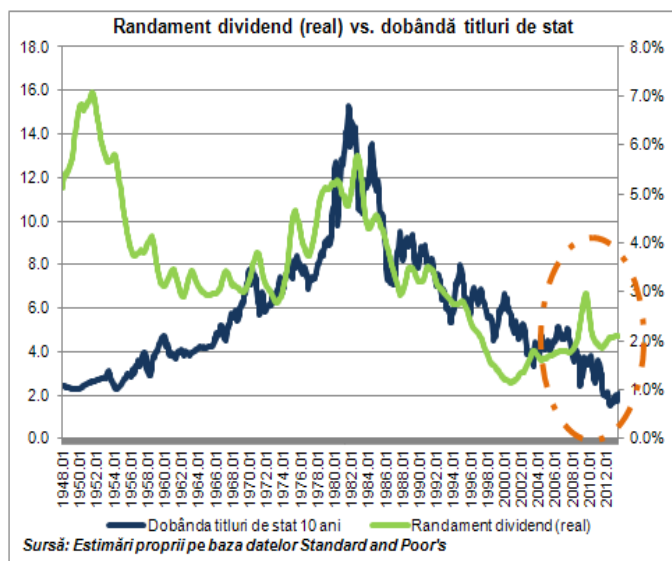
Din punct de vedere macroeconomic se mențin în continuare premise benigne / negative pentru evoluția piețelor de acțiuni pe mapamond pe termen scurt, scenariu susținut de o serie de factori. Pe de o parte, pe parcursul ultimelor trimestre s-a accentuat decalajul între sentimentul pozitiv din piețele financiare și starea anemică a economiei reale. Pe de altă parte, indicatorii macroeconomici comunicați în ultima perioadă au confirmat scenariile macroeconomice centrale elaborate în cadrul Raportului din aprilie. Nu în ultimul rând, volatilitatea din piețele de bunuri (în principal, aur) din luna aprilie, a fost urmată de creșterea volatilității pe piețele de obligațiuni în luna mai (cea mai severă scădere a prețurilor la titluri de stat din ultimii ani), ceea ce exprimă o probabilitate ridicată de propagare pe segmentul acțiuni.

Prin urmare, mențin scenariul central de previziune pentru evoluția piețelor de capital mature pentru următoarele 3 – 6 luni: range-ul (-7,5% : 5%).

Prin actualizarea modelului FED cu evoluțiile indicatorilor din primele 5 luni ale anului curent se poate observa decalajul important între evoluția rezultatului pe acțiune (pentru companiile din S&P 500) și dobânda la titluri de stat pe 10 ani (nivel record al acestui decalaj în 2012). Rezultatul actualizării exprimă faptul că indicele S&P 500 ar putea să scadă până la nivelul de aproximativ 1 500 puncte în lunile următoare.



Totodată, scenariul de scădere a indicilor bursieri din Statele Unite (cu implicații pe mapamond) este susținut și de alți factori, precum: decalajul între randamentul dividendului acțiunilor și dobânda la titlurile de stat pe 10 ani; nivelul ridicat al indicatorului PER (ajustat ciclic).



Analizele și previziunile macroeconomice elaborate în cadrul acestui raport exprimă faptul că economia mondială nu a intrat într-un nou ciclu (companiile nu au relansat investițiile la un ritm durabil), menținându-se divergențe importante între blocurile economice ale lumii și în interiorul acestora, dar și o serie de factori de risc.

Pentru economia americană se previzionează o accelerare graduală în a doua jumătate a anului curent, ceea ce exprimă premise de apropiere de final a expansionismului monetar fără precedent. Practic, este nevoie de un altfel de șoc monetar, pentru a determina o accelerare a vitezei de circulație a banilor. Într-un

astfel de context, atenția investitorilor se va concentra pe anticiparea deciziilor de politică monetară, fiind crucială politica de comunicare a FED.

Pe de altă parte, economia Zonei Euro continuă să se confrunte cu probleme în sectorul financiar, care determină blocajul creditării. Deși sunt semnale de stabilizare și inflexiune pentru jumătatea anului, formarea brută de capital fix din regiune s-a redus până la nivelul minim din 1999. După părerea mea, relansarea investițiilor în economia reală din Zona Euro se va realiza la un ritm foarte lent, regiunea urmând să se zbată într-o stare de cvasitagnare și în trimestrele următoare.

Asia / Pacific nu prezintă deocamdată forța necesară pentru a putea relansa economia mondială, datorită problemelor structurale la nivelul cererii interne. Regiunea continuă să fie dependentă de cererea externă din America de Nord și Europa. De altfel, indicatorii economici comunicați recent în Asia / Pacific au surprins nefavorabil așteptările pieței (în China s-a infirmat scenariul de inflexiune).

Într-un astfel de context am asistat la ieșiri ale investitorilor internaționali din piețele emergente și de frontieră (cazul României), fapt reflectat de evoluțiile recente ale piețelor financiare (acțiuni, obligațiuni, valute).

Concluzionând, în scenariul central recomand prudență maximă pe termen scurt pentru expunerea pe piața de capital, acordând o probabilitate mai ridicată scenariului descendent.

În scenariul alternativ (negativ) am putea asista la scăderi ample și o tendință prelungită de scădere pe piețele mature (peste 10% comparativ cu maximele din mai) (cu amplitudine mai ridicată pe piețele emergente și de frontieră), evoluție determinată de factori precum: jocul între deciziile de politică monetară ale FED și așteptările piețelor; realinieri de valute pe mapamond; concretizarea unor factori de risc (menționați în cadrul acestui raport).

Un scenariu alternativ (pozitiv) este condiționat de rezolvarea problemelor cu care se confruntă economia mondială, care să determine relansarea durabilă a investițiilor pe mapamond (momentan acord o pondere redusă acestui scenariu).

Riscuri

Menționez faptul că persistă o serie de factori de risc pentru evoluția piețelor internaționale de capital pe termen scurt, atât de natură macro-financiară, dar și politică și socială: evoluția cotațiilor internaționale la bunuri; mix-ul de politici economice în Statele Unite (identificarea de către FED a momentului optim pentru retragerea expansionismului monetar) cu implicații pentru ritmul de evoluție a economiei; evoluția dobânzilor la titlurile de stat americane, în contextul speculațiilor piețelor cu privire la viitoarele decizii ale FED; posibilitatea realinierilor valutare (volatilitate ridicată pe piețele valutare, cu implicații pentru piețele de

capital); persistența divergenței economice și a unui climat financiar și investițional advers în Europa; incertitudinile asociate alegerilor generale din Germania și probabilitate ca prima economie europeană să piardă rating-ul AAA; întârzierea adresării problemelor structurale din sfera cererii interne în Asia / Pacific (evoluția economiei Chinei); intensificarea ieșirilor de capital și prelungirea secetei de capital în România; finalul acordului cu FMI (neîndeplinirea angajamentelor asumate) și riscurile asociate negocierilor unui nou acord; persistența blocajelor economico-financiare, sau posibilitatea unei noi crize politice pe plan intern.

În încheierea acestui raport atrag atenția și asupra altor aspecte sensibile pe mapamond, atât de natură economică, dar și geo-politică (care ar putea declanșa o intensificare a riscurilor): design-ul sistemului monetar internațional post-criză; policy-mix-ul global și eficiența programelor monetare neconvenționale (viteza de circulație a banilor); deteriorarea potențialului economic (în contextul declinului investițiilor și deprecierii capitalului uman); șomajul pe termen lung (care poate determina intensificarea riscului social); evoluția cotațiilor internaționale la țiței și alte bunuri; posibilitatea unor conflicte armate în zonele sensibile din punct de vedere geopolitic.

Reintensificarea factorilor de risc ar putea determina un sentiment negativ pe piețele de capital (corecții pe piețele mature (declin de cel puțin 10%) și **bear market** pe piețele emergente și de frontieră (-20%)).

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.cnvm.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>