

RAPORT MACROECONOMIC MONDIAL

August 2013

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

CUPRINS

INTRODUCERE.....	2
STATELE UNITE ALE AMERICII.....	5
ZONA EURO.....	12
ROMÂNIA.....	19
SEMNALELE BNR.....	29
PIEȚELE FINANCIARE	33

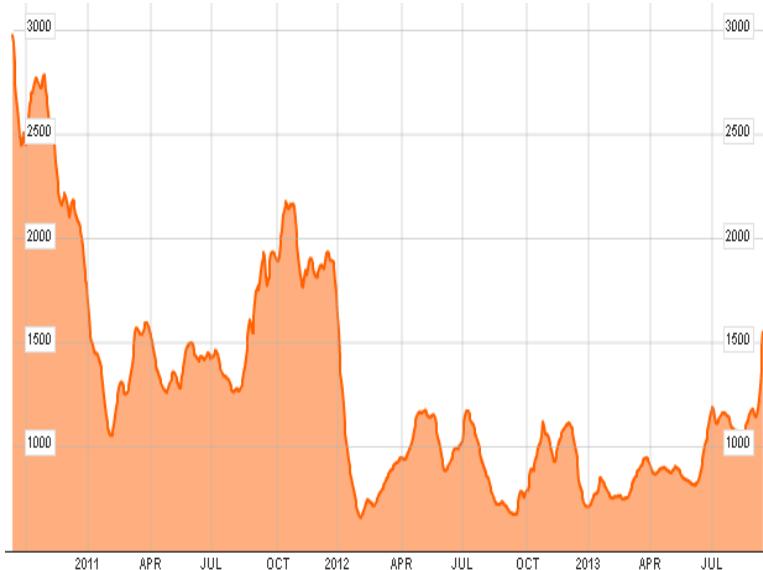
INTRODUCERE: RISCURILE GEOPOLITICE

Pe parcursul lunii august am asistat la o evoluție mixtă a indicatorilor din economia reală și din economia financiară pe mapamond, determinată de intensificarea riscurilor geopolitice (situația din Siria). Excluzând acest element, evoluția indicatorilor macroeconomici comunicați pe parcursul lunii confirmă faptul că economia mondială a atins un punct de inflexiune (**bottoming**) în trimestrul II.

În sfera economiei reale, indicatorul **Baltic Dry** (barometru pentru fluxurile comerciale internaționale) a revenit pe creștere în august (avans de 6,6% la 1 132 p.), evoluție care susține scenariul de inflexiune a economiei mondiale.

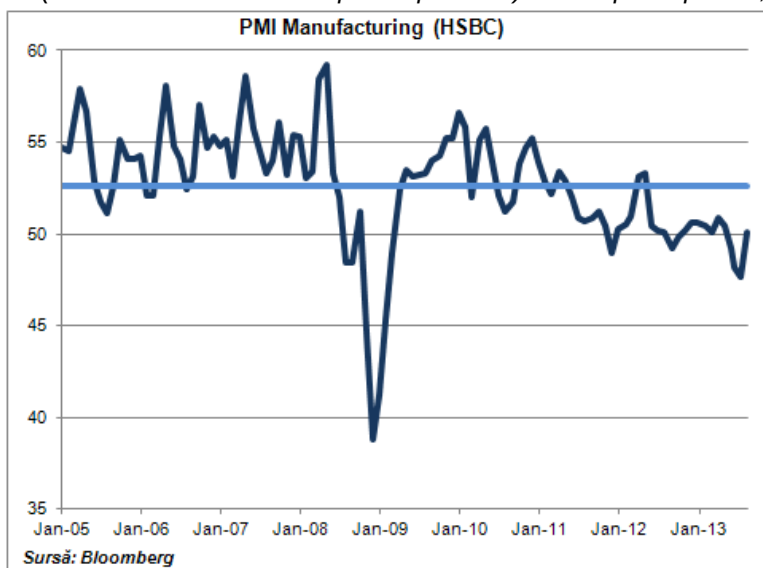
În Statele Unite, Departamentul Comerțului a revizuit în urcare estimările privind ritmul de evoluție a economiei din trimestrul II (la 2,5% anualizat). Atât industria prelucrătoare, dar și sectorul de servicii au accelerat în august, iar piața imobiliară încă pare rezistentă la ascensiunea costurilor de finanțare. Totodată, ritmul de creare de locuri de muncă a accelerat în august, lună în care rata șomajului a continuat să scadă (la 7,3%).

Indicele Baltic Dry (sursă: Bloomberg)



De asemenea, datele din economia Chinei (a doua ca dimensiune pe mapamond) au surprins pozitiv, exprimând premise de inflexiune a economiei în trimestrul III (după decelerarea din trimestrele anterioare). Spre exemplu, industria prelucrătoare a revenit pe creștere în august, după trei luni de declin, conform indicatorului PMI calculat de HSBC. Totodată, producția industrială a accelerat în august (ritm anual de 10,4% - cel mai bun din ultimele trimestre). Nu în ultimul rând, investițiile fixe au crescut cu 20,3% an/an în perioada ianuarie-august, în ușoară accelerare raportat la perioada ianuarie – iulie (20,1% an/an).

PMI Manufacturing (HSBC)



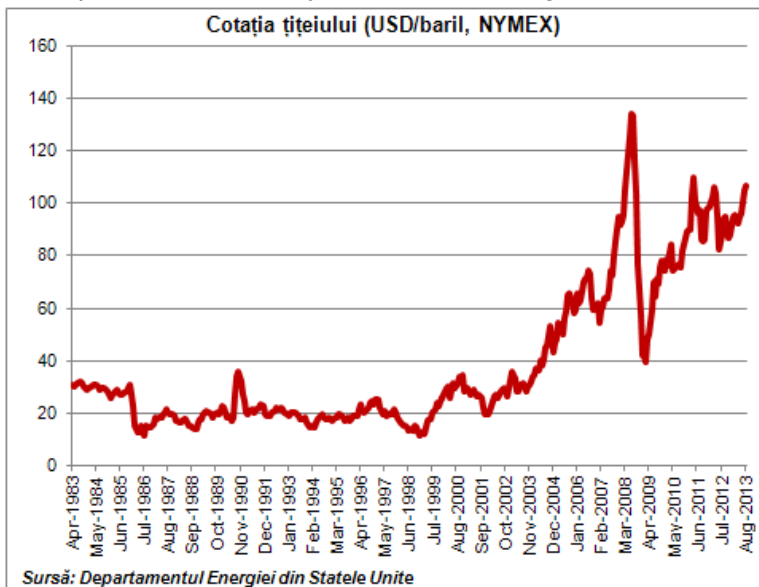
Sursă: Bloomberg

La nivelul Zonei Euro datele dezagregate comunicate de Eurostat au arătat stabilizarea cererii interne (în special a investițiilor) în trimestrul II (după declinul sever din trimestrele anterioare). Totodată, majoritatea indicatorilor macroeconomici comunicați recent au continuat să se amelioreze, exprimând probabilitatea ridicată ca regiunea să crească (qoq) și în trimestrul III (consolidarea procesului de inflexiune).

În România indicatorii macroeconomici din ultima perioadă exprimă faptul că economia va accelera din nou în trimestrul al treilea, evoluție susținută de dinamica cererii externe nete (rolul de motor), cu premise de transpunere graduală la nivelul cererii interne în perioada următoare. Declinul stocurilor din ultima perioadă, coroborat cu așteptările de reducere a costurilor de finanțare exprimă premise de stabilizare și relansare graduală a investițiilor private.

Evoluția recentă a indicatorilor macroeconomici comunicați pe mapamond mă determină să mențin scenariile centrale de previziune pe termen scurt pentru Statele Unite și Zona Euro și să majorez scenariul central de previziune pentru economia României (prin incorporarea datelor dezagregate privind dinamica economiei în trimestrul II, dar și a evoluțiilor indicatorilor macroeconomici lunari de la începutul trimestrului III).

Cu toate acestea, atrag atenția cu privire la faptul că în a doua jumătate a lunii august am asistat la intensificarea factorilor de risc de natură geopolitică: situația din Siria. Posibilitatea ca Statele Unite să lanseze un atac asupra Siriei a condus la creșterea cotațiilor internaționale la țiței, spre nivelul maxim din ultimele trimestre (110 dolari pe baril la finele lunii august). Creșterea cotațiilor internaționale la țiței are impact nefavorabil pentru evoluția economiei mondiale, mai ales în contextul persistenței unui climat fragil în urma incidenței valurilor Marii Recesiuni. Cu alte cuvinte, o derulare nefavorabilă a evenimentelor din Orientul Mijlociu ar putea înnăbuși procesul de inflexiune a economiei mondiale.



La nivelul economiei financiare s-au consemnat evoluții predominant nefavorabile în august, determinate atât de așteptările cu privire la finalul

Indicele MSCI (sursă: OnVista)

expansionismului monetar din Statele Unite (creșterea costurilor de finanțare – dobânda la titluri de stat pe 10 ani a atins 3% - nivelul maxim din ultimii ani), dar și de intensificarea riscurilor geopolitice (în Orientul Mijlociu) în a doua jumătate a lunii. Indicele global MSCI a scăzut cu 2,3% mom, până la 1 472,74 p., indicele S&P 500 consemnând un declin de 3,1% mom, până la 1 632,97 p..



După finalul sezonului de raportări financiare pe trimestrul II, atenția investitorilor pe piețele financiare internaționale se va axa pe evoluția indicatorilor macroeconomici și a deciziilor de politică economică din principalele blocuri economice (decizia și semnalele emise la ședința FED de la jumătatea lunii septembrie), dar și pe derularea evenimentelor din Orientul Mijlociu.

Din perspectiva macroeconomică mențin scenariul central de previziune pentru evoluția indicilor bursieri din piețele mature pe termen scurt la benign (-5% : +5% comparativ cu nivelul de închidere din august).

Menționez faptul că o evoluție nefavorabilă a riscurilor în Orientul Mijlociu (intervenția S.U.A. în Siria) și un eventual eșec al FED-ului în exercițiul de convingere a piețelor financiare cu privire la oportunitatea viitoarelor decizii de politică monetară ar putea determina corecții mai ample pentru indicii bursieri pe mapamond. Un astfel de scenariu alternativ descendent poate fi determinat și de decalaje existente între unii indicatori din economia reală și din economia financiară. De altfel, se pare că, recent, am asistat la demararea unui proces de ajustare a acestor decalaje. Mă refer aici la dinamica indicilor bursieri din ultimele trimestre (ascendentă) vs. nivelul redus al investițiilor în economia reală, dar și la decalajul între rezultatul pe acțiune și dobânda la titlurile de stat în Statele Unite ale Americii. Nu în ultimul rând, indicii din statele dezvoltate par supraevaluați (comparativ cu mediile istorice), cel puțin din perspectiva indicatorului PER (după cum se poate nota în cazul indicelui S&P 500).

Pe de altă parte, continuarea tendinței ascendente pe piețele internaționale de capital este dependentă de relansarea durabilă a investițiilor în sectorul privat al economiei reale. Acest scenariu este condiționat și de capacitatea FED de a convinge piețele financiare cu privire la oportunitatea deciziilor de politică monetară.

dr. Andrei Rădulescu

Post-Doc Academia Română

București, 12 septembrie 2013

Statele Unite ale Americii

Activitatea economică și piața forței de muncă

Departamentul Comerțului a comunicat estimările secundare cu privire la dinamica economiei în trimestrul II. Conform acestora, PIB-ul american a crescut cu un ritm anualizat de 2,5% (revizuit în urcare de la 1,7%), în accelerare comparativ cu trimestrul I (ritm de 1,1%).

Consumul privat (principala componentă a PIB, cu o pondere de 68%) a decelerat în trimestrul II (ritm anualizat de 1,8%), contribuind cu 1,21 p.p. la dinamica economiei. Consumul de bunuri a crescut cu 3,2% anualizat, în timp ce cererea de servicii s-a majorat cu 1,1% anualizat.

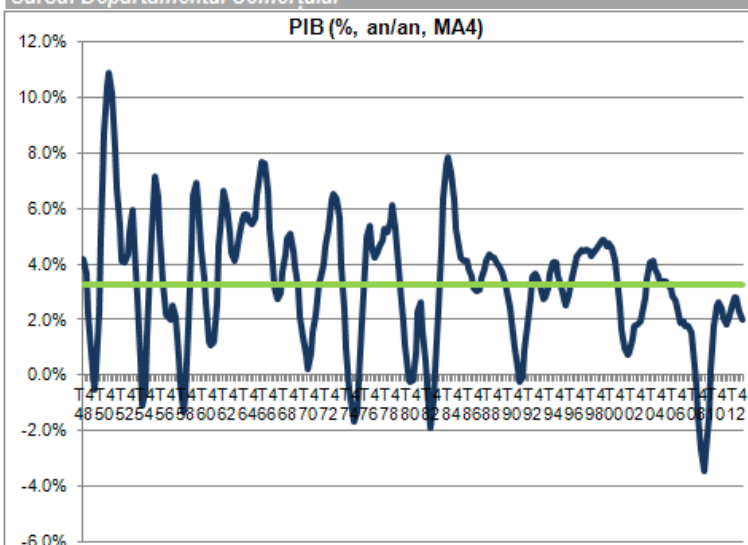
De asemenea, formarea brută de capital a crescut cu 9,9% anualizat, contribuind cu 1,48 p.p. la dinamica PIB. Această evoluție a fost determinată de creșterea stocurilor (contribuție de 0,59 p.p.), dar și de majorarea investițiilor (formarea brută de capital fix) (cu 6% anualizat – contribuție de 0,9 p.p. la dinamica PIB).

Pe de altă parte, cererea externă netă a avut o contribuție benignă la formarea ritmului de evoluție a economiei în trimestrul II: exporturile s-au majorat cu 8,6% anualizat, în timp ce importurile au crescut cu 7% anualizat.

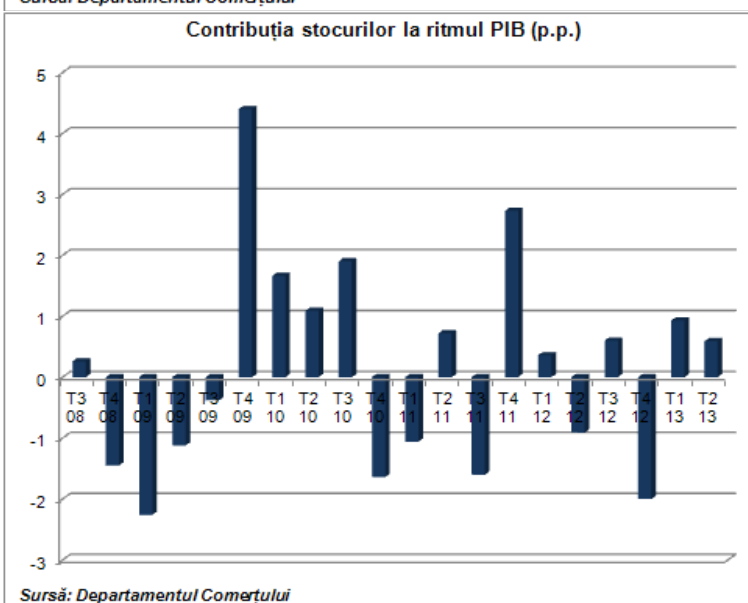
Consumul guvernamental s-a contractat pentru al treilea trimestru consecutiv, însă ritmul de declin s-a atenuat (0,9% anualizat, contribuind cu -0,18 p.p. la dinamica economiei).

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



Sursă: Departamentul Comerțului



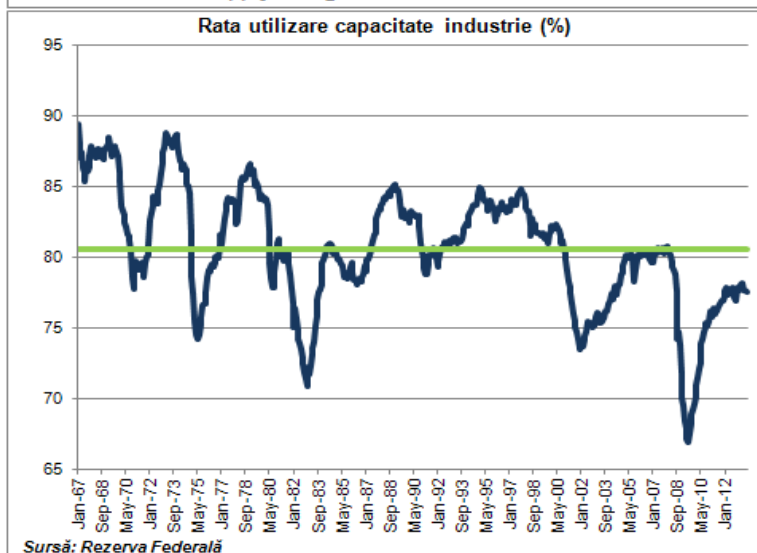
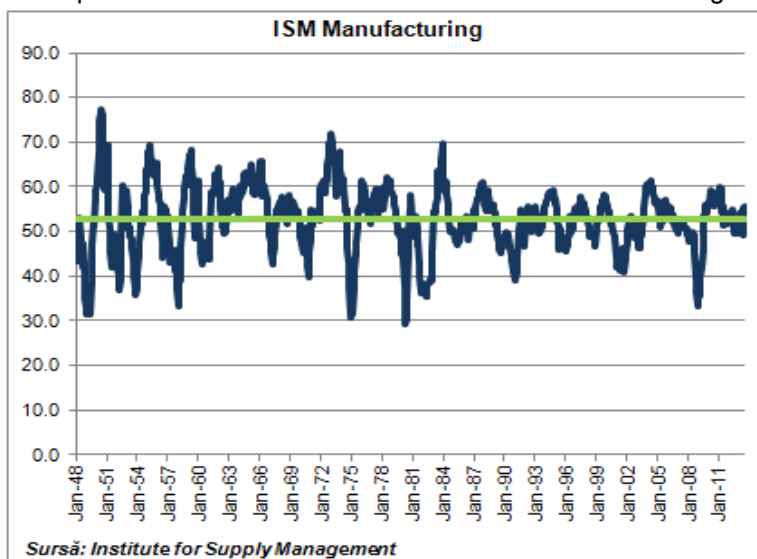
Sursă: Departamentul Comerțului

Indicatorii macroeconomici comunicați în perioada recentă au consemnat evoluții predominant favorabile, confirmând scenariul central de previziune de la Raportul Macroeconomic elaborat în luna iulie. Se pare că economia americană a depășit punctul de inflexiune încă din trimestrul II, fapt reflectat de comportamentul formării brute de capital fix. Se remarcă dinamica sectorului de servicii, dar și continuarea momentului pozitiv la nivelul industriei prelucrătoare. Pe de altă parte, se pare că sectoarele imobiliar și construcții locuințe resimt impactul majorării costurilor de finanțare pe parcursul ultimelor luni.

În ceea ce privește oferta agregată, industria prelucrătoare a continuat să accelereze în luna august.

Indicatorul calculat de Institute for Supply Management a crescut la 55,7 p. (de la 55,4 p. în iulie), evoluție determinată, în principal, de componenta comenzi noi (în urcare cu 4,9 p., la 63,2 p.). Cu toate acestea, componentele locuri de muncă și producție s-au diminuat cu 1,1 p., respectiv 2,6 p..

Pe de altă parte, producția industrială a stagnat în iulie, evoluție determinată de declinul componentei auto (cu 1,7% mom) (în contextul închiderilor sezoniere ale capacităților de producție, pentru reviziile anuale). Rata de utilizare a capacității instalate în industrie s-a situat la 77,6% în iulie (în ușoară scădere comparativ cu nivelul de 77,7% din iunie), situându-se sub media istorică (ceea ce exprimă evoluția industriei americane la un ritm sub potențial).

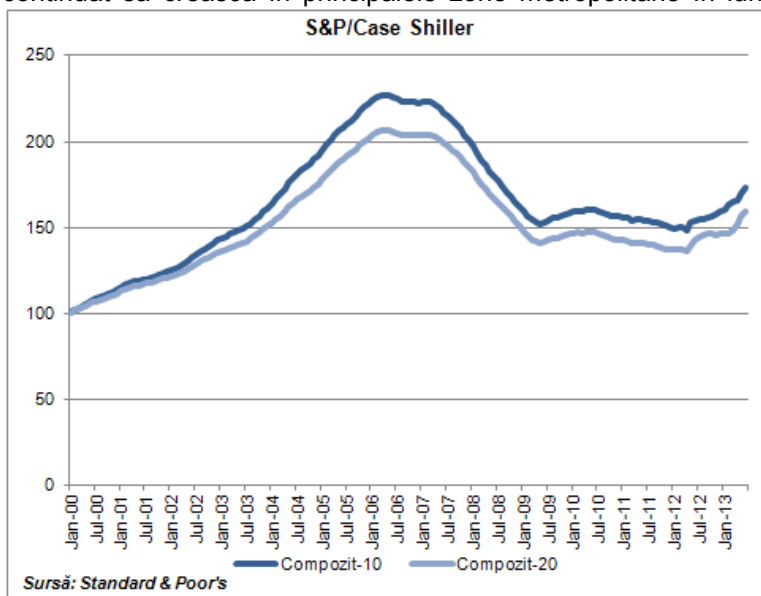


În sfera pieței imobiliare s-au consemnat evoluții predominant favorabile ale indicatorilor, expresie a rezistenței la majorarea costurilor de finanțare pe parcursul ultimelor luni.

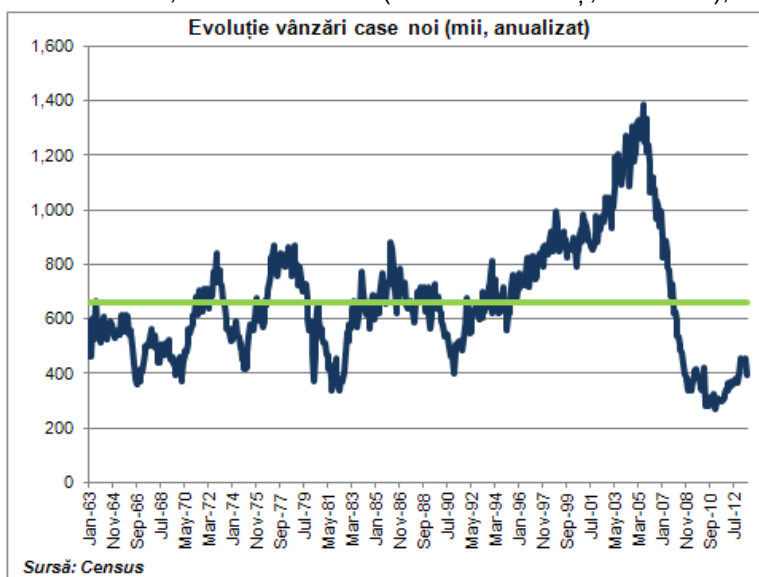
În continuare se remarcă dinamica sentimentului constructorilor de locuințe: indicatorul calculat de National Association of Home Builders a crescut de la 56 p. în iulie la 59 p. în august, nivelul maxim din toamna anului 2005.

De asemenea, vânzările de case existente au crescut cu 6,5% mom în iulie, la 5,39 milioane unități (anualizat) – nivelul maxim de la finele anului 2009. Prețul median de vânzare s-a majorat cu 13,7% an/an, la 213 500 dolari.

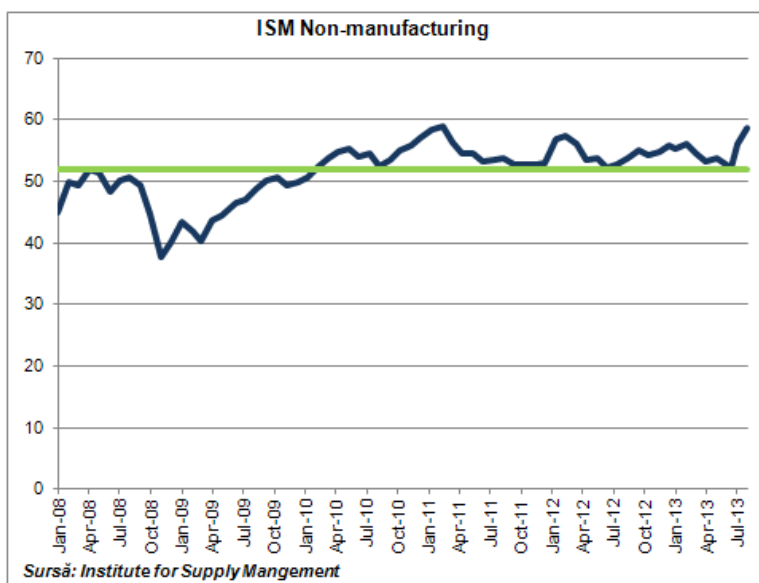
Nu în ultimul rând, prețurile caselor au continuat să crească în principalele zone metropolitane în luna iunie, conform indicatorilor S&P / Case Shiller. Spre exemplu, prețurile locuințelor din principalele 10 metropole americane a crescut pentru a 14-a lună consecutiv în iunie, cu 2,2% mom. Totodată, prețurile caselor din principalele 20 zone metropolitane s-au majorat pentru a 7-a lună consecutiv în iunie, cu 2,2% mom. Raportat la iunie 2012 indicatorii S&P/Case Shiller au consemnat ritmuri de creștere de 12,5%, respectiv 12,1%.



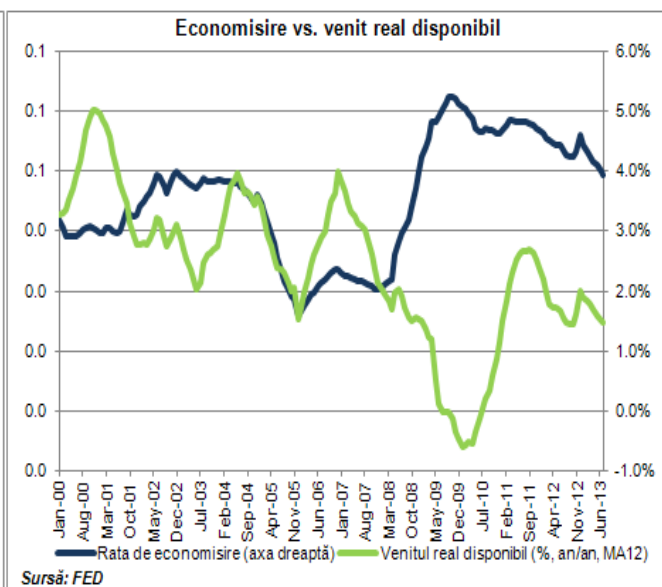
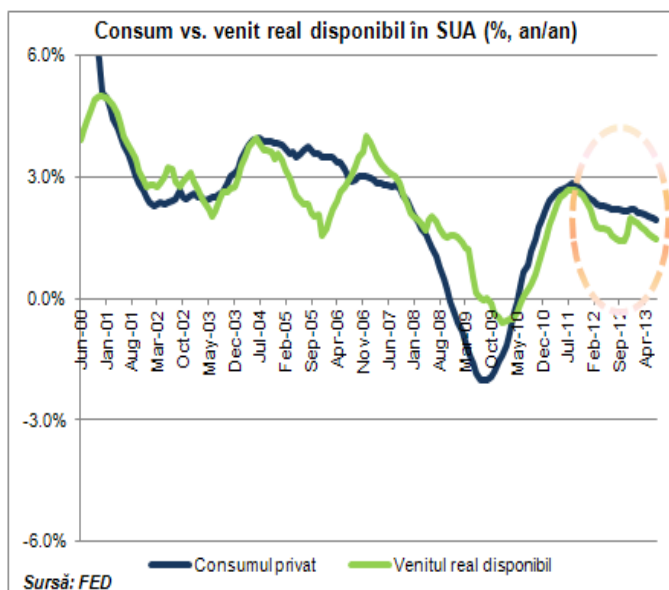
Pe de altă parte, vânzările de case noi au scăzut cu 13,4% mom în iulie (la 394 mii unități, anualizat), iar datele pe lunile anterioare au fost revizuite în scădere.



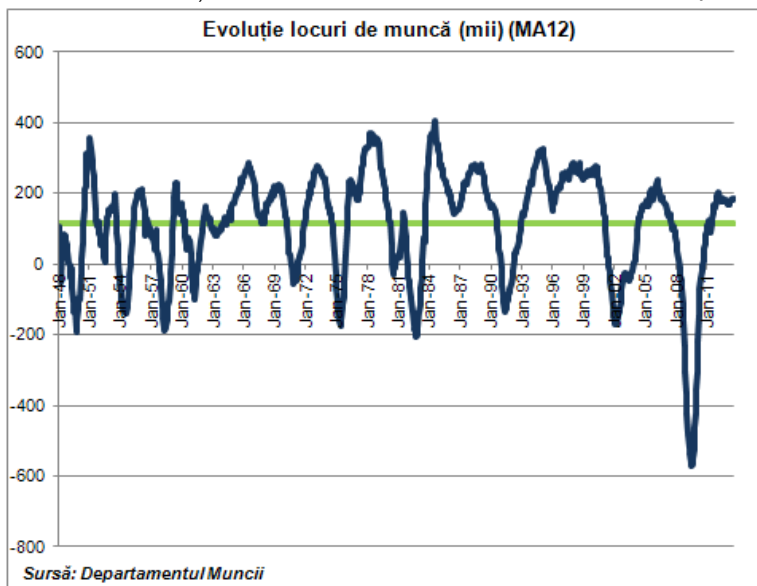
Sectorul de servicii a accelerat în august, indicatorul calculat de Institute for Supply Management crescând la 58,6 p. (de la 56 p. în iulie) – nivelul maxim de la începutul anului 2011. Se remarcă dinamica componentelor comenzi noi (în urcare de la 57,7 p. în iulie la 60,5 p. în august) și locuri de muncă – în creștere spre nivelul maxim din ultimele luni, evoluție care exprimă premise de continuare a momentului pozitiv din perspectiva termenului scurt.



Din perspectiva cererii agregate, consumul privat a continuat să crească în iulie (pentru a 9-a lună consecutiv), însă la un ritm în decelerare (doar 0,05% mom, respectiv 1,7% an/an). Venitul real disponibil al populației s-a majorat cu 0,08% mom (0,8% an/an). Rata de economisire a stagnat la 4,4%.



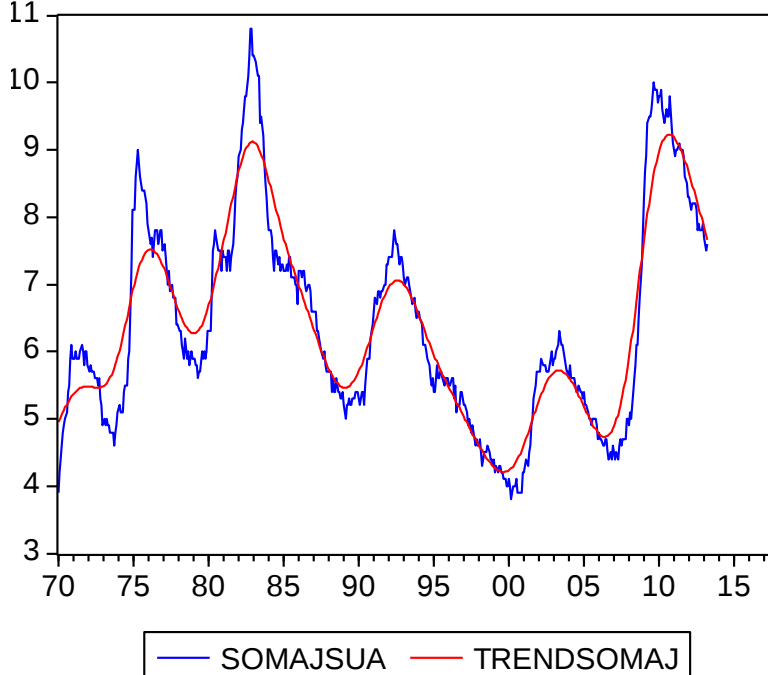
La nivelul pieței forței de muncă am asistat la noi evoluții mixte ale indicatorilor lunari. Pe de o parte, economia americană a creat 169 mii locuri de muncă în august, evoluție mai slabă comparativ cu estimările pieței (creștere cu 180 mii): sectorul privat a generat 152 mii de locuri de muncă, în timp ce sectorul public a creat 17 mii locuri de muncă. Totodată, numărul de locuri de muncă din lunile iunie și iulie a fost revizuit în scădere cu 74 mii. Nu în ultimul rând, rata de participare a populației active s-a diminuat la 63,2% - nivelul minim din ultimii 35 de ani, expresie a problemelor structurale cu care se confruntă piața americană a forței de muncă. Pe de altă parte, rata șomajului s-a diminuat la 7,3%, evoluție mai bună comparativ cu estimările pieței (7,4%). În prezent economia americană mai are de recuperat aproximativ 1,98 milioane din cele peste 9 milioane locuri de muncă pierdute de la declanșarea Marii Recesiuni.



Scenariul central 3-6 luni

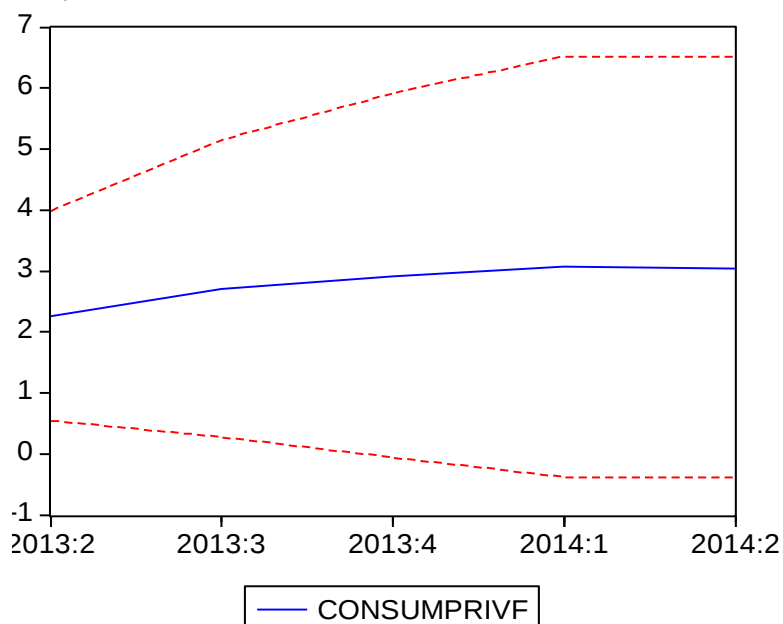
Evoluția recentă a principalilor indicatori macroeconomici din Statele Unite confirmă scenariul central de previziune de la Raportul 11 Macroeconomic din luna iulie. Prin urmare, nu voi modifica acest scenariu de previziune pe termen scurt, dar voi revizui acest scenariu după comunicarea datelor finale cu privire la evoluția economiei în trimestrul II.

Acest scenariu central prevede o accelerare a economiei americane în a doua jumătate a anului curent (ritm anual de 2,6%). De asemenea, conform acestui scenariu, rata șomajului se va menține pe o tendință descendentă, putând atinge nivelul de 7% la finele anului curent (o rată medie anuală a șomajului de 7,4%).



Consumul privat (principala componentă a PIB) ar urma să crească cu un ritm anual de 2,8% în semestrul II, în accelerare comparativ cu dinamica din prima jumătate a anului curent.

Premisele de accelerare a consumului privat, coroborate cu semnalele de inflexiune a economiei mondiale ar trebui să se reflecte pozitiv în sfera investițiilor private: conform scenariului central, formarea brută de capital fix ar urma să crească cu un ritm anual de 6,8% în a doua jumătate a anului curent.



Pe de altă parte, consumul guvernamental și cererea externă netă vor avea contribuții nefavorabile la dinamica PIB în a doua jumătate a anului curent, conform acestui scenariu central. Pe de o parte, consumul public ar urma să scadă cu 1,2% an/an în 2013, dat fiind procesul de consolidare bugetară. Pe de altă parte, accelerarea consumului privat va determina o evoluție similară și pentru importuri (dinamică superioară celei a exporturilor, conform acestui scenariu).

Riscuri

Printre principalii factori de risc pentru concretizarea acestui scenariu menționez:

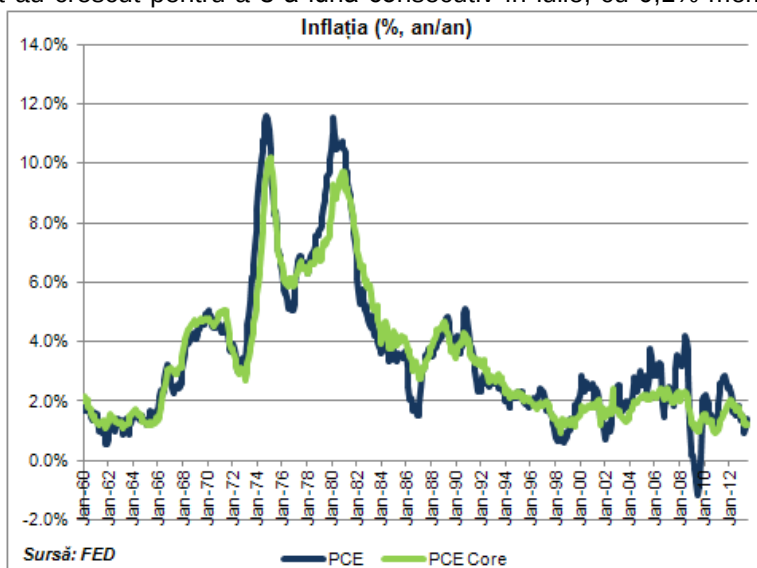
1. Incertitudinile din sfera geopolitică (o intervenție armată în Siria ar putea determina creșterea prețului la țiței, evoluție care ar înnăbuși cererea internă);
2. Deciziile de politică economică (capacitatea FED de a convinge piețele cu privire la oportunitatea inflexiunii monetare; reforma sistemului de taxare a companiilor și problema pragului datoriei publice, subiecte care vor fi în dezbateră în lunile următoare);
3. Incertitudinile din economia mondială (macro-financiare și geopolitice și sociale), cu impact nefavorabil pentru dinamica cererii externe;
4. Continuarea tendinței de majorare a costurilor de finanțare, cu impact nefavorabil pentru investițiile private, și, implicit, pentru piața forței de muncă.

Inflația și politica monetară

Prețurile din consumul privat s-au majorat au crescut pentru a 3-a lună consecutiv în iulie, cu 0,1% mom (componenta core a urcat cu doar 0,08% mom). Raportat la iulie 2012 indicatorii de inflație PCE și PCE Core au consemnat dinamici de 1,4%, respectiv 1,2%, expresie a persistenței la un nivel redus a presiunilor inflaționiste în prima economie a lumii (cu mult sub ținta de inflație a FED).

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**), fapt confirmat și de conținutul Stenogramei ședinței de politică monetară din iulie (continuă atitudinea divergentă a membrilor Comitetului de Politică Monetară în ceea ce privește inflexiunea politicii monetare (momentul demarării procesului de normalizare)).



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 gradual volumul cumpărărilor de active încă de la ședința de politică monetară din luna septembrie.

ZONA EURO

Activitatea economică și piața forței de muncă

Eurostat a comunicat datele dezagregate cu privire la economia Zonei Euro în trimestrul II. PIB-ul regiunii a consemnat un avans trimestrial de 0,3%, ceea ce exprimă ieșirea Uniunii Monetare din cea mai severă recesiune din istorie. La această evoluție au contribuit atât cererea externă netă, cât și cererea internă, fapt care reflectă inflexiunea economiei la jumătatea anului curent.

Cererea externă netă a avut o contribuție de 0,2 p.p. la formarea ritmului trimestrial de evoluție a PIB, dat fiind că exporturile au crescut cu 1,6% qoq, în timp ce importurile s-au majorat cu 1,4% qoq.

În sfera cererii interne se remarcă contribuția pozitivă a consumului privat și a consumului public (câte 0,1 p.p.): principala componentă a PIB a

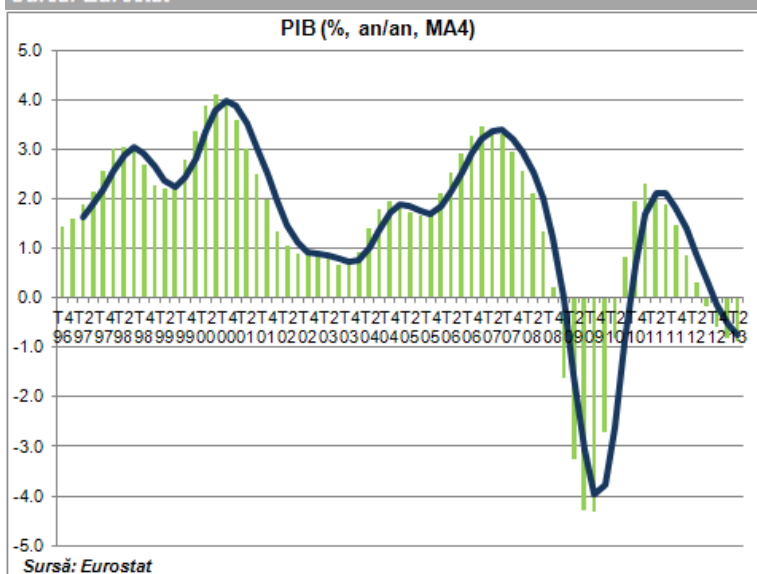
consemnat un avans de 0,2% qoq, în timp ce consumul guvernamental s-a majorat cu 0,4% qoq (deși majoritatea statelor din regiune se află încă în plin proces de consolidare bugetară). De asemenea, se remarcă stabilizarea formării brute de capital fix (creștere cu 0,3% qoq, după declinul sever din trimestrele precedente). Pe de altă parte, stocurile s-au diminuat în trimestrul II (contribuție de -0,1 p.p. la dinamica PIB).

Raportat la T2 2012 economia Zonei Euro a scăzut cu 0,5%, evoluție determinată de persistența declinului investițiilor (formarea brută de capital fix s-a contractat cu 3,5% an/an). De asemenea, consumul privat a scăzut cu 0,6% an/an. Pe de altă parte, cererea externă netă a avut o contribuție favorabilă la dinamica anuală a economiei în trimestrul II: exporturile s-au majorat cu 0,7% an/an, în timp ce importurile s-au contractat cu 0,4% an/an.

În analiza evoluției economiilor membre ale regiunii, se remarcă dinamica Germaniei (prima economie a Europei) cu un avans trimestrial de 0,7%, după stagnarea din trimestrul I. De asemenea, economiei Franței

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

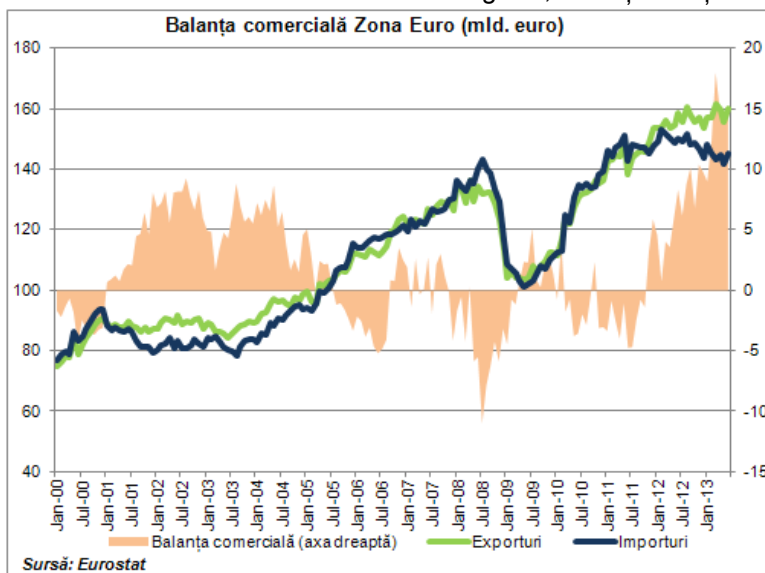


Sursă: Eurostat

a crescut cu 0,5% qoq în T2, după contracția de 0,2% qoq din cele două trimestre anterioare. Nu în ultimul rând, se remarcă dinamica unor economii mici ale regiunii: Finlanda (avans de 0,7% qoq) și Portugalia (+1,1% qoq). Pe de altă parte, economiile Italiei și Spaniei (a 3-a, respectiv a 4-a ca dimensiune din Zona Euro) au continuat să se contracte cu 0,2% qoq, respectiv 0,1% qoq, pe fondul procesului de ajustare la criza datoriilor suverane. Cu toate acestea, ritmul de declin s-a redus în intensitate, ceea ce exprimă semnale de stabilizare macroeconomică.

Practic, economia Zonei Euro a consemnat o inflexiune în trimestrul II (de la recesiune la stabilizare), fapt confirmat și de evoluția recentă a indicatorilor macroeconomici lunari (confirmându-se astfel scenariul central de previziune de la Raportul Macroeconomic Mondial din luna iulie). Cu toate acestea, este prematur să se confunde stabilizarea economică cu intrarea într-un nou ciclu economic, mai ales în cazul economiei Zonei Euro care se confruntă cu o serie de provocări structurale (sectorul bancar, piața forței de muncă) la jumătatea anului curent.

Se remarcă, în continuare, dinamica cererii externe nete – motorul economic al regiunii, evoluție susținută de creșterea competitivității internaționale, dar și de semnalele de inflexiune din economia mondială. În iunie exporturile au consemnat un avans lunar de 3%, până la 160 mld. EUR (nivel apropiat de maximul istoric înregistrat în luna martie). Importurile au crescut cu 2,5% mom, la 145,2 mld. EUR, evoluție care confirmă scenariul de stabilizare a cererii interne (îndeosebi la nivelul componentei formare brută de capital fix). Astfel, balanța comercială a înregistrat un excedent de 14,9 mld. EUR, în creștere cu 7,2% mom.



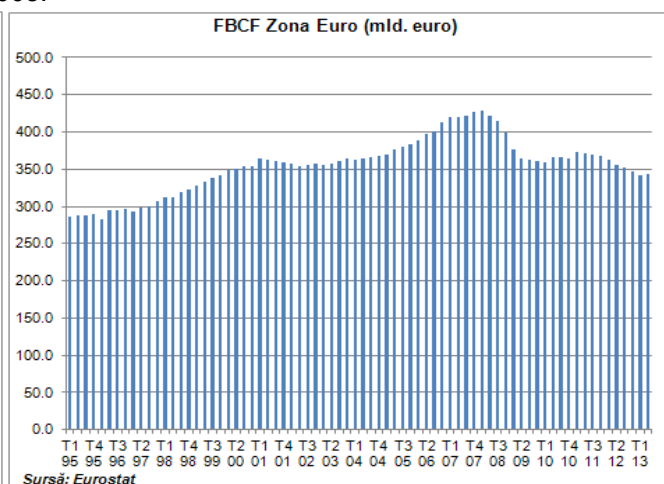
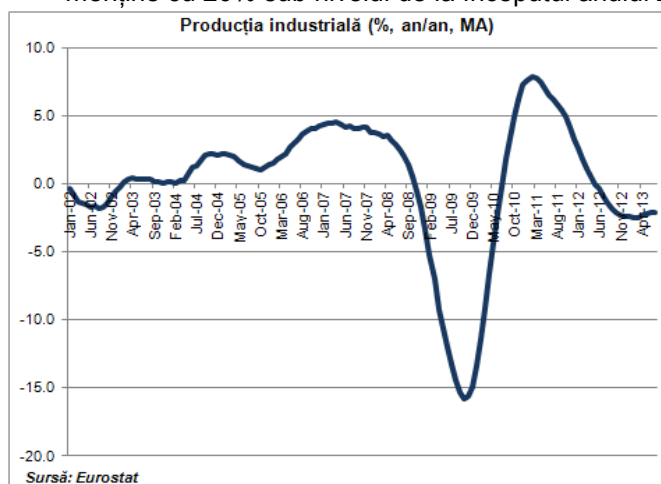
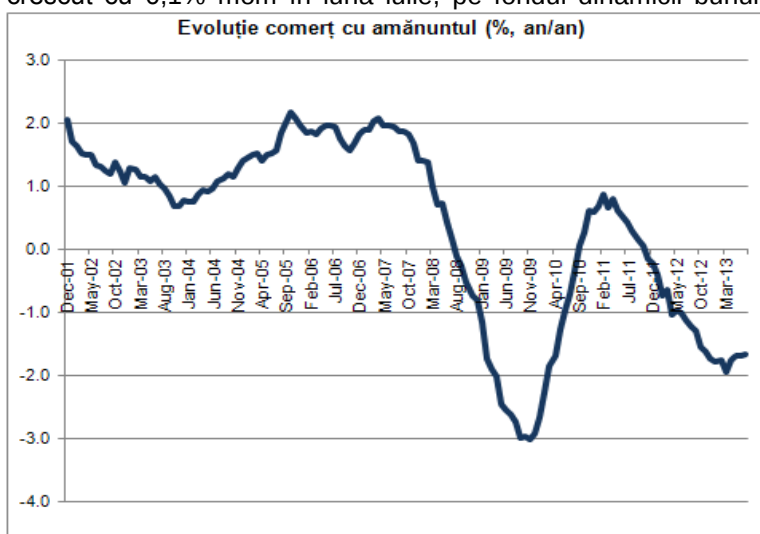
În primele 6 luni ale anului exporturile au crescut cu 2,2% an/an, la 951 mld. EUR, iar importurile s-au diminuat cu 3,9% an/an, la 868 mld. EUR. Prin urmare, balanța comercială a consemnat un excedent de 83 mld. EUR, în urcare cu 204,4% an/an.

Pe de altă parte, la nivelul cererii interne, situația se menține în continuare dificilă, deși se pot nota o serie de semnale de inflexiune.

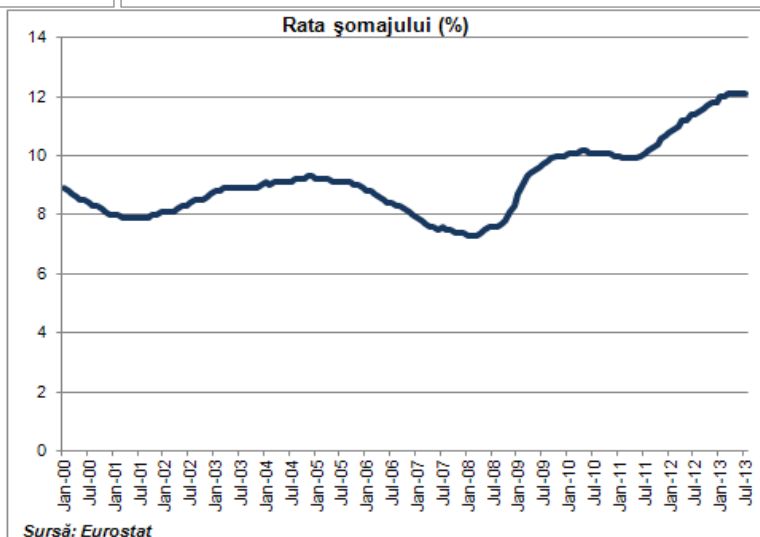
Spre exemplu, comerțul cu amănuntul a crescut cu 0,1% mom în luna iulie, pe fondul dinamicii bunuri alimentare (avans de 1% mom). Deși dinamica anuală continuă să fie negativă (-1,3% în iulie), după cum se poate nota în graficul alăturat, se pare că a fost depășit punctul critic.

Climatul dificil din sfera investițiilor private (determinat de blocajul sectorului bancar, dezintermedierea privată și publică și deteriorarea potențialului economic) este reflectat de evoluția nefavorabilă a producției

industriale în luna iulie: declin cu 1,5% mom (contracție de 2,1% an/an) (dinamica negativă de terminată de componenta bunuri de capital: declin cu 2,6% mom, respectiv 3,3% an/an). După cum se poate nota în graficul alăturat, formarea brută de capital fix s-a stabilizat în trimestrul II (creștere cu 0,3% qoq), însă se menține cu 20% sub nivelul de la începutul anului 2008.



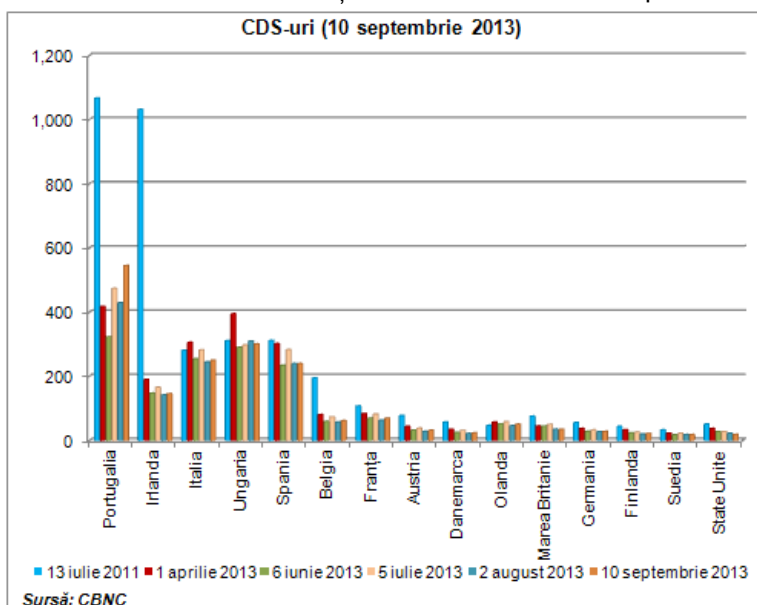
În piața forței de muncă climatul a continuat să se stabilizeze în iulie (numărul șomerilor s-a redus pentru a doua lună consecutiv, cu 15 mii, la 19,23 milioane). Rata șomajului a stagnat la nivelul record de 12,1%. Cele mai afectate state de flagelul șomajului sunt cele din flancul sudic, dar se notează stabilizarea ratei șomajului în Spania (la 26,3%) și scăderea acesteia în Portugalia și Irlanda (la 16,5%, respectiv 13,8%).



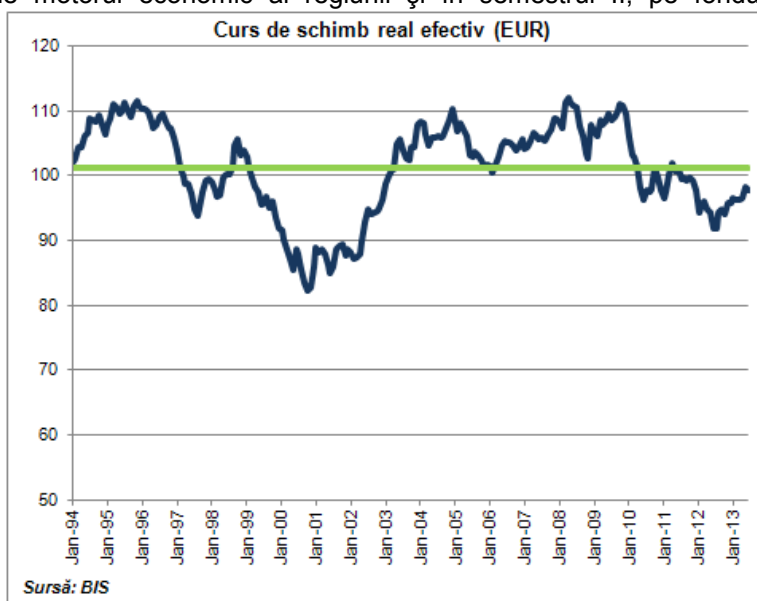
Scenariul central 3 – 6 luni

Date fiind evoluțiile recente ale indicatorilor macroeconomici am menținut scenariul central de previziune elaborat în cadrul Raportului Macroeconomic din luna iulie: evoluția PIB-ului în intervalul (-0,75% : 0,25%) an/an și o rată a șomajului în intervalul (12% : 12,5%) pe termen scurt (3 – 6 luni).

Conform acestui scenariu central, mă aștept ca dinamica pozitivă a cererii externe să înceapă să se propage gradual către cererea internă în perioada următoare.



Cererea externă netă va continua să fie motorul economic al regiunii și în semestrul II, pe fondul semnalelor de accelerare a economiei mondiale (Statele Unite și China), dar și a câștigurilor de competitivitate internațională la nivelul unor economii. Totodată, după aprecierea cu 2,3% an/an din primele 7 luni ale anului, cursul real efectiv al EUR ar putea să se deprecieze în a ultimele luni din acest an, pe fondul semnalelor de inflexiune a politicii monetare în Statele Unite.



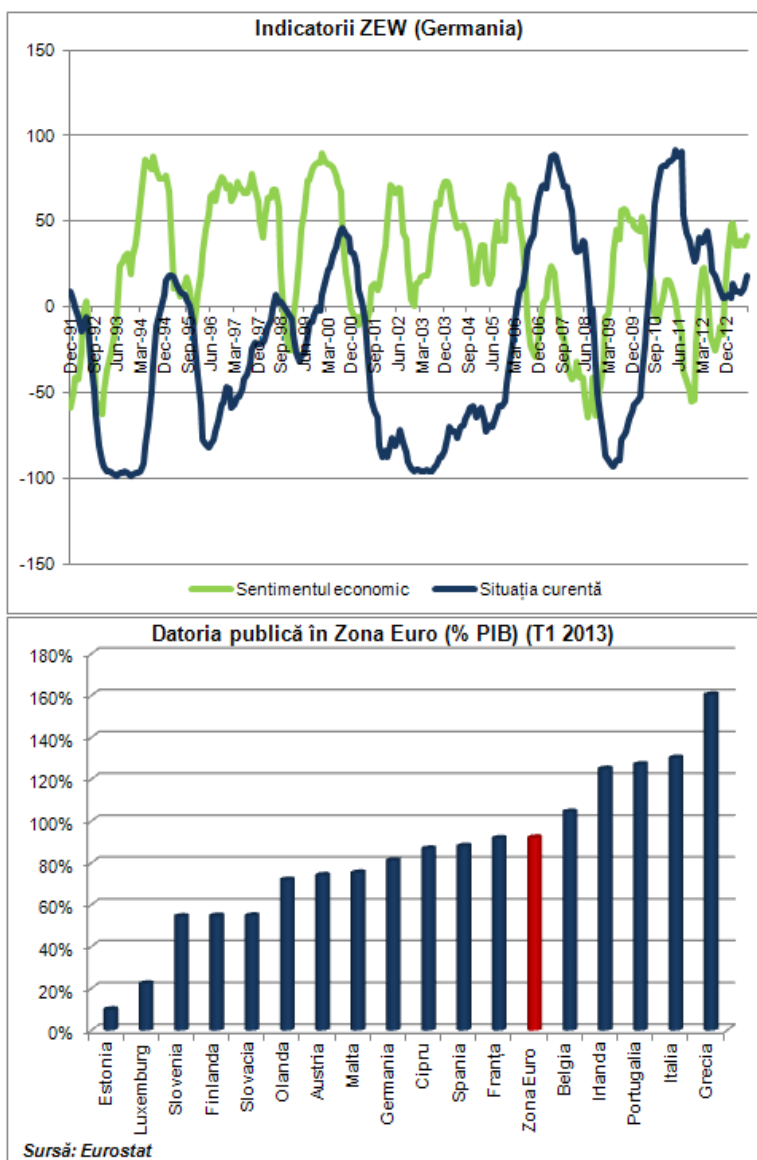
În ceea ce privește cererea internă, variabila fundamentală este reprezentată de formarea brută de capital fix. În scenariul central mă aștept la o relansare graduală a investițiilor în economia reală (în primul rând la nivelul economiilor exportatoare), după declinul sever din anii anteriori. Acest scenariu este susținut de dinamica recentă a indicatorilor de sentiment (Sentix, ZEW).

Spre exemplu, sentimentul investitorilor în Zona Euro a continuat să se amelioreze în septembrie, conform indicatorului calculat de Centrul de Cercetare Economică Sentix (în creștere la 6,5 p., de la -4,9 p. în august).

De asemenea, indicatorul de sentiment al investitorilor calculat de Centrul de Cercetare Economică ZEW a crescut de la 36,3 p. în iulie la 42 p. în august în Germania și de la 32,8 p. la 44 p. în Zona Euro.

O relansare graduală a investițiilor private în regiune se va resimți favorabil la nivelul consumului privat (principala componentă a PIB).

Pe de altă parte, în acest scenariu central, mă aștept la o dinamică negativă a consumului public în a doua jumătate a anului curent, dat fiind faptul că procesele de consolidare bugetară trebuie să continue în majoritatea statelor regiunii, în spiritul Compactului Fiscal semnat în 2012 (reducerea componentei structurale a deficitului bugetar sub pragul de 0,5% din PIB). Continuarea consolidării bugetare este stringentă pentru stabilizarea datoriei publice a regiunii, care a atins la finele trimestrului I nivelul record de 8,8 trilioane EUR (reprezentând 92,2% din PIB).



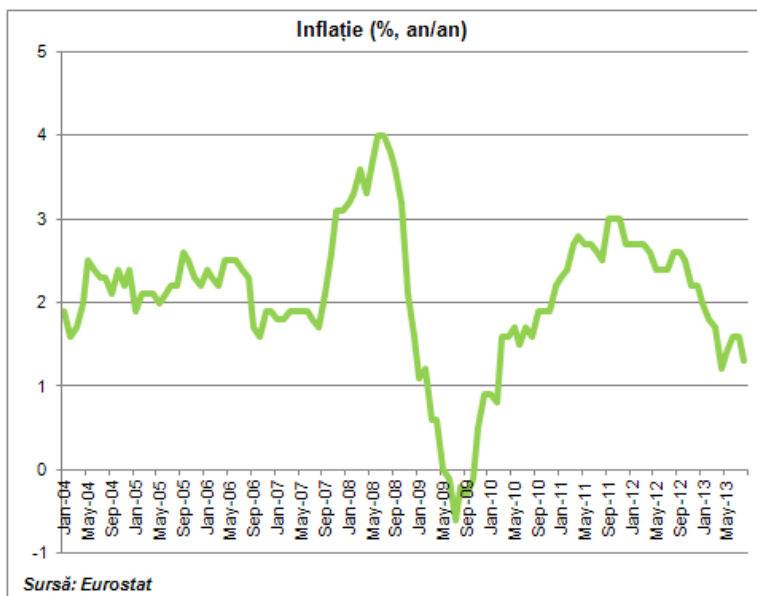
Riscuri

Deși a înregistrat un punct de inflexiune în trimestrul II, economia Zonei Euro se confruntă, în continuare cu provocări structurale și cu o serie de factori de risc, printre care subliniez:

1. Incertitudinile asociate climatului macro-financiar mondial, cu impact pentru evoluția exporturilor regiunii (pe parcursul ultimelor trimestre cererea externă netă reprezintă motorul economic al regiunii);
2. Fragilitatea macro-financiară a regiunii (posibilitatea reintensificării percepției de risc) și întârzierea reformelor structurale la nivelul unor economii din regiune, cu impact nefavorabil pentru procesul de convergență economică pe termen mediu-lung (problema potențialului economic);
3. Riscurile din sfera sectorului bancar, Zona Euro fiind foarte dependentă de creditarea de la bănci;
4. Incertitudinile de natură politică și socială, mai ales în rândul economiilor în care procesul de ajustare macroeconomică pare să fi devenit imposibil.

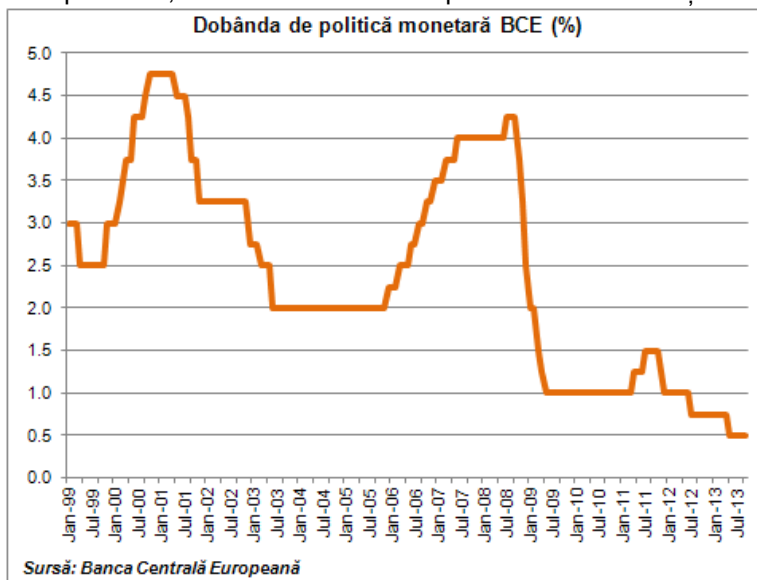
Inflația și politica monetară

Eurostat a publicat estimările preliminare cu privire la evoluția prețurilor de consum în luna august. Inflația a decelerat la 1,3% an/an (de la 1,6% an/an în iulie), evoluție determinată de componenta energetică, care a consemnat un declin de 0,4% an/an. De asemenea, componenta alimente, alcool și tutun a decelerat de la 3,5% an/an în iulie la 3,3% an/an în august. Pe de altă parte, componenta servicii a accelerat la 1,5% an/an. Excluzând componentele volatile, prețurile de consum au crescut cu 1,1% an/an – în stagnare comparativ cu dinamica din luna iulie. Presiunile inflaționiste din



regiune se mențin reduse (sub ținta Băncii Centrale Europene), evoluție determinată de persistența unui climat dificil în sfera cererii interne (rata șomajului se situează la un nivel record).

În cadrul ședinței de politică monetară din septembrie, Banca Centrală Europeană a decis menținerea dobânzii de referință la nivelul minim istoric de 0,5%, decizie în linie cu așteptările pieței și cu scenariul central de la Raportul Macroeconomic mondial din iulie). Politica monetară expansionistă a entității bancare centrale din Zona Euro este determinată de o serie de factori, de la persistența unui climat dificil în sfera cererii interne (determinat de șomajul record și de contracția creditării bancare), la nivelul redus al inflației (sub ținta BCE). De asemenea, expansionismul monetar al



BCE este menit să sprijine procesul de consolidare bugetară și să contribuie la ameliorarea potențialului economic al regiunii.

În cadrul Conferinței de Presă organizată după această ședință, Președintele Băncii Centrale Europene, M. Draghi, a subliniat faptul că evoluțiile recente din sfera piețelor financiare globale și riscurile geopolitice (cazul Siriei) ar putea afecta procesul de inflexiune a economiei Zonei Euro: „... **Recent developments in**

global money and financial market conditions and related uncertainties may have the potential to negatively affect economic conditions ... Other downside risks include higher commodity prices in the context of renewed geopolitical tensions ...". Referitor la prețurile de consum, Draghi a menționat faptul că așteptările inflaționiste sunt ferm ancorate pe termen mediu sunt ferm ancorate în conformitate cu ținta Băncii Centrale Europene. În acest context, Draghi a reiterat faptul că banca centrală va menține politica monetară actuală pentru o perioadă prelungită de timp (fiind pregătită pentru implementarea unor noi măsuri expansioniste), pentru a atenua fragmentarea din piețele financiare, pentru a susține relansarea creditării și a economiei (și, implicit, refacerea potențialului economic în regiune). Nu în ultimul rând, Guvernatorul a precizat că, în cadrul ședinței, a fost discutată și posibilitatea unei noi reduceri a dobânzii de referință (decizie evitată de semnalele recente de ameliorare a climatului economic din regiune).

Scenariul central 3 – 6 luni

În scenariul macroeconomic central nu mă aștept la modificări de atitudine pentru politica monetară a Băncii Centrale Europene, date fiind problemele structurale cu care se confruntă regiunea (cu impact nefavorabil pentru climatul investițional), dar și nivelul redus al presiunilor inflaționiste. Cu toate acestea, către finalul anului, entitatea ar putea semnala apropiere de final a acestor politici expansioniste, scenariu condiționat de relansarea durabilă a fluxurilor investiționale în sectorul privat (probabilitatea pare redusă în acest moment).

Într-un scenariu alternativ, Banca Centrală Europeană ar putea implementa noi măsuri expansioniste, dacă climatul macro-financiar global se va deteriora sau dacă riscurile specifice regiunii se vor intensifica.

ROMÂNIA

Activitatea economică și piața forței de muncă

Institutul Național de Statistică a publicat estimările preliminare cu privire la evoluția economiei interne în perioada aprilie – iunie. PIB-ul a decelerat în trimestrul II, consemnând un avans de 0,5% qoq (1,5% an/an), evoluție determinată, în principal, de persistența unui climat dificil la nivelul cererii interne. Practic, în trimestrul II

economia a resimțit intensificarea factorilor de risc macro-financiar pe mapamond, cu impact nefavorabil pentru climatul investițional intern (formarea brută de capital s-a contractat cu 17,3% an/an).

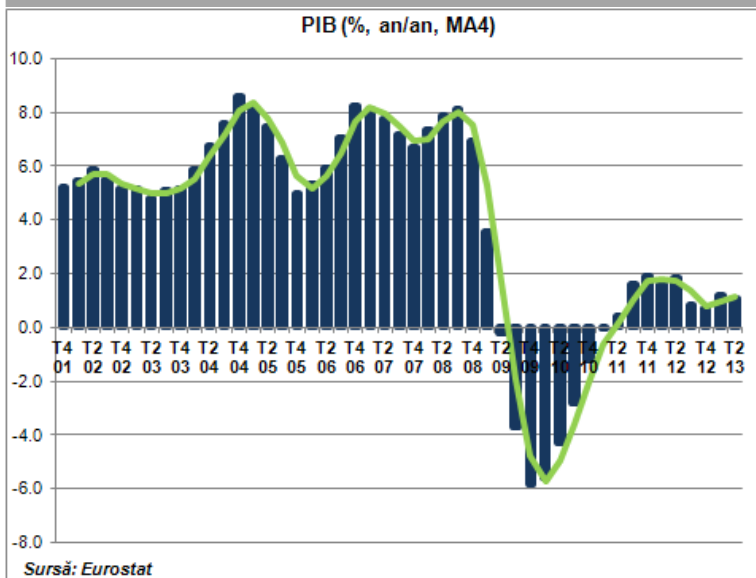
Pe parcursul trimestrului II a persistat divergența între dinamica cererii externe nete (contribuție de 6 p.p. la creșterea economică) și contracția cererii interne (formarea brută de capital fix a scăzut cu 3,8% an/an, în timp ce stocurile au avut o contribuție negativă de 3,6 p.p.).

În ceea ce privește cererea externă netă, exporturile au crescut cu 12,1% an/an în trimestrul II, în accelerare raportat la trimestrul I (ritm de 9,1% an/an). Pe de altă parte, importurile s-au contractat cu 1,7% an/an, ritm mai pronunțat comparativ cu cel din primele 3 luni ale anului (0,1% an/an).

La nivelul cererii interne, formarea brută de capital fix a consemnat un declin de 3,8% an/an, dinamică în atenuare raportat comparativ cu primul trimestru (-5,4% an/an). De asemenea, stocurile au scăzut puternic, contribuind cu -3,6 p.p. la dinamica PIB-ului. Scădere a consemnat și consumul guvernamental, în contextul continuării procesului de consolidare bugetară: consumul colectiv al administrațiilor publice s-a contractat cu 0,4% an/an, în timp ce consumul final individual al administrațiilor publice s-a diminuat cu 0,6% an/an. Pe de altă parte, consumul privat (principala componentă a PIB) a crescut cu 0,2% an/an.

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

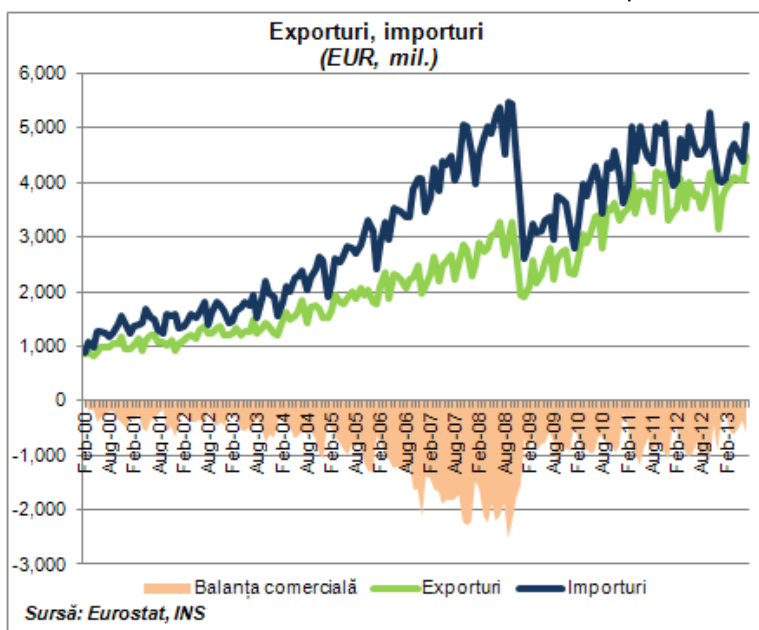


În analiza evoluției componentelor ofertei agregate, se remarcă dinamica industriei (+4,9% an/an), a agriculturii (+17,7% an/an), a serviciilor de administrație publică și apărare (avans de 1,6% an/an) și a tranzacțiilor imobiliare (+3,7% an/an). Pe de altă parte, sectorul de construcții a scăzut cu 5,4% an/an, în timp ce activitățile de comerț, transport și HORECA au consemnat un declin de 0,7% an/an.

Pe parcursul ultimelor săptămâni am asistat la o evoluție predominant favorabilă a indicatorilor macroeconomici, economia internă resimțind atât inflexiunea Zonei Euro, dar și scăderea graduală a costurilor de finanțare.

Se remarcă, în continuare, dinamica cererii externe, datele cu privire la evoluția fluxurilor comerciale internaționale în iulie și primele 7 luni din 2013 exprimând faptul că economia internă ar putea deveni un releu din ce în ce mai activ în fluxurile comerciale dintre țările membre ale Uniunii Europene și statele din afara mecanismului european.

În luna iulie exporturile au crescut cu 11,4% mom, către nivelul record de 4,48 mld. EUR: componenta UE a urcat cu 11,4% mom, la 3,16 mld. EUR, în timp ce componenta non-UE a consemnat un avans de 11,6% mom, până la 1,32 mld. EUR. Pe de altă parte, importurile s-au majorat cu 15,2% mom, până la 5,06 mld. EUR: componenta non-UE a crescut cu 31,6% mom (la 1,35 mld. EUR), în timp ce componenta UE a consemnat un avans de 10,2% mom (până la 3,71 mld. EUR). Prin urmare, balanța comercială a înregistrat un deficit de 0,57 mld. EUR, în intensificare cu 56,2% mom.



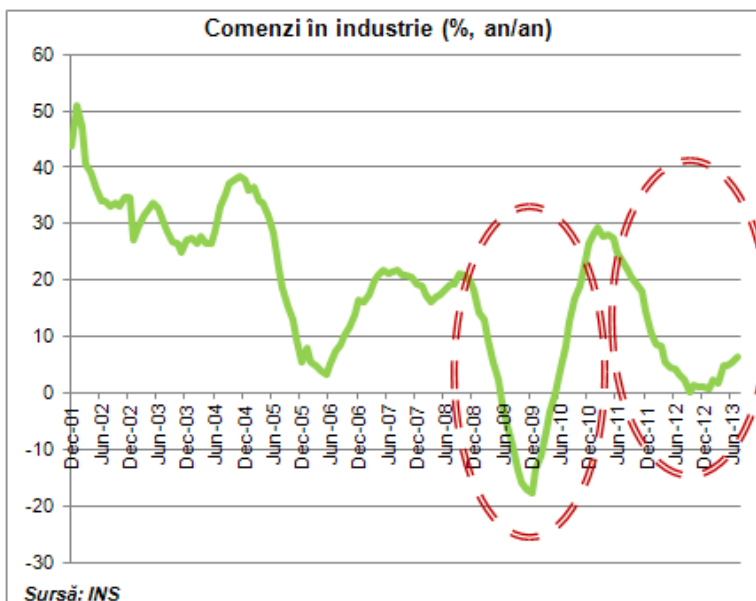
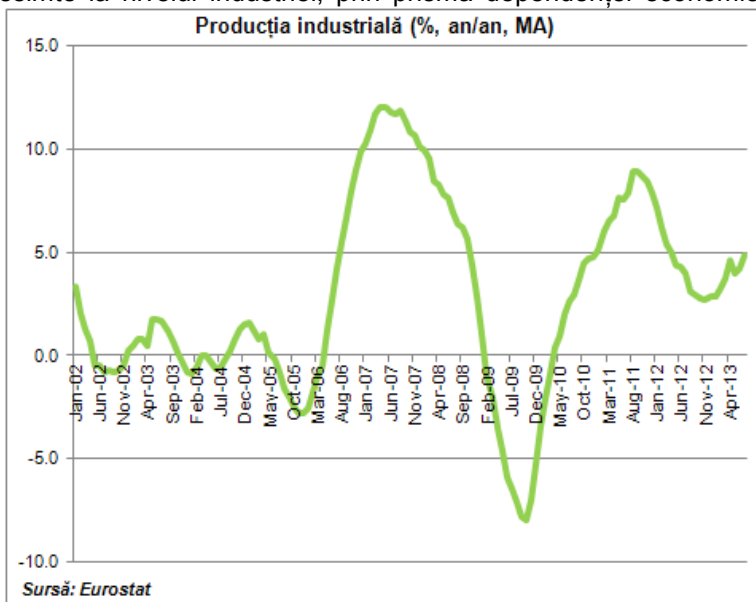
În primele 7 luni ale anului exporturile au consemnat un avans de 7,7% an/an, la 28,2 mld. EUR: componenta UE a crescut cu 7% an/an, la 19,9 mld. EUR; componenta non-UE s-a majorat cu 9,4% an/an. Pe de altă parte, importurile au scăzut cu 0,8% an/an, la 31,3 mld. EUR, evoluție determinată de componenta non-UE (declin de 10,4% an/an, la 7,4 mld. EUR); componenta UE a crescut cu 2,8% an/an, la 23,9 mld. EUR. Prin urmare, deficitul balanței comerciale s-a atenuat cu 41,6% an/an, la 3,1 mld. EUR.

După părerea mea, evoluția fluxurilor comerciale internaționale în luna iulie poate reflecta o serie de aspecte: pe de o parte, impactul pozitiv al inflexiunii Zonei Euro (principalul partener economic) și ameliorarea competitivității internaționale în relațiile comerciale cu țările europene; pe de altă parte,

creșterea cotațiilor internaționale la țiței (cu 9% mom și 19% an/an) și efectele de substituție (dacă observăm dinamica importurilor din țările non-UE); nu în ultimul rând, dinamica importurilor din luna iulie poate exprima relansarea fluxurilor investiționale în economia reală.

Evoluția favorabilă a cererii externe se resimte la nivelul industriei, prin prisma dependenței economiei interne de mecanismul exporturi / industrie prelucrătoare. În luna iulie producția industrială a crescut cu 11,4% an/an, în accelerare comparativ cu iunie (ritm de 5% an/an), evoluție determinată de ramura prelucrătoare (creștere cu 13,3% an/an). În primele 7 luni ale anului producția industrială a consemnat un avans de 6,9% an/an (ramura prelucrătoare a crescut cu 8,4% an/an). Se remarcă dinamica producției de bunuri de capital (+11,8% an/an), dar și a componentei bunuri de consum îndelungat (+11,7% an/an).

Totodată, comenzile noi în industrie au crescut cu 9,4% an/an în iulie, evoluție determinată, în principal, de componenta bunuri de capital (avans de 14,6% an/an). În perioada ianuarie – iulie comenzile noi în industrie au crescut cu 8,9% an/an, remarcându-se dinamica componentei bunuri de capital (avans de 22,1% an/an), ceea ce exprimă premise favorabile pentru investițiile în economia reală în perioada următoare.



Pe de altă parte, în sfera cererii interne climatul se menține dificil, pe fondul continuării procesului de ajustare (atât în sectorul privat, dar și în sectorul public), deși se pot menționa unele semnale de stabilizare la începutul trimestrului III (determinate de atenuarea presiunilor inflaționiste, dar și de perioada de vară).

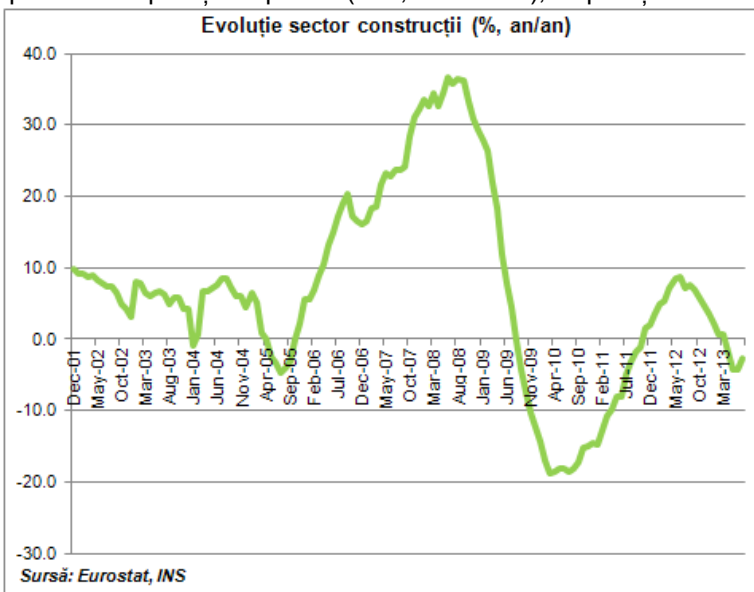
Spre exemplu, sectorul de construcții (intensiv în capital și forță de muncă) a crescut cu 8,5% mom în iulie, evoluție determinată de dinamica componentelor construcții noi (avans de 8,3% mom) și reparații curent (plus de 7,9% mom). Comparativ cu iulie 2012 sectorul de construcții a consemnat o creștere de 15,4%,

toate componentele prezentând evoluții pozitive: reparații capitale (+38,4% an/an), reparații curente (+30,7% an/an) și construcții noi (+6,9% an/an).

În iulie se remarcă dinamica componentei construcții rezidențiale (avans de 47% mom), ceea ce poate reflecta lucrările de construcții finanțate de fondurile trimise de persoanele care lucrează în străinătate.

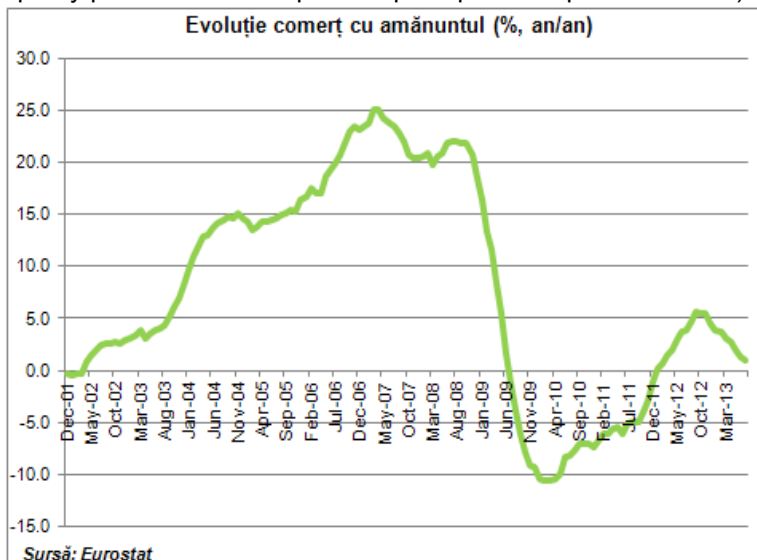
Cu toate acestea, în primele 7 luni ale anului sectorul de construcții a scăzut cu 2,2% an/an, evoluție determinată, în

principal, de declinul componentei construcții noi (cu 11,8% an/an) (expresie a persistenței unui climat investițional dificil).



Totodată, comerțul cu amănuntul (variabilă proxy pentru consumul privat – principala componentă a PIB) a revenit pe creșteri în iulie (avans de 2,1% mom), evoluție determinată, în principal de dinamica componentelor carburanți (+5,6% mom) și bunuri nealimentare (+4% mom).

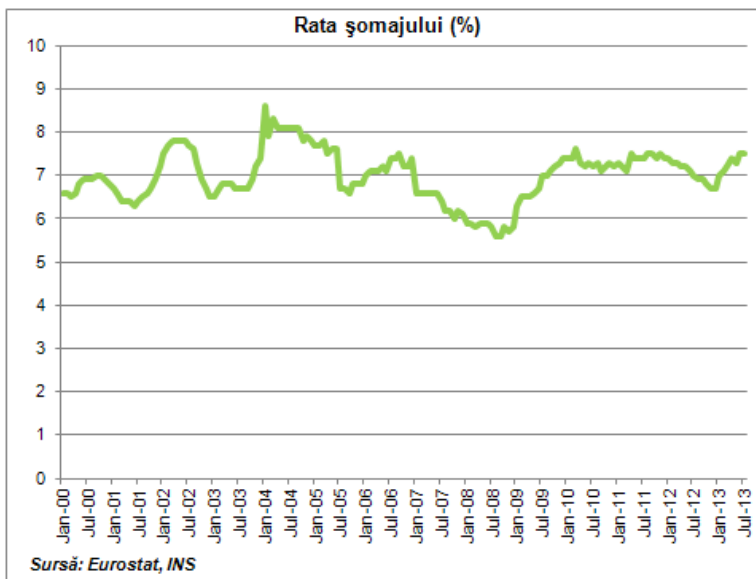
Raportat la iulie 2012 vânzările din comerțul cu amănuntul au consemnat un avans de 1%, remarcându-se evoluția componentei bunuri nealimentare (avans de 4,2% an/an).



Cu toate acestea, în primele șapte luni ale anului comerțul cu amănuntul s-a contractat cu 0,7% an/an, evoluție determinată, în principal, de declinul vânzărilor de carburanți (cu 5,5% an/an).

În ceea ce privește consumul public, în perioada ianuarie – iulie acesta s-a contractat cu 1,2% an/an, în contextul continuării procesului de consolidare bugetară. La finele lunii iulie România a înregistrat un deficit bugetar de 6,02 mld. RON, reprezentând 0,96% din PIB (mai mic comparativ cu nivelul de 1,19% din PIB în perioada similară din 2012).

La nivelul pieței forței de muncă am asistat la o stabilizare a climatului în luna iulie: numărul de șomeri s-a diminuat cu 7 mii la 739 mii, în timp ce rata șomajului a stagnat la 7,5% - în apropiere de nivelul maxim din ultimii ani. Această evoluție poate fi asociată într-o anumită măsură perioadei de vară (locuri de muncă temporare). Pe de altă parte, atrag atenția cu privire la faptul că, din punct de vedere structural, situația se menține critică, mai ales că urmează noi concedieri în sectorul public pe termen scurt.



Scenariul central 3 – 6 luni

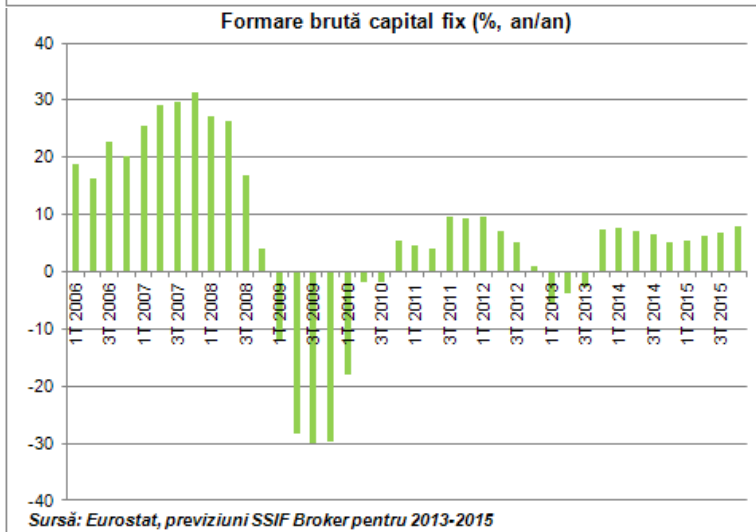
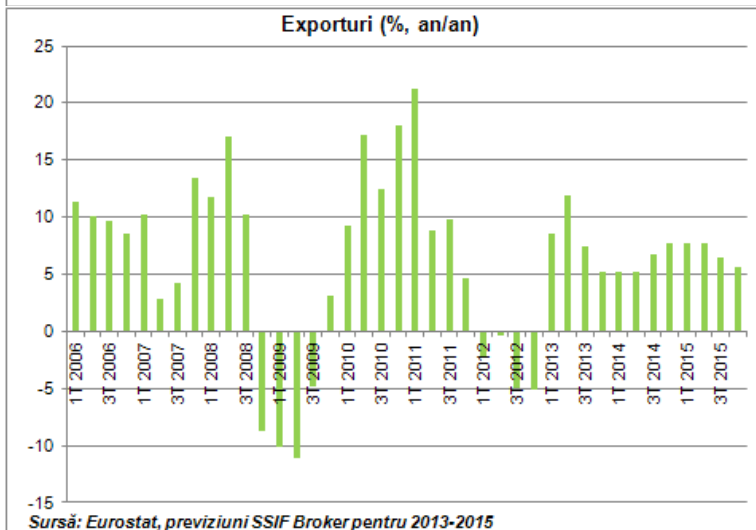
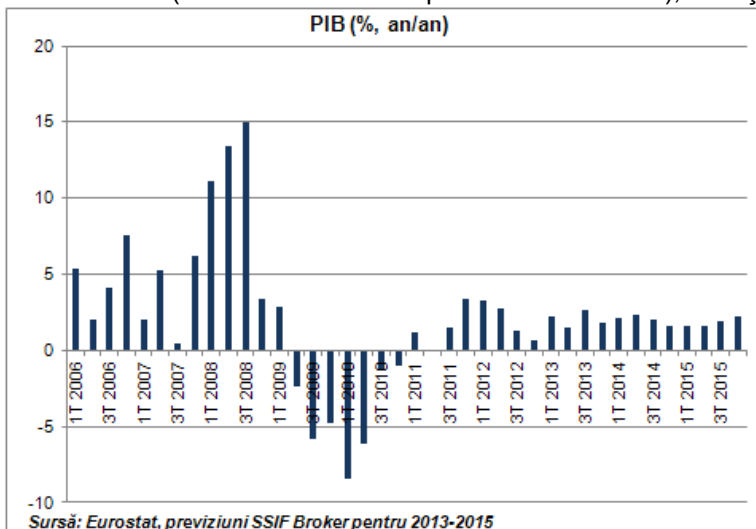
Data fiind evoluția componentelor PIB în trimestrul II (conform estimărilor preliminare ale INS), dar și evoluția producției agricole din acest an și dinamica recentă a indicatorilor macroeconomici lunari am revizuit în sus previziunile privind evoluția PIB în 2013 și am menținut previziunile pentru rata șomajului (la 7,3%).

Conform noului scenariu central, PIB-ul ar putea crește cu 2,05% an/an în 2013, evoluție determinată de dinamica cererii externe nete: majorarea exporturilor cu 8,3% an/an, un avans al importurilor de doar 1,1% an/an.

De asemenea, mă aștept ca impulsul cererii externe să se transmită gradual către cererea internă începând cu a semestrul II. Totodată, cererea internă ar urma să resimtă impactul evoluției favorabile a producției agricole, dar și decelerarea presiunilor inflaționiste și scăderea costurilor de finanțare. Astfel,

consumul privat ar putea consemna un avans de 0,67% an/an în 2013. Pentru dinamica anuală a formării brute de capital fix mă aștept la inflexiune în ultimele luni din acest an (creștere cu aproximativ 7,5% an/an în trimestrul IV).

Pe de altă parte, în scenariul central, consumul guvernamental va continua să scadă (cel puțin în trimestrul III), evoluție determinată de procesul de consolidare bugetară (mai ales că autoritățile se pregătesc să semneze noul acord Stand-By cu entitățile financiare internaționale).

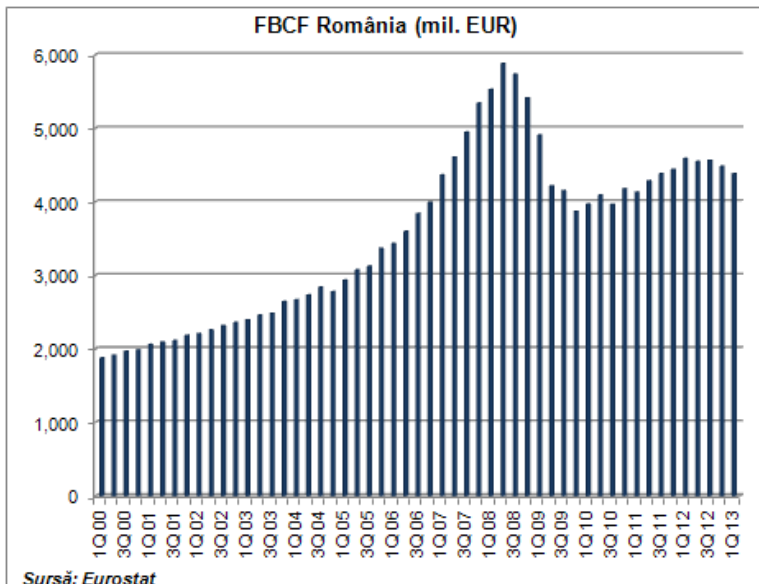


Riscuri

Printre principalii factori de risc asociați acestui scenariu central menționez:

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:

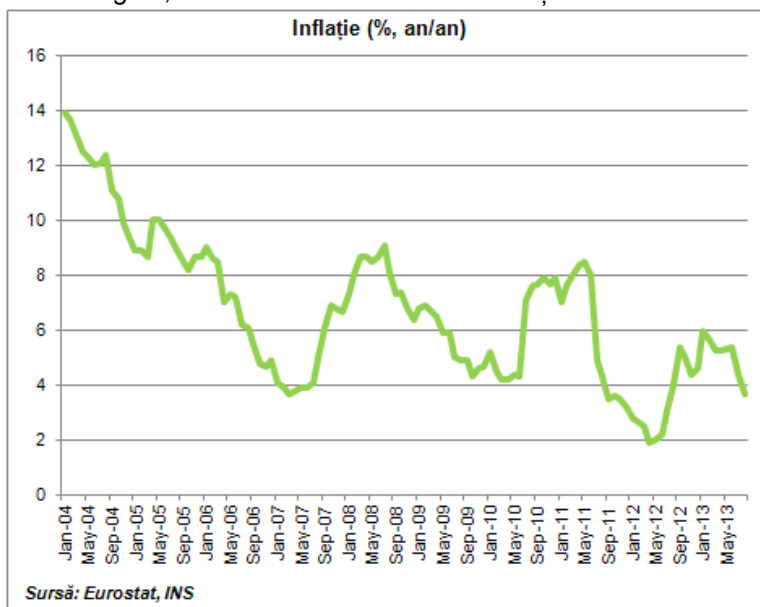
1. Climatul macro-financiar global (tensiunile din Orientul Mijlociu, mix-ul de politici economice din Statele Unite, provocările cu care se confruntă Zona Euro), o nouă perioadă de volatilitate pe piețele financiare internaționale urmând să influențeze nefavorabil mersul economiei interne (care se menține, în continuare, dependentă de finanțarea externă);
2. Întârzieri din partea sectorului bancar în transmisia impulsului politicii monetare (care ar putea determina prelungirea secetei de capital și amânarea relansării investițiilor în sectorul privat);
3. Riscul politic (determinat de proximitatea lansării campaniei electorale prezidențiale), cu impact nefavorabil pentru ritmul de îndeplinire a condiționalităților impuse în cadrul noului acord de tip **Stand-By** cu Instituțiile Financiare Internaționale;
4. Intensificarea fenomenului de depreciere a capitalului uman;
5. Posibilitatea reintensificării presiunilor inflaționiste începând cu primele luni din 2014, date fiind angajamentele asumate pentru prețurile la bunuri administrate;
6. Riscurile de ordin social (în contextul planurilor de restructurare a companiilor de stat).



Inflația și politica monetară

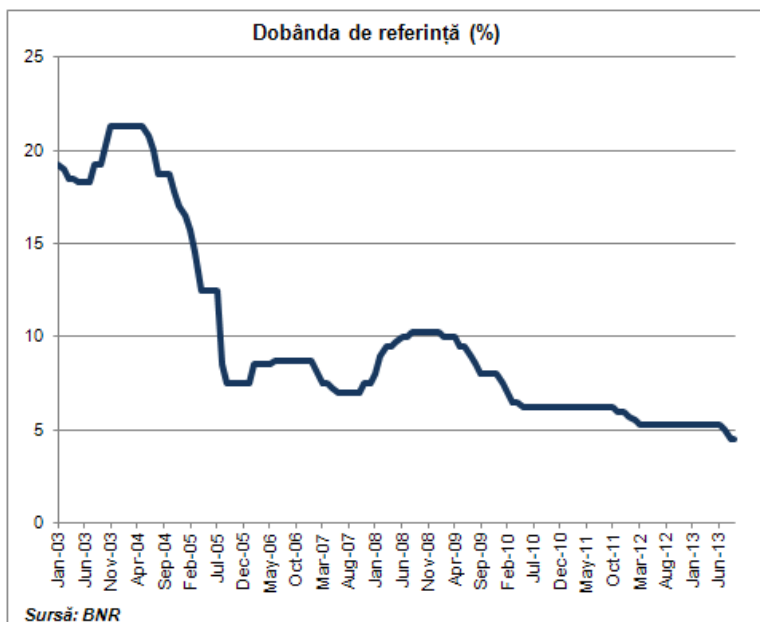
Prețurile de consum au scăzut cu 0,2% mom în august, conform datelor Institutului Național de Statistică.

Această evoluție a fost determinată de declinul prețurilor la bunuri alimentare (cu 0,81% mom), în contextul dinamicii favorabile a producției agricole din acest an. Pe de altă parte, prețurile la mărfuri alimentare și la servicii s-au majorat cu 0,09% mom, respectiv cu 0,31% mom. Componenta core a consemnat un avans lunar de 0,07% mom. Comparativ cu luna august 2012 inflația s-a situat la 3,67% - nivelul minim din ultimele trimestre (în decelerare de la 4,41% an/an în iulie).



La a șasea ședință de politică monetară din acest an, Banca Națională a României a redus dobânda de referință cu 0,5%, la 4,5% - nivel minim record. Decizia a surprins previziunile pieței, precum și scenariul central elaborat în cadrul Raportului Macroeconomic din iulie (mă așteptam la o scădere a dobânzii de politică monetară cu 0,25% la 4,75%).

Comunicatul ședinței de politică monetară explică raționamentul care a stat la baza acestei decizii: atenuarea presiunilor inflaționiste („... **inflația de bază CORE2 ajustată ... în luna iunie fiind de 2,85 la sută, comparativ cu**

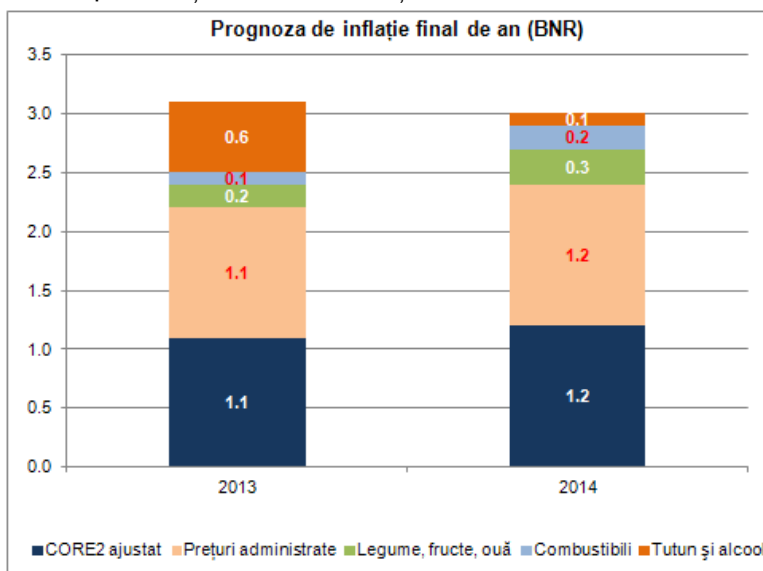


3,03 la sută în luna martie și 3,25 la sută în luna decembrie 2012...”) și persistența unui climat dificil în sfera cererii interne („... **cvasistagnare a consumului final, în timp ce dinamica anuală reală a împrumuturilor acordate sectorului privat rămâne în teritoriu negativ...**”).

Totodată, Comunicatul subliniază ameliorarea mecanismului de transmisie a politicii monetare în ultima perioadă: „... **plasarea ... ratelor dobânzilor interbancare și a randamentelor titlurilor de stat în apropierea sau chiar sub nivelul ratei dobânzii de politică monetară ...**”.

După părerea mea, decizia BNR a fost determinată de atenuarea presiunilor și așteptărilor inflaționiste (în contextul recoltei agricole foarte bune în acest an), dar și persistența evoluției cererii interne la un nivel sub potențial, într-un context caracterizat de ameliorarea percepției de risc privind climatul macro-financiar global, dar și de încheierea negocierilor pentru un nou acord Stand-By cu instituțiile financiare internaționale.

Conform celui de-al treilea Raport Trimestrial asupra inflației din 2013 inflația s-a stabilizat în trimestrul II, dat fiind că presiunile core au continuat să scadă (cu excepția lunii iunie), în timp ce componenta volatilă nu a accelerat. Raportul subliniază persistența unui climat dificil în sfera cererii interne în primul semestru al anului, determinată de condițiile nefavorabile din sfera creditării și din piața forței de muncă (conform scenariului BNR deviația PIB se situa la -2 p.p. în trimestrul I și va persista în jurul acestui nivel în următorii doi ani. În acest context, BNR a redus prognozele

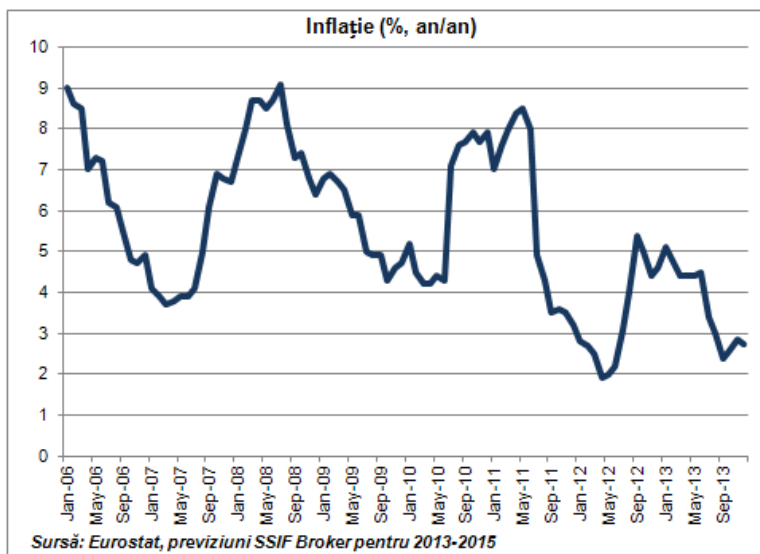


privind evoluția inflației la final de 2013 și 2014, la 3,1% an/an, scenariu care încorporează următoarele elemente: declinul prețurilor la alimente începând cu trimestrul III (în contextul recoltei agricole din acest an); un an agricol normal în 2014; noi majorări ale prețurilor la gaze naturale și fluctuații ale prețurilor la energia electrică (în contextul calendarului de liberalizare a pieței energiei). Conform previziunilor BNR prețurile la gaze naturale vor contribui în medie cu aproximativ 0,4 p.p. pe an la formarea inflației până în 2018. Totodată, Raportul menționează faptul că anticipațiile inflaționiste pentru următorii doi ani sunt ancorate în intervalul țintă al băncii centrale (+/-2,5% an/an).

Entitatea menționează o serie de factori de risc pentru evoluția inflației în trimestrele următoare: volatilitatea fluxurilor internaționale de capital direcționate către economiile emergente din Europa; riscurile asociate climatului macro-financiar din Zona Euro (principalul partener economic); întârzieri în implementarea reformelor structurale pe plan intern (conform celor convenite cu instituțiile financiare internaționale); evoluția prețurilor componentelor volatile.

Scenariul central

Date fiind evoluțiile recente ale prețurilor de consum, dar și dinamica producției agricole din acest an, am redus previziunile privind evoluția inflației în 2013, la 3,7% an/an (medie anuală), de la 4% an/an (scenariul din luna iulie). În acest scenariu revizuit, inflația ar putea atinge un minim în toamna acestui an (2,4% an/an în septembrie, pe Indicele Armonizat al Prețurilor de Consum).



Referitor la deciziile de politică monetară, în scenariul central actualizat, BNR ar putea reduce

dobânda de referință cu cel puțin încă 0,25% de două ori în ultimele 2 ședințe de politică monetară programate pentru acest an, după cum se menționează, de altfel, și în comunicatul ședinței din luna august: („... **continuarea procesului de ajustare prudentă a condițiilor monetare ... BNR ... va monitoriza atent evoluțiile interne și ale mediului internațional... calibrarea corespunzătoare a conduitei politicii monetare...**”).

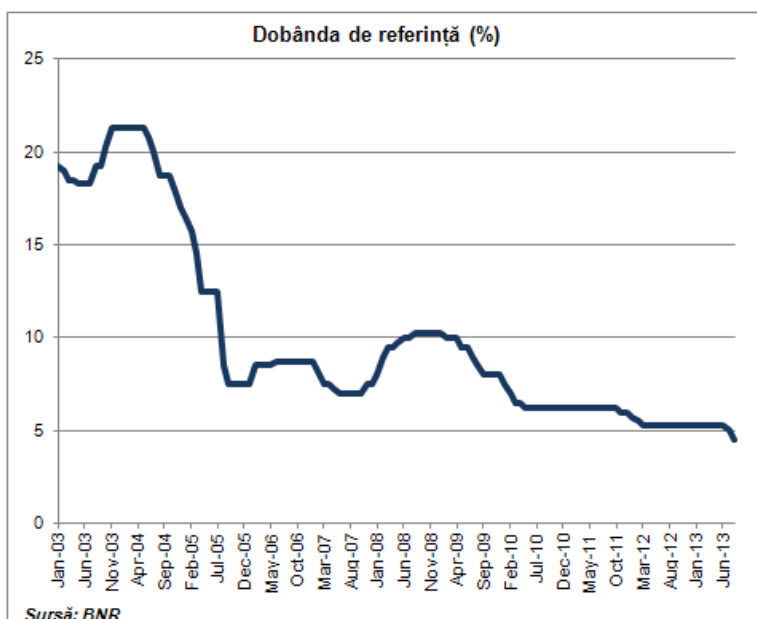
Până în primăvara anului 2014 banca centrală ar putea reduce dobânda de politică monetară, temporar, sub pragul de 4% (overshooting) pentru a susține relansarea creditării și a investițiilor în economia reală. Aceste elemente sunt fundamentale pentru propulsarea economiei interne spre un nou ciclu economic. După părerea mea, deciziile viitoare de politică monetară vor fi dependente, într-o măsură mai ridicată, de contextul macroeconomic și financiar internațional, mai bine spus, de inflexiunea politicii monetare în statele dezvoltate și reacția piețelor.

Pe de altă parte, menționez faptul că această reducere agresivă din August reduce din marja de manevră a utilizării dobânzii de referință în prima jumătate a anului 2014. În acest context, mă aștept la BNR să acorde o importanță mai ridicată altor instrumente de politică monetară anul viitor pentru a calibra politica monetară (RMO-urile).

SEMNALELE BNR

În iulie Banca Națională a României a reluat procesul de normalizare a politicii monetare (un nou ciclu de reducere a dobânzii de referință) întrerupt în 2012 de declanșarea crizei politice pe plan intern (care a determinat intensificarea riscurilor pentru stabilitatea financiară). BNR a semnalat reluarea procesului de reducere a dobânzii de referință la ședința de politică monetară din mai („... **ajustarea treptată a conduitei politicii monetare ... să creeze premisele unei creșteri economice sustenabile ...**”).

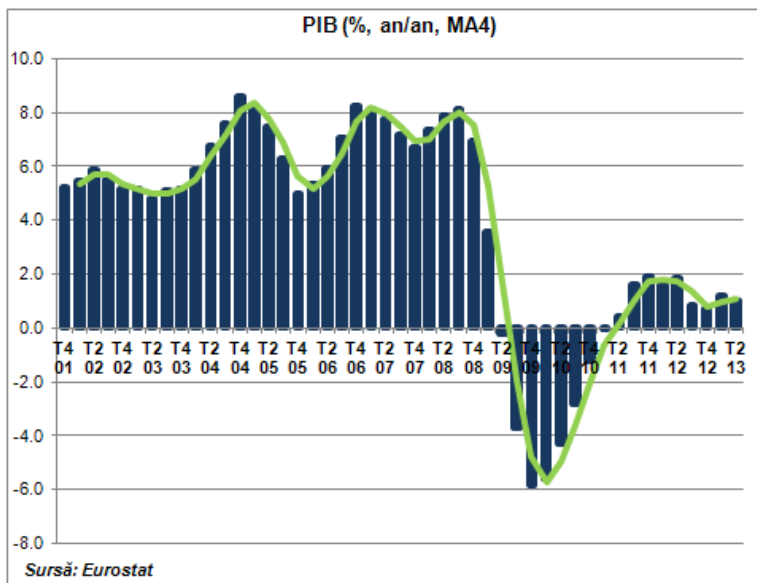
Astfel, la ședința de politică monetară din iulie BNR a redus dobânda de referință cu 0,25 pp la 5%. Totodată, la ședința din august banca centrală a decis o reducere mai agresivă a dobânzii de politică monetară (cu 0,5 pp la 4,5% - un nivel minim istoric). Conform semnalelor emise în cadrul Comunicatelor ședințelor de politică monetară, dar și de declarațiile oficialilor BNR, ar putea urma noi reduceri ale dobânzii de referință în ultimele două ședințe de politică monetară din acest an (programate pe 30 septembrie și 5 noiembrie).



Acest ciclu de reducere a dobânzii de politică monetară nu trebuie să surprindă, date fiind evoluțiile climatului macro-financiar global/european și intern din ultima perioadă, cu impact pentru perspectivele pe termen mediu pentru stabilitatea prețurilor și stabilitatea financiară din România (cele două obiective ale Băncii Naționale a României).

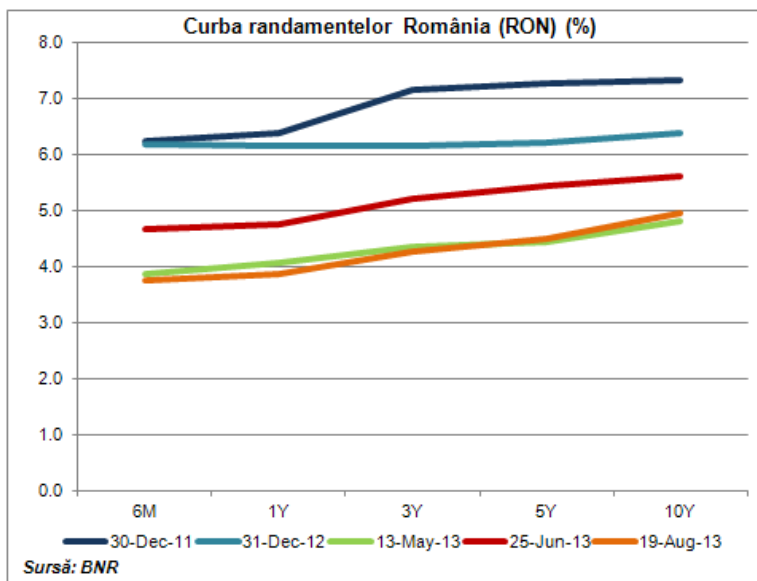
Din perspectiva externă, percepția cu privire la riscurile macro-financiare globale s-a diminuat în intensitate în acest an, fapt reflectat și de dinamica indicilor bursieri din țările dezvoltate (la maxime istorice): economia americană a digerat șocul intensificării procesului de consolidare bugetară; economia Zonei Euro s-a stabilizat și în trimestrul II a ieșit din cea mai severă recesiune din istorie; în China autoritățile responsabile cu implementarea politicilor macroeconomice au anunțat că ar putea adopta noi măsuri care să susțină ritmul de creștere economică (la un nivel peste 7% an/an); în Japonia guvernul și banca centrală implementează măsuri expansioniste și reforme fără precedent („Abenomics”).

Pe plan intern am asistat la ameliorarea climatului macro-financiar și reducerea percepției de risc cu privire la expunerea pe economia României: PIB-ul a crescut cu 1,7% an/an în semestrul I, evoluție susținută de dinamica cererii externe nete; inflația a intrat pe o tendință descendentă, determinată atât de evoluția producției agricole din acest an, dar și de persistența deficitului în sfera cererii interne (evoluție cu mult sub potențial); stabilitatea financiară s-a ameliorat: România a ieșit din procedura de deficit excesiv, a finalizat cu succes al doilea acord cu instituțiile financiare internaționale (de la declanșarea Marii Recesiuni) și a încheiat negocierile pentru un nou acord Stand-By (acesta va fi semnat în toamnă); nu în ultimul rând, contul curent înregistrează excedent în semestrul I, pentru prima oară în ultimii ani.



Aceste evoluții au alimentat interesul investitorilor străini pentru economia financiară a României, remarcându-se dinamica pieței de obligațiuni (costul finanțării statului se situează la valori minime record). Nu în ultimul rând, în acest an, cel puțin până în prezent, România nu s-a mai confruntat cu o criză politică de proporții.

În acest context caracterizat printr-un nivel ridicat de macro-stabilitate (stabilitate financiară și anticipații de diminuare a presiunilor inflaționiste, după trecerea șocului determinat de producția agricolă slabă

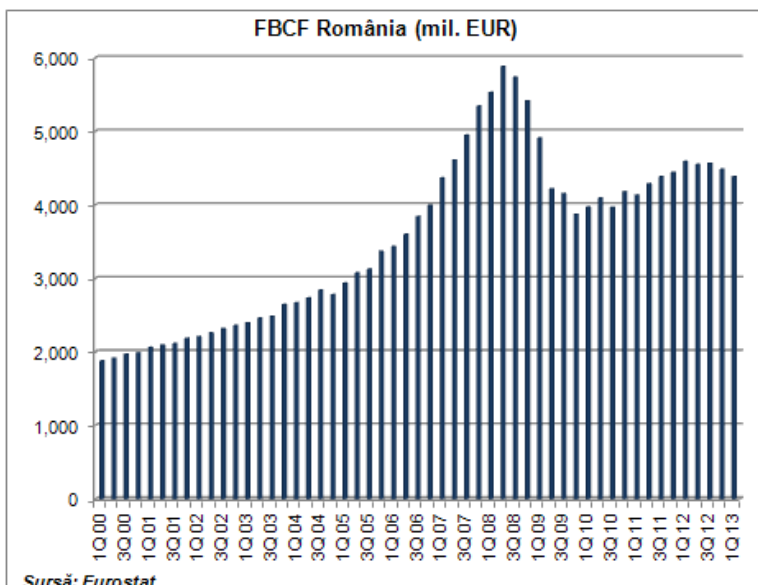


din 2012) pentru prima oară în ultimii ani, marja de manevră a Băncii Naționale a crescut: spre deosebire de ultimele trimestre, percepția cu privire la riscurile de stabilitate financiară este mai bună, iar așteptările cu privire la evoluția inflației pe termen mediu par ancorate ferm în intervalul țintă al BNR (+/- 2,5%).

Astfel, BNR poate să acorde o atenție mai ridicată creșterii economice, fapt confirmat și de reducerea mai agresivă a dobânzii de referință în august (cu 0,5 pp la 4,5%), dar și de conținutul Comunicatului de la această ședință: „... **calibrarea corespunzătoare a instrumentelor ... pentru a asigura ... premisele necesare ... unei creșteri economice echilibrate și de durată ...**”.

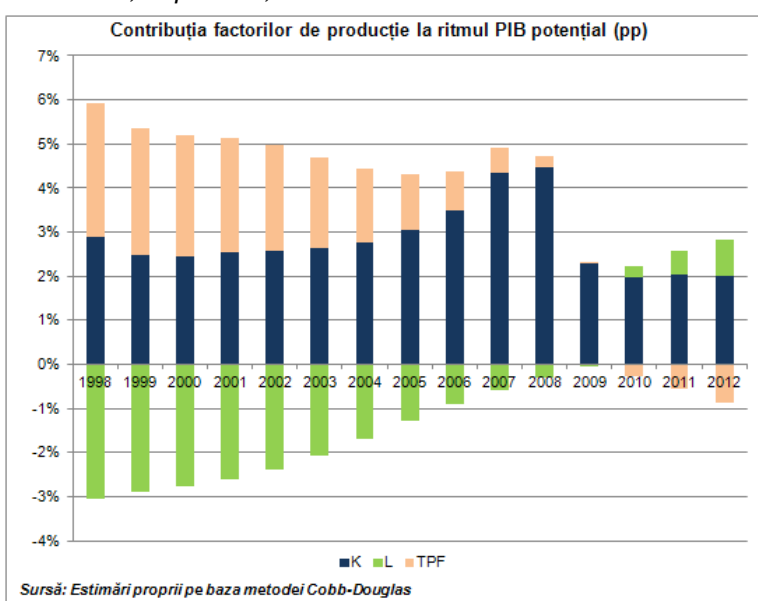
După părerea mea, această decizie mai agresivă din luna august poate reflecta și graba băncii centrale de a duce dobânda de referință spre nivelul minim posibil înainte de inflexiunea politicii monetare în țările dezvoltate (cazul Rezervei Federale, care a semnalat că este pregătită să demareze procesul de normalizare a politicii monetare până la finele anului). Practic, BNR urmărește relansarea creditării, proces important pentru reluarea ciclului investițional (creșterea economică echilibrată și de durată este dependentă de relansarea durabilă a investițiilor private). Iar relansarea investițiilor va contribui la refacerea potențialului economic.

Deși România pare stabilizată din punct de vedere macro-financiar, economia continuă să se confrunte cu seceta de capital (fenomen menționat de Guvernatorul Isărescu în cadrul unui interviu acordat la începutul anului 2011): formarea brută de capital fix se situează, în prezent, cu 25% sub nivelul maxim istoric consemnat în trimestrul II 2008. Persistența unui climat investițional dificil în economia reală este determinată de o serie de factori, printre care menționez: deteriorarea potențialului economic (în contextul incidenței valurilor Marii Recesiuni), care a determinat declinul sever al fluxurilor de investiții străine directe; evoluția nefavorabilă a creditului neguvernamental; problemele structurale cu care se confruntă capitalul autohton (gradul redus de dezvoltare a pieței interne de capital).



După cum se poate observa în graficul alăturat, în prezent, economia internă se confruntă cu cel mai redus ritm de evoluție a PIB potențial din ultimii 15 ani (aproximativ 2% an/an, conform estimărilor proprii).

După părerea mea, prin procesul de normalizare a dobânzii de referință BNR vizează reluarea convergenței nominale și reale europene, din perspectiva termenului mediu. Firmele din România se confruntă cu un handicap important în ceea ce privește costul finanțării. Ori, câștigurile de competitivitate pentru a face față provocărilor procesului de integrare monetară sunt dependente de relansarea durabilă a investițiilor în economia reală. De altfel, în declarațiile



recente, Guvernatorul Isărescu a subliniat că dobânzile la RON trebuie să converge către nivelul dobânzilor la EUR („... **noi vom face tot ce este posibil, prin reducerea dobânzii de referință, prin asigurarea lichidității pe piață și prin îngustarea coridorului de variație a dobânzilor de pe piața monetară, să venim cu costul împrumuturilor în lei în apropierea dobânzilor în valută...**”).

Din perspectiva termenului scurt principala problemă care se ridică este determinată de punctul terminus al procesului de normalizare a politicii monetare: până unde va reduce banca centrală dobânda de referință? Decizia din mai cu privire la diminuarea intervalului între dobânda la facilitatea credite și dobânda la facilitatea depozite (de la 4 pp la 3 pp) exprimă faptul că BNR este pregătită să reducă dobânda de referință până la 4,25% (cu 1 pp sub nivelul din mai). De asemenea, aplicând regula lui Taylor (instrumentul de politică monetară cel mai utilizat de băncile centrale din țările dezvoltate înainte de Marea Recesiune), se pare că ne apropiem de finalul acestui proces de normalizare a politicii monetare. Acest scenariu este susținut și de atitudinea mai prudentă a BNR în ceea ce privește viitoarele decizii de politică monetară, semnalată la ședința din august („... **continuarea procesului de ajustare prudentă a condițiilor monetare...**”). Într-un astfel de context, BNR ar putea utiliza alte instrumente de politică monetară (Rata Rezervelor Minime Obligatorii) pentru a dinamiza creditarea bancară.

Cu toate acestea, banca centrală ar putea reduce dobânda de politică monetară, temporar, sub pragul de 4% (overshooting) pentru a susține relansarea creditării și a investițiilor în economia reală. Aceste elemente sunt fundamentale pentru propulsarea economiei interne spre un nou ciclu economic.

După părerea mea, deciziile viitoare de politică monetară vor fi dependente, într-o măsură mai ridicată, de contextul macroeconomic și financiar internațional, mai bine spus, de inflexiunea politicii monetare în statele dezvoltate și reacția piețelor.

Piețele financiare

Evoluții recente

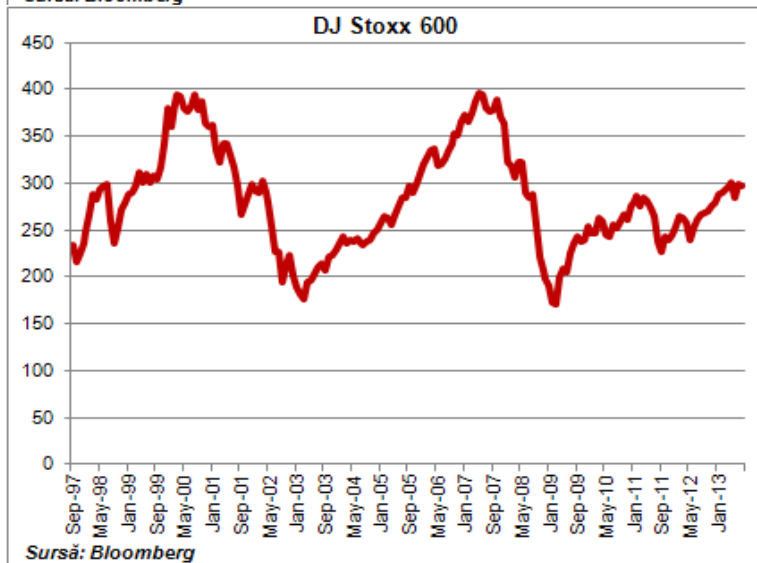
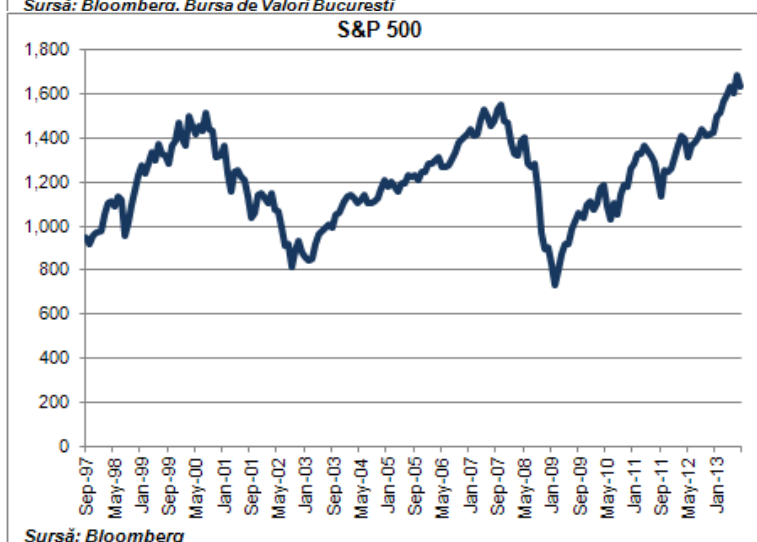
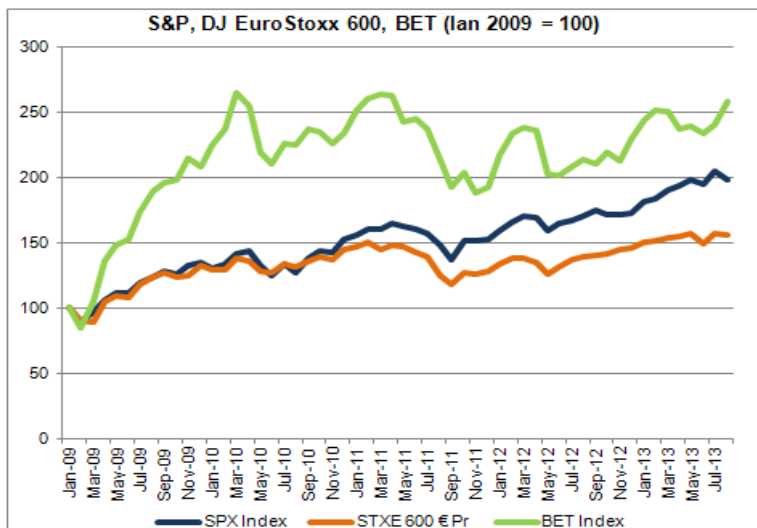
După avansul puternic din luna iulie, piețele internaționale de capital s-au corectat în august, evoluție determinată, în principal, de intensificarea riscurilor de ordin geopolitic (posibilitatea declanșării unui conflict în Siria). De asemenea, evoluția predominant favorabilă a indicatorilor macroeconomici globali (confirmând scenariul de inflexiune a economiei mondiale) a contribuit la creșterea

probabilității reducerii expansionismului monetar fără precedent (în Statele Unite): de altfel, dobânda la titlurile de stat americane cu scadența la 10 ani a continuat să crească, depășind nivelul de 3% la începutul lunii septembrie).

Indicele global MSCI a scăzut cu 2,3% mom în august, până la 1 472,74 p., cel mai sever declin fiind consemnat de piețele americane: indicele S&P 500 s-a

depreciat cu 3,1%, până la 1 632,97 p. (avans de 14,5% de la începutul anului).

De cealaltă parte a Atlanticului, indicele pan-european Dow Jones Stoxx 600 s-a redus cu doar 0,8% mom în august, la 297,32 p. (avans de 6,3% de la începutul anului). Această evoluție (declin la un ritm mai puțin sever comparativ cu piața americană) a fost determinată de semnalele clare de



inflexiune a economiei Zonei Euro la jumătatea anului curent (fapt confirmat de ieșirea din recesiune în T2), dar și de perspectivele de continuare a expansionismului monetar de către Banca Centrală Europeană.

Piața internă de capital a consemnat o evoluție divergentă de cea a piețelor dezvoltate în august, indicele BET consemnând un avans lunar de 7,3%, până la 5 800,6 p. (creștere de 12,6% de la începutul anului). Această evoluție a fost determinată de ameliorarea percepției cu privire la riscul investițiilor în economia financiară a României, fenomen determinat de o serie de factori: macro-stabilitatea financiară și încheierea negocierilor pentru un nou acord Stand-By cu instituțiile financiare internaționale; ciclul de reducere a dobânzii de politică monetară; validarea nou-ului CEO al bursei și promisiunile oficialilor cu privire la respectarea calendarului de listări ale companiilor de stat.

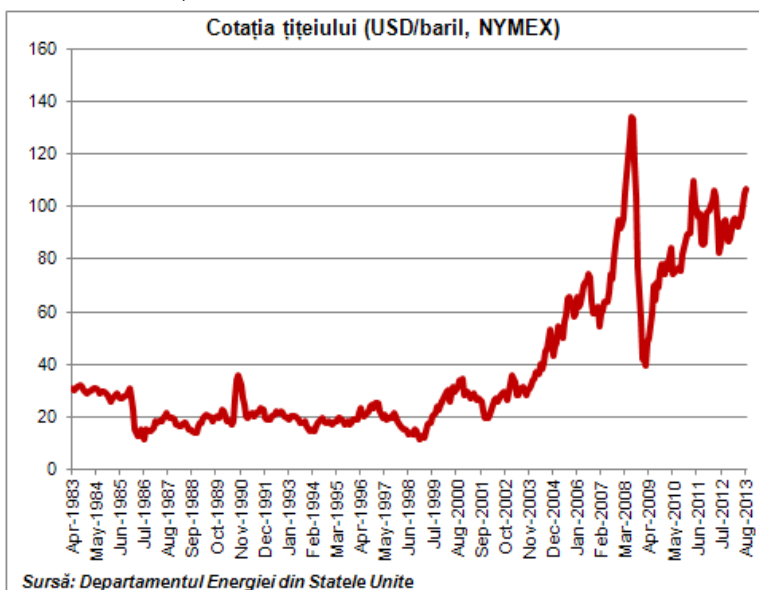
Scenariul central

După finalul sezonului de raportări financiare pe trimestrul II, atenția investitorilor pe piețele financiare internaționale se va axa pe evoluția indicatorilor macroeconomici și a deciziilor de politică economică din principalele blocuri economice, dar și pe derularea evenimentelor din Orientul Mijlociu.

După părerea mea, din perspectiva termenului scurt, evoluția piețelor financiare va fi influențată, în principal, de deciziile de politică monetară din Statele Unite (decizia și semnalele care vor fi emise de Rezerva Federală în cadrul ședinței de la jumătatea lunii septembrie). De asemenea, evoluția percepției cu privire la riscurile din Orientul Mijlociu (situația din Siria) se va resimți în sfera piețelor de capital.

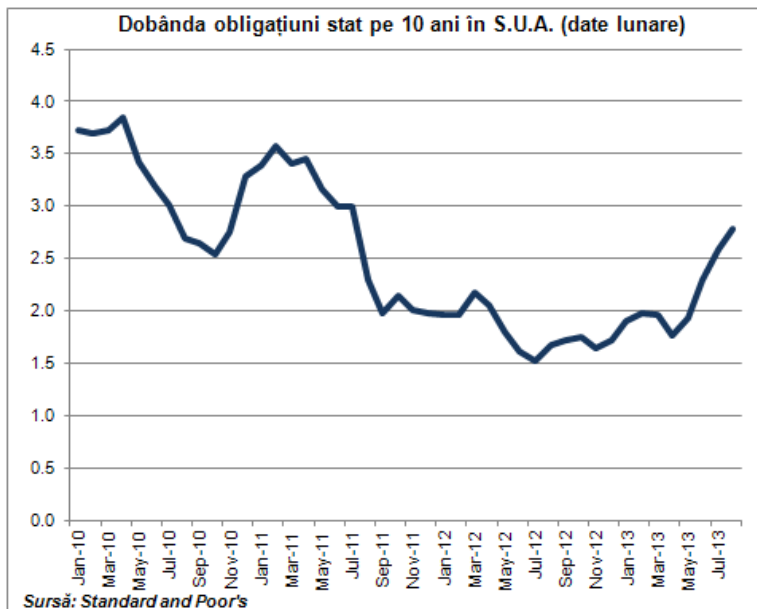
Evoluția recentă a indicatorilor macroeconomici pe mapamond exprimă faptul că economia mondială a depășit punctul de inflexiune (de la decelerare la accelerare) încă din trimestrul II al anului. PIB-ul american a accelerat în perioada aprilie – iunie, în timp ce Zona Euro a ieșit din cea mai severă recesiune din istorie. De asemenea, în China (a doua economie ca dimensiune pe mapamond) majoritatea indicatorilor macroeconomici comunicați recent au consemnat evoluții favorabile (ameliorare). Nu în ultimul rând, în Japonia, se resimt gradual efectele pozitive ale măsurilor macroeconomice implementate sub egida Abenomics.

Pe de altă parte, atrag atenția cu privire la faptul că aceste evoluții macroeconomice favorabile au fost acompaniate și de intensificarea unor factor de risc. Mă refer, în primul rând, la riscul geopolitic: posibilitatea unei intervenții a Statelor Unite în Siria (cu impact asupra cotațiilor internaționale la



țiței). După cum se poate nota în graficul alăturat, prețul barilului de țiței a depășit nivelul de 110 USD/barili la finele lunii august – nivelul maxim din ultimele trimestre. Evoluția ascendentă a cotațiilor la țiței are impact nefavorabil pentru economiile dependente de importurile de petrol, putând determina o frânare a procesului de accelerare a economiei mondiale.

În al doilea rând, la jumătatea lunii septembrie este programată ședința de politică monetară a Rezervei Federale. În prezent piețele financiare incorporează o reducere graduală a nivelului cumpărărilor de active (din cadrul Programului QE3), fapt reflectat și de evoluția ascendentă a dobânzilor la titlurile de stat americane (după cum se poate observa în graficul alăturat) (cele pe scadența la 10 ani au atins nivelul de 3% la începutul lunii septembrie). Piețele financiare vor fi foarte atente la semnalele pe care le va emite FED în cadrul ședinței din luna septembrie.



În al treilea rând, Zona Euro a ieșit din recesiune, însă după părerea mea, climatul macroeconomic din regiune se menține în continuare foarte dificil, fapt reflectat de nivelul scăzut al investițiilor în economia reală. Totodată, atrag atenția cu privire la faptul că, evoluția ascendentă recentă a costurilor de finanțare are impact nefavorabil pentru procesele de consolidare bugetară, dar și pentru activitatea mediului economic privat.

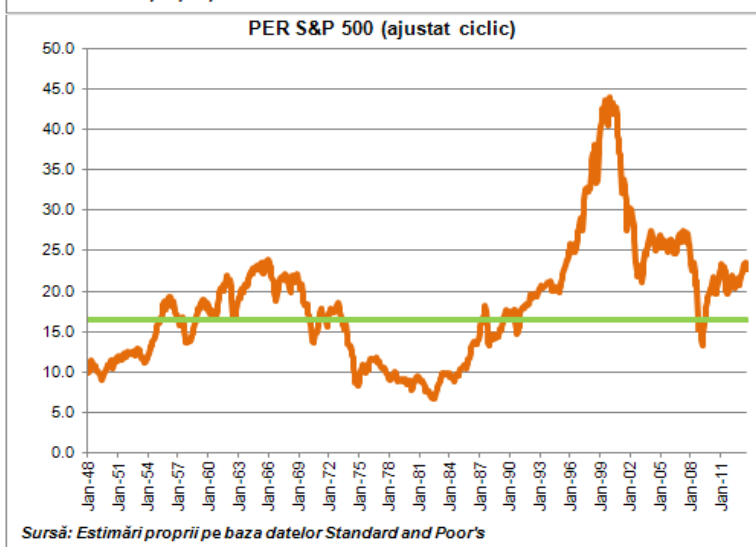
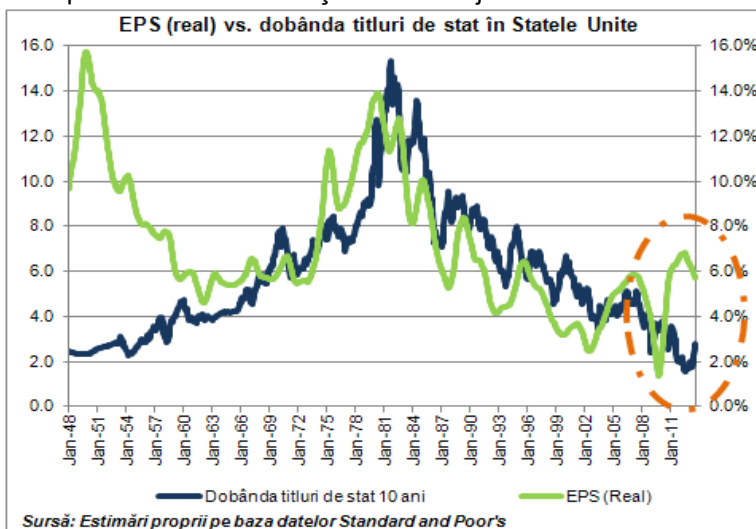
Nu în ultimul rând, Asia se menține dependentă de climatul economic din Statele Unite și Europa, neavând forța necesară pentru a susține un proces de relansare durabilă a economiei mondiale.

În acest context, mențin 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 august).

Menționez faptul că o evoluție nefavorabilă a riscurilor în Orientul Mijlociu (intervenția Statelor Unite în Siria) și un eventual eșec al FED-ului în exercițiul de convingere a piețelor financiare cu privire la oportunitatea viitoarelor decizii de politică monetară ar putea determina corecții mai ample pentru indicii bursieri din piețele dezvoltate (cu impact nefavorabil pentru piețele emergente și de frontieră (amplitudine mai ridicată)).

Un astfel de scenariu alternativ descendent poate fi determinat și de decalajele existente între unii indicatori din economia reală și din economia financiară. De altfel, se pare că, recent, am asistat la demararea unui proces de ajustare a acestor decalaje. Mă refer aici la dinamica indicilor bursieri din ultimele trimestre (ascendentă) vs. nivelul redus al investițiilor în economia reală, dar și la decalajul între rezultatul pe acțiuni și dobânda la titlurile de stat în Statele Unite ale Americii. Nu în ultimul rând, indicii din statele dezvoltate par supraevaluați (comparativ cu mediile istorice), cel puțin din perspectiva indicatorului PER (după cum se poate nota în cazul indicelui S&P 500).

Pe de altă parte, continuarea tendinței ascendente pe piețele internaționale de capital este dependentă de relansarea durabilă a investițiilor în sectorul privat al economiei reale. Acest scenariu este condiționat și de capacitatea FED de a convinge piețele financiare cu privire la oportunitatea deciziilor de politică monetară.



Riscuri

Din perspectiva termenului scurt consider că se mențin o serie de factori de risc pentru evoluția climatului din piețele financiare internaționale: situația din Orientul Mijlociu (cu impact asupra evoluției cotațiilor internaționale la țiței, dar și pentru procesul de consolidare bugetară din Statele Unite); interpretarea deciziilor de politică monetară din Statele Unite; întârzierea implementării reformelor structurale în statele europene; volatilitatea fluxurilor de capital orientate către statele emergente; riscurile de natură politică și socială.

În încheiere menționez faptul că la mai bine de 6 ani de la declanșarea Marii Recesiuni economia mondială continuă să se confrunte cu o serie de probleme fundamentale, de la normalizarea politicilor macroeconomice de partea cererii agregate, la accelerarea reformelor structurale sau reconfigurarea sistemului financiar internațional.

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.



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>