

Analiză Macroeconomică și
Strategie

Raport Trimestrial
UniCredit Bank



28 ianuarie 2019

“Economia pusă la încercare”

Perspective economice – Riscurile politice și fiscale probabil vor crește în 2019-2020. Guvernul ar putea întâmpina dificultăți în a menține deficitul bugetar sub 3% din PIB, în pofida creșterii taxelor din sectorul bancar, energetic și cel al telecomunicațiilor și a majorării accizelor. Ritmul de creștere economică va încetini, probabil, sub potențial până în 2020, în timp ce riscul unei recesiuni tehnice crește. Anticipăm menținerea dobânzii de politică monetară de către Banca Națională a României (BNR) la nivelul de 2,5% în 2019-2020, iar intervențiile de pe piața valutară ar putea continua în 2019. Inflația de la finalul anului ar putea rămâne în afara intervalului țintit de BNR dacă prețul petrolului se întoarce spre 70 dolari pe baril.

Informațiile din acest raport conțin viziunea UniCredit Group asupra României, așa cum a fost inclusă în raportul CEE Quarterly, distribuit în ianuarie 2019.

Economia pusă la încercare

Politica fiscală ar putea contribui la încetinirea creșterii economice

România se confruntă cu un final dificil al ciclurilor economice și electorale. Din cauza veniturilor bugetare prea mici, guvernul a introdus noi taxe la finalul anului 2018. Cu toate acestea, majorările semnificative de pensii ar putea conduce la un salt al deficitului bugetar peste 3% din produsul intern brut (PIB) în 2019-2020. Mai mult, reacția negativă a pieței la măsurile implementate ar putea submina eforturile guvernului de a se împrumuta. Inevitabila încetinire a creșterii economice va avea loc pe parcursul unui calendar electoral încărcat¹.

Deficitul bugetar ar putea depăși 3% din PIB în 2019-20...

Deficitul bugetar a fost în preajma nivelului de 3% din PIB în 2018 (conform standardelor europene), existând riscul unei ușoare depășiri. În 2019-20 este probabil ca deficitul bugetar să crească peste acest nivel. Majorările de salarii și pensii vor crește cheltuielile în 2019, în timp ce veniturile ar putea fi limitate de factori ciclici. Astfel, veniturile din taxele pe consum și profit ar putea crește mai încet decât produsul intern brut nominal.

...în pofida unui nou pachet fiscal...

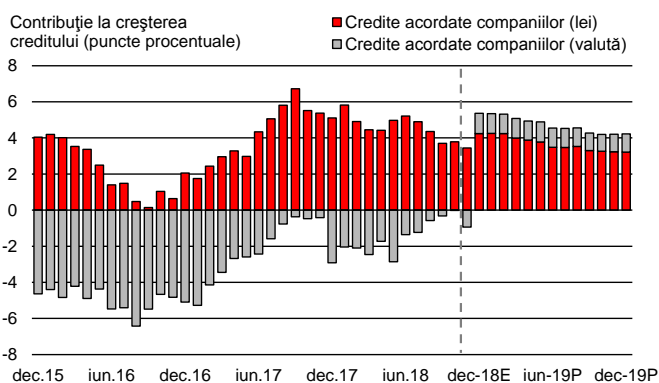
La finalul anului 2018, guvernul a introdus un pachet de măsuri cu scopul de a menține deficitul bugetar sub 3% din PIB în 2019. Taxele impuse în sectorul bancar, energetic și cel al telecomunicațiilor ar putea acoperi cea mai mare parte a majorării de pensii din septembrie 2019. Cu toate acestea, alte beneficii (în special subvenționarea prețului gazelor) și salariile mai mari pentru profesori ar putea conduce la un deficit bugetar de peste 3% din PIB. În 2020, cheltuielile cu pensiile ar putea fi mai mari cu aproape 2% din PIB, sumă care nu ar putea fi acoperită de venituri, date fiind structura actuală a taxelor și gradul redus de colectare. Pe deasupra, cerințele foarte mari de capital și un comision de 0,5% (reduc de la 2%) pentru fondurile de pensii administrate privat ar putea conduce la o restrângere a acestui sector și la costuri de finanțare mai mari pentru guvern.

...care ar putea avea efecte negative asupra economiei...

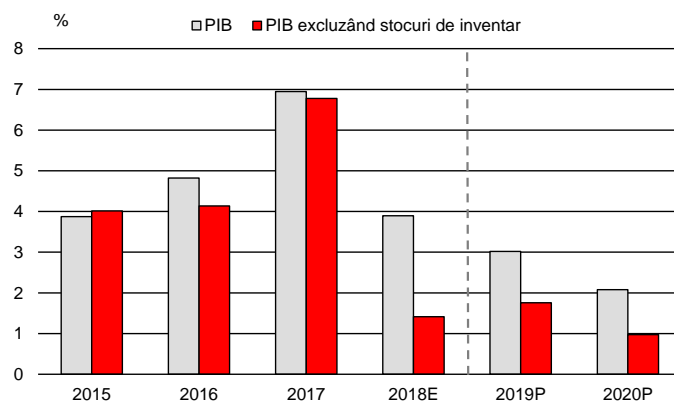
Ținând cont de efectul negativ asupra creșterii economice pe care îl va avea pachetul de taxe și de riscurile externe și interne, o recesiune tehnică² în anul 2020 nu poate fi exclusă. Anticipăm o temperare a creșterii economice la 3% în 2019 și la 2,1% (sub potențial) în 2020. În pofida planului ambițios al guvernului de a majora salariile și pensiile înaintea alegerilor, încetinirea creșterii consumului privat este foarte probabilă. O deteriorare a perspectivelor exportatorilor ar putea limita creșterile salariilor din sectorul privat. Deși stimulentele fiscale pentru angajații din sectorul construcțiilor vor majora salariile nete ale acestora, impactul pozitiv asupra sectorului ar putea fi limitat.

Încetinire probabilă a creșterii economice sub potențial în 2020

Anticipăm o încetinire a creditării companiilor



Creșterea economică este slabă dacă excludem stocurile de inventar



Sursa datelor: BNR, INS, UniCredit Research

¹Alegerile pentru Parlamentul European vor fi organizate în data de 26 mai 2019, urmate de alegeri prezidențiale în noiembrie – decembrie 2019, alegeri locale în primăvara anului 2020 și alegeri parlamentare în noiembrie 2020.

²Însemnând cel puțin două trimestre consecutive de scădere PIB (în termeni reali, date ajustate pentru sezonabilitate).

Spațiul pentru a stimula investițiile este limitat

Investițiile ar putea continua să scadă în 2019-2020 ca urmare a înăsprirea condițiilor financiare pe parcursul anului 2018, prin creșterea dobânzilor și măsurilor prudențiale implementate de BNR. În consecință, lucrările de construcții ar putea crește într-un ritm mai lent și impactul lor asupra creșterii economice ar putea fi anulat în totalitate de reducerea lucrărilor de infrastructură. Potențiala accelerare a absorbției fondurilor europene (UE) la finalul actualei perioade de programare bugetară ar putea fi afectată de lipsa cofinanțării din partea guvernului și de planificarea deficitară a proiectelor de importanță majoră. Investițiile din sectorul energetic și cel al telecomunicațiilor vor fi limitate de taxele introduse în aceste sectoare.

Așteptările modeste în privința exporturilor anunță probleme pentru deficitul de cont curent

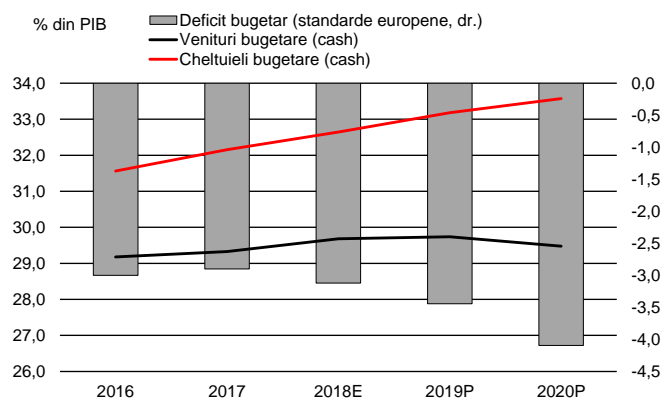
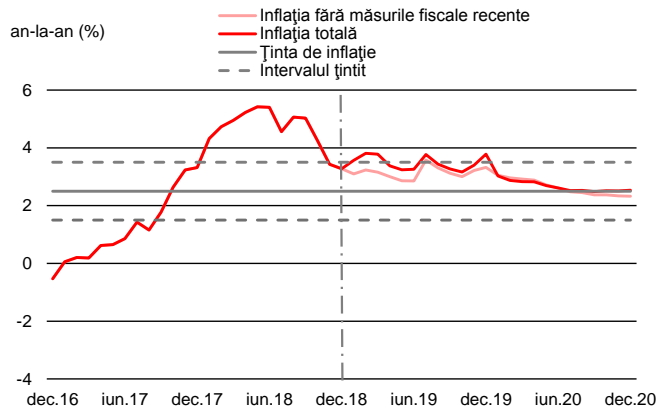
Deficitul bugetar și cel al contului curent vor persista în 2019-20, cel din urmă depășind intrările de fonduri UE și de investiții străine directe conform estimărilor noastre. Saltul exporturilor de bunuri electrocasnice anticipat pentru finalul anului 2019 ar putea surveni concomitent cu temperarea ciclică a cererii pentru automobile în Europa, în pofida introducerii unor modele noi în producția celei de-a doua fabrici de automobile din România. În plus, exporturile de cereale ar putea încetini pe fondul unei recolte mai slabe din punct de vedere calitativ în anul 2018 decât în 2017. În absența unor proiecte mari de investiții în viitorul apropiat, creșterea exporturilor va continua să încetinească în 2020 pe fondul temperării comerțului global, concomitent cu o încetinire similară a importurilor din cauza cererii domestice mai slabe.

Procedura de deficit excesiv va fi, probabil, evitată în 2019, dar nu și în 2020

Clasa politică va continua, probabil, să neglijeze faptul că finanțarea guvernului depinde de investiții de portofoliu și va continua disputa cu instituțiile europene pe două fronturi, cel fiscal și cel al reformelor din justiție. Chiar dacă România ar putea evita la limită procedura de deficit excesiv în 2019, aceasta ar putea fi inițiată de către UE împotriva României în 2020, în cazul în care politica fiscală nu va deveni restrictivă. Chiar și în acest caz, o scădere a ratingului de țară pentru România de către agențiile de rating este puțin probabilă, deoarece stocul datoriei publice este mic în comparație cu cel al țărilor cu rating similar.

Conflictul României cu instituțiile UE pe fondul încercărilor de limitare a independenței justiției s-ar putea amplifica

Încercarea guvernului de a modifica legile justiției și separarea puterilor în stat a fost criticată atât de Comisia Europeană, cât și de Parlamentul European. La finalul anului 2018 România a primit cel mai critic raport de la aderarea la Uniunea Europeană în 2007, în cadrul Mecanismului de Cooperare și Verificare (MCV), exact înainte de momentul la care țara a preluat președinția Consiliului European, în ianuarie 2019. Instituțiile UE ar putea crește presiunea asupra României prin atacarea modificărilor legislative la Curtea de Justiție a Uniunii Europene (CJUE). Sub presiunea CJUE și a grupurilor lor politice europene, coaliția PSD-ALDE ar putea renunța la câteva din modificările legislative planificate. Cu toate acestea, este puțin probabil ca guvernul să renunțe la tentativele de a influența recenta campanie anticorupție. Un risc cu probabilitate ridicată de materializare este o ordonanță de urgență dată de guvern pentru

Deficite bugetare în creștere pe măsură ce cheltuielile se majorează

Noi măsuri de taxare vor împinge inflația din nou deasupra țintei BNR


Sursa datelor: Ministerul Finanțelor Publice, BNR, INS, UniCredit Research

amnistia și grațierea unor fapte de corupție. În acest caz, penalități aplicate asupra transferurilor de fonduri europene și inițierea procedurilor de invocare al Articolului 7 al Tratatului UE (care prevede posibilitatea suspendării dreptului de vot în Consiliul European) sunt foarte probabile.

Conflictul României cu instituțiile UE ar putea conduce la o alocare mai mică de fonduri europene în cadrul bugetului UE prevăzut pentru perioada de programare 2021-27, pentru care negocierile vor începe în acest an. Acest fapt ar reduce și mai mult potențialul de creștere al țării, care este deja afectat de investițiile reduse din ultimii 5 ani și de cel mai puternic val de emigrare resimțit de o țară membră a UE. Ca urmare, încetinirea creșterii nu ar reduce semnificativ excesul de cerere de pe piața internă, menținând atât inflația de bază, cât și inflația totală peste ținta de 2,5% pe o perioadă îndelungată. Factorii exogeni, cum sunt majorările neprevăzute de taxe și deprecierea treptată a leului ar majora rata inflației, în timp ce inflația importată și un curs de schimb EUR-USD mai ridicat ar putea să o limiteze. În 2019, inflația totală ar putea fluctua în preajma nivelului de 3,5%, limita superioară a intervalului țintit de banca națională, scăzând spre ținta centrală de 2,5% în 2020. Ținta de inflație ar putea fi ratată în 2019 dacă prețul petrolului va crește spre 70 dolari/baril. În pofida acestor estimări, nu anticipăm majorări ale dobânzii de politică monetară de către BNR anul acesta sau în 2020. Banca centrală ar putea folosi condițiile de lichiditate (prin intervenții pe piața valutară și prin operațiuni repo) pentru a menține dobânzile interbancare în intervalul 3-3,5%, fapt care ar fi echivalent cu 2-4 majorări ale dobânzii de politică monetară.

Inflația ar putea fluctua în preajma nivelului de 3,5% în 2019, scăzând spre țintă doar în 2020

Nu anticipăm majorări ale dobânzii de politică monetară anul acesta sau următorul

Dan Bucșa
Economist Șef ECE
UniCredit Bank AG
+44 207 826 7954
Dan.Bucsa@unicredit.eu

Anca Maria Negrescu
Economist Senior
UniCredit Bank
+40 (0)21 200 1377
Anca.Negrescu@unicredit.ro

Laurian Georgescu
Economist
UniCredit Bank
+40 (0)21 200 1355
Laurian.Georgescu@unicredit.ro

DATE MACROECONOMICE ȘI PROGNOZE

	2016	2017	2018E	2019P	2020P
PIB (mld. EUR)	170,9	188,0	203,3	215,9	221,9
Populație (mln.)	19,8	19,6	19,5	19,5	19,5
PIB pe locuitor (EUR)	8.648	9.569	10.413	11.093	11.402
Economia reală, creștere anuală (%)					
PIB	4,8	6,9	3,9	3,0	2,1
Consum gospodării populație	7,7	10,1	4,9	3,8	2,5
Investiții fixe	-2,1	4,7	-1,6	-1,4	-2,2
Consum colectiv sector public	3,2	1,0	-0,6	0,9	0,6
Exporturi	8,7	9,7	5,4	4,2	2,5
Importuri	9,8	11,3	7,9	4,9	2,9
Salariul nominal lunar (EUR)	643	724	961	1039	1076
Salariul real, creștere an-la-an (%)	14,6	13,0	29,2	5,0	2,4
Rata șomajului (%)	5,9	4,9	4,2	4,0	4,4
Conturi fiscale (% din PIB)					
Balanța bugetară	-3,0	-2,9	-3,1	-3,4	-4,1
Balanța primară	-1,7	-1,7	-1,8	-2,0	-2,6
Datoria publică	37,2	35,1	35,6	36,3	37,7
Conturi externe					
Balanța contului curent (mld. EUR)	-3,6	-6,0	-9,4	-10,0	-10,3
Balanța contului curent (% PIB)	-2,1	-3,2	-4,6	-4,6	-4,6
Balanța de bază extinsă (% PIB)	3,0	0,5	-1,0	-1,1	-1,4
ISD nete (% PIB)	2,6	2,6	2,5	2,4	2,4
Datoria externă brută (% PIB)	54,4	51,8	47,4	44,3	42,1
Rezerve valutare (mld. EUR)	34,2	33,5	33,1	28,4	25,9
Luni de importuri (bunuri și servicii) acoperite de rezerva valutară	5,7	4,9	4,4	3,5	3,1
Inflație/Rate de piață/Curs de schimb					
IPC (medie)	-1,5	1,3	4,6	3,5	2,7
IPC (sfârșit perioadă)	-0,5	3,3	3,0	3,8	2,5
Țintă inflație BNR	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Rată politică monetară (sfârșit perioadă)	1,75	1,75	2,50	2,50	2,50
Dobândă interbancară 3 luni (media decembrie)	0,83	2,13	3,05	3,22	3,02
USD RON (sfârșit perioadă)	4,30	3,89	4,07	4,17	4,00
EUR RON (sfârșit perioadă)	4,54	4,66	4,66	4,75	4,80
USD RON (medie)	4,06	4,05	3,94	4,23	4,07
EUR RON (medie)	4,49	4,57	4,65	4,67	4,74

NECESAR BRUT DE FINANȚARE A GUVERNULUI

Mld. EUR	2018E	2019P	2020P
Nevoie brută de finanțare	14,4	18,2	19,6
Deficit bugetar	6,0	7,4	9,1
Amortizarea datoriei publice	8,4	10,8	10,5
Local	5,5	8,3	8,5
Obligațiuni pe termen lung	3,5	6,0	5,7
Obligațiuni pe termen scurt	1,8	2,0	2,5
Împrumuturi	0,2	0,3	0,3
Extern	2,9	2,5	2,0
Obligațiuni și credite	1,5	1,5	2,0
FMI/UE/Alte IFI	1,4	1,0	0,0
Finanțare	14,4	18,2	19,6
Împrumuturi locale	8,3	11,6	12,1
Obligațiuni pe termen lung	6,2	9,0	9,5
Obligațiuni pe termen scurt	2,0	2,5	2,5
Împrumuturi	0,1	0,1	0,1
Împrumuturi externe	5,0	4,7	4,7
Obligațiuni pe termen mediu și lung	4,5	4,0	4,0
FMI/UE/Alte IFI	0,5	0,7	0,7
Privatizări/Alte surse	0,0	0,0	0,0
Modificarea rezervei fiscale (- = creștere)	1,1	1,9	2,8

NECESAR BRUT DE FINANȚARE EXTERNĂ

Mld. EUR	2018E	2019P	2020P
Nevoie brută de finanțare	37,2	36,7	35,0
Deficit cont curent	9,4	10,0	10,3
Amortizarea datoriei pe termen mediu și lung	14,9	13,2	12,5
Guvern/Banca centrală	4,6	3,9	4,2
Bănci	2,1	1,9	1,7
Companii/Altele	8,2	7,4	6,6
Amortizarea datoriei pe termen scurt	12,9	13,5	12,2
Finanțare	37,2	36,7	35,0
ISD (net)	5,0	5,1	5,2
Capital acționari, net	0,1	0,1	0,1
Împrumuturi pe termen mediu și lung	13,3	12,1	11,5
Guvern/Banca centrală	5,6	5,2	5,3
Bănci	2,0	1,7	1,5
Companii/Altele	5,7	5,2	4,7
Împrumuturi pe termen scurt	14,4	13,8	13,2
Fonduri structurale și de coeziune UE	2,3	2,6	2,3
Modificări ale rezervei valutare (- = creștere)	2,1	3,0	2,7
Memorandum:			
Cumpărări de obligațiuni în lei ale nerezidenților	1,2	0,8	0,8
Emisiuni obligațiuni internaționale, net	3,0	2,5	2,0

Sursa: Eurostat, BNR, INS, Ministerul Finanțelor Publice, UniCredit Research

Clauze de limitare a răspunderii

Analiza noastră se bazează pe informații obținute din surse publice, sau care se bazează pe surse publice pe care le considerăm relevante, dar pentru a căror completitudine și acuratețe nu ne asumăm nicio responsabilitate. Toate estimările și opiniile și proiecțiile și prognozele incluse în acest raport reprezintă raționamentul independent al analiștilor la data publicării, cu excepția cazului în care este specificată o altă dată. Acest raport poate conține referințe la site-uri ale unor terțe părți, al căror conținut nu este controlat de UniCredit Bank. Nu ne asumăm responsabilitatea pentru conținutul acestor website-uri ale părților terțe. Ne rezervăm dreptul să modificăm opiniile prezentate în acest raport în orice moment fără notificare. Mai mult decât atât, ne rezervăm dreptul de a nu actualiza aceste informații și de a întrerupe publicarea raportului fără notificări suplimentare.

Această analiză este făcută numai cu scopul informării, nu reprezintă o recomandare de a investi și (i) nu constituie (integral sau parțial) ofertă de vânzare sau de subscriere sau de solicitare a unei oferte de a cumpăra sau de a subscrie la nici un instrument financiar, de piață monetară sau de orice alt tip; (ii) nu este ofertă de vânzare sau de subscriere sau de solicitare a unei oferte de a achiziționa sau de a subscrie un instrument financiar sau de orice alt tip și nici (iii) instrument de reclamă pentru cele menționate anterior. Investițiile în instrumente financiare sunt supuse unor riscuri și ar putea să nu fie potrivite pentru anumiți investitori în funcție de obiectivele lor specifice de investiții și de orizontul de timp avut în vedere sau de situația lor financiară. Printre aceste riscuri se numără, fără a se limita la: fluctuația preturilor sau a valorii investițiilor, modificări ale ratelor de schimb valutar, ale dobânzii sau ale randamentelor care ar putea să aibă un efect negativ asupra valorii investițiilor. Mai mult decât atât, performanța anterioară nu este neapărat un indicator al rezultatelor viitoare. Analizele și concluziile noastre au caracter general și nu iau în considerare obiectivele individuale ale investitorilor.

Aceste informații sunt furnizate cu scop de informare și în consecință nu trebuie înțelese ca un substitut al obținerii de consiliere individuală. Investitorii trebuie să își analizeze singuri oportunitatea investirii în orice instrumente la care se face referire în acest raport pe baza avantajelor și riscurilor asociate, a strategiei proprii de investiții și a poziției lor juridice, fiscale și financiare. De vreme ce acest document nu se califică drept recomandare de investiții directă sau indirectă, nici acest document și nici o parte din el nu vor putea forma baza sau nu vor putea fi corelate și nici nu vor putea fi considerate îndemn de a intra într-un contract sau într-un alt fel de angajament. Investitorii sunt încurajați să își contacteze consultanții financiari pentru explicații individuale și pentru sfaturi.

UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Bank AG Vienna Branch, UniCredit Bank Austria AG, UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka d.d., UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, ZAO UniCredit Bank Russia, UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia Slovakia Branch, UniCredit Bank Romania, UniCredit Bank AG New York Branch și oricare dintre directorii, funcționarii sau angajații lor nu sunt responsabili (prin neglijență sau din alte motive) de vreo pierdere care ar putea rezulta din utilizarea acestui document sau a conținutului lui sau din alte acțiuni corelate cu acest document.

Această analiză este distribuită electronic sau prin poștă către investitori, care își vor lua propriile decizii de investiții fără a se baza pe informațiile din această publicație. De asemenea, această analiză nu poate fi redistribuită, reprodusă sau republicată integral sau parțial în nici un scop.

Responsabilitatea pentru conținutul acestei publicații este a:

Grupul UniCredit și subsidiarele sale fac subiectul regulamentelor Băncii Centrale Europene

a) UniCredit Bank AG (UniCredit Bank, Munich sau Frankfurt), Arabellastraße 12, 81925 Munich, Germany, (responsabilă și pentru §34b WpHG). Compania aparține UniCredit Group.

Autoritate de reglementare: "BaFin" – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt, Germania.

b) UniCredit Bank AG London Branch (UniCredit Bank, London), Moor House, 120 London Wall, Londra EC2Y 5ET, Marea Britanie.

Autoritate de reglementare: "BaFin" – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt, Germania și sub incidența unor reglementări ale Financial Conduct Authority, 12 Endeavour Square, Londra E20 1JN, Marea Britanie și Prudential Regulation Authority 20 Moorgate, Londra, EC2R 6DA, Marea Britanie. Detalii legate de gradul de reglementare sunt disponibile la cerere.

c) UniCredit Bank AG Milan Branch (UniCredit Bank, Milan), Piazza Gae Aulenti, 4 - Torre C, 20154 Milano, Italia, autorizată de Banca Italiei pentru furnizarea de servicii de investiții.

Autoritate de reglementare: "Banca Italiei", Via Nazionale 91, 00184 Roma, Italia și Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt, Germania.

d) UniCredit Bank AG Vienna Branch (UniCredit Bank, Vienna), Rothschildplatz 1, 1020 Viena, Austria

Autoritate de reglementare: Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Viena, Austria și sub incidența unor reglementări ale “BaFin” – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt, Germania. Detalii legate de gradul de reglementare sunt disponibile la cerere.

e) UniCredit Bank Austria AG (Bank Austria), Rothschildplatz 1, 1020 Vienna, Austria.

Autoritate de reglementare: Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Viena, Austria

f) UniCredit Bulbank, Sveta Nedelya Sq. 7, BG-1000 Sofia, Bulgaria

Autoritate de reglementare: Financial Supervision Commission (FSC), 16 Budapeshta str., 1000 Sofia, Bulgaria

g) Zagrebačka banka d.d., Trg bana Josipa Jelačića 10, HR-10000 Zagreb, Croația

Autoritate de reglementare: Croatian Agency for Supervision of Financial Services, Franje Račkoga 6, 10000 Zagreb, Croația

h) UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, Želetavská 1525/1, 140 92 Praga 4, Republica Cehă

Autoritate de reglementare: CNB Czech National Bank, Na Příkopě 28, 115 03 Praha 1, Republica Cehă

i) ZAO UniCredit Bank Russia (UniCredit Rusia), Prechistsenskaya nab. 9, RF-119034 Moscova, Rusia

Autoritate de reglementare: Federal Service on Financial Markets, 9 Leninsky prospekt, Moscova 119991, Rusia

j) UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, Slovakia Branch, Šancova 1/A, SK-813 33 Bratislava, Slovacia

Autoritate de reglementare: CNB Czech National Bank, Na Příkopě 28, 115 03 Praga 1, Republica Cehă și sub incidența regulamentului Băncii Naționale a Slovaciei, Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava, Slovacia. Autoritate de reglementare: Banca Națională a Slovaciei, Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava, Slovacia

k) UniCredit Bank Romania (UniCredit Bank S.A.), Bulevardul Expoziției nr. 1F, RO-012101 București, România

Autoritate de reglementare: Banca Națională a României, Strada Lipscani nr. 25, sector 3, București, România

l) UniCredit Bank AG New York Branch (UniCredit Bank, New York), 150 East 42nd Street, New York, NY 10017

Autoritate de reglementare: “BaFin” – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt, Germania and New York State Department of Financial Services, One State Street, New York, NY 10004-1511

CONFLICTE POTENȚIALE DE INTERESE

UniCredit S.p.A. acționează ca dealer specializat sau dealer primar pentru obligațiunile de stat emise de Italia sau Grecia și ca formator de piață pentru anumite obligațiuni și titluri de stat emise de Spania și Portugalia. Principalele atribuții ale dealerului specializat sunt participarea continuă și eficientă la licitațiile în instrumentele financiare guvernamentale, de a contribui la eficiența pieței secundare prin activitățile de formare a piețelor și îndeplinirea cerințelor de cotație și pentru a contribui la administrarea datoriei publice și la politica de emisiune a datoriei, inclusiv prin activități de cercetare. În România, UniCredit Bank S.A. are calitatea de dealer primar și formator de piață pentru anumite obligațiuni și titluri de stat emise de Ministerul Finanțelor Publice (MFP). În calitatea sa de dealer primar, UniCredit Bank S.A. poate participa pe piața primară la licitațiile organizate de MFP, colaborează la operațiunile de administrare a datoriei publice derulate de MFP și de asemenea, poate emite rapoarte de cercetare și analiză, inclusiv cu privire la situația macroeconomică. În calitatea sa de formator de piață pentru anumite obligațiuni și titluri de stat emise de Ministerul Finanțelor Publice, UniCredit Bank S.A. contribuie la eficientizarea pieței secundare prin activitatea de formare de piață și prin îndeplinirea obligațiilor de furnizare de cotații ferme.

DECLARAȚII ALE ANALIȘTILOR

Remunerația autorilor nu a fost, și nu va fi legată de recomandările sau opiniile exprimate în acest studiu, nici direct și nici indirect.

MĂSURI ORGANIZAȚIONALE ȘI ADMINISTRATIVE MENITE SĂ EVITE ȘI SĂ PREVINĂ CONFLICTELE DE INTERESE

Pentru a preveni sau a remedia conflictele de interese, UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Bank AG Vienna Branch, UniCredit Bank Austria AG, UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka d.d., UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, ZAO UniCredit Bank Russia, UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia Slovakia Branch, UniCredit Bank Romania, UniCredit Bank AG New York Branch au stabilit o serie de măsuri organizaționale necesare din punct de vedere juridic și de supraveghere, a căror respectare este monitorizată de către Direcția Conformitate. Conflictele de interes care pot apărea sunt gestionate prin stabilirea unor bariere informaționale menite să restricționeze fluxul de informații între departamentele entităților UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Bank AG Vienna Branch, UniCredit Bank Austria AG, UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka d.d., UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, ZAO UniCredit Bank Russia, UniCredit Bank Czech Republic

and Slovakia Slovakia Branch, UniCredit Bank Romania, UniCredit Bank AG New York Branch și altele. În particular, echipa de Cercetare Macroeconomică are propria sa barieră informațională pentru a împiedica dezvoltarea sau circulația neadecvată a informațiilor confidențiale sau privilegiate. Rapoartele de cercetare economică includ informații publice referitoare la conflicte de interese și alte interese materiale. Analizii sunt supervizați și coordonați în activitatea zilnică de manageri care nu au responsabilități și nu desfășoară activități de investiții sau de finanțare, sau alte activități legate de vânzarea de instrumente financiare către clienți.

INFORMAȚII SUPPLEMENTARE NECESARE SUB LEGILE ȘI REGLEMENTĂRILE JURISDICȚIILOR INDICATE

Puteți găsi o listă a dezvoltărilor suplimentare necesare sub incidența legilor și regulamentelor jurisdicțiilor indicate pe site-ul www.cib-unicredit.com/research-disclaimer.

Anunț pentru investitorii din Austria: Această analiză poate fi distribuită doar clienților profesionali (Professionelle Kunden), așa cum sunt definiți în articolul 66 (WAG 2018).

Anunț pentru investitorii din Bosnia și Herțegovina: Acest raport este destinat în exclusivitate clienților UniCredit din Bosnia și Herțegovina ce au calitatea de investitori instituționali (Instituționalni investitori) conform definiției din Articolul 2 din Legea privind piața obligațiunilor și titlurilor de stat ale Federației Bosniei și Herțegovinei și ale articolului 2 din Legea privind piața obligațiunilor și titlurilor de stat ale Republicii Sprska, și nu poate fi folosit sau distribuit de către orice altă persoană. Această analiză nu constituie (integral sau parțial) ofertă de vânzare sau de subscriere sau de solicitare a unei oferte de a cumpăra sau de a subscrie la nici un instrument financiar, de piață monetară sau de orice alt tip și nu este ofertă de vânzare sau de subscriere sau de solicitare a unei oferte de achiziționare sau de a subscrie un instrument financiar sau de orice alt tip.

Anunț pentru investitorii din Brazilia: Editorul(ii) și distribuitorul acestui raport specifică: (a) toate informațiile, estimările și opiniile incluse în acest raport reprezintă raționamentul independent al analiștilor, inclusiv în relație cu grupul UniCredit; și (b) cu excepția potențialelor conflicte de interese ce se regăsesc în titlul Conflicte potențiale de interese de mai sus, analiștii nu sunt într-o poziție în care pot avea impact asupra imparțialității acestui raport sau care pot să constituie un conflict de interese, inclusiv, dar nu se limitează la următoarele: (i) analiștii nu au o relație de nici o natură cu orice persoană care lucrează pentru oricare din companiile ce fac obiectul acestui raport; (ii) analiștii și soții(le) lor sau partenerii lor nu dețin, direct sau indirect, în nume lor sau în contul terților, titluri emise de oricare dintre companiile care fac obiectul acestui raport; (iii) analiștii și soții(le) lor sau partenerii lor nu sunt implicați, direct sau indirect, în achiziționarea, vânzarea și/sau de tranzacționarea pe piață a titlurilor emise de oricare dintre companiile care fac obiectul acestui raport; (iv) analiștii și soții(le) lor sau partenerii lor nu au nici un interes financiar în companiile care fac obiectul acestui raport; și (v) remunerația analiștilor nu este, în mod direct sau indirect, afectată de veniturile UniCredit ce decurg din afacerile sale și a tranzacțiile financiare. UniCredit denotă că: cu excepția potențialelor conflicte de interese menționate la rubrica "Conflicte potențiale de interese" de mai sus, UniCredit, companiile controlate, companiile ce dețin controlul sau companiile sub control comun ("Grupul UniCredit"), nu sunt într-o poziție care poate avea impact asupra imparțialității acestui raport sau care pot constitui un conflict de interese, inclusiv, dar fără a se limita la următoarele: (i) Grupul UniCredit nu deține participatii semnificative în capitalurile proprii ale companiilor care fac obiectul acestui raport; (ii) societățile care fac obiectul acestui raport nu dețin participatii semnificative în capitalurile proprii ale Grupului UniCredit; (iii) Grupul UniCredit nu are interese financiare sau comerciale semnificative în companiile sau titlurile care fac obiectul acestui raport; (iv) Grupul UniCredit nu este implicat în achiziționarea, vânzarea și/sau tranzacționarea titlurilor care fac obiectul acestui raport; și (v) Grupul UniCredit nu primește compensații pentru servicii prestate companiilor care fac obiectul acestui raport sau a oricărei părți legate de astfel de companii.

Anunț pentru investitorii din Canada: Acest raport a fost pregătit de UniCredit Bank AG, care nu are o prezență înregistrată de business în Canada. Acest raport cuprinde o discuție generală cu privire la meritele și riscurile unui titlu de valoare sau doar ale titlurilor de valoare, și nu sunt menite să se potrivească perfect cerințelor și circumstanțelor fiecărui destinatar. Conținutul acestui raport are doar scop informativ și nu este o ofertă de a vinde sau de solicitare a unei oferte de a cumpăra sau investi în titluri de valoare.

Anunț pentru investitorii din Cipru: Acest document se adresează doar clienților UniCredit Bank, care se încadrează în a doua Anexă (Secțiunea 2, clienții profesionali) din legea privind furnizarea de servicii de investiții, exercitarea de activități de investiții, operațiuni pe piețele reglementate și alte aspecte conexe, Legea 144 (I)/2007 și a persoanelor cărora în mod legal li se poate comunica, deoarece posedă experiența, cunoștințele și expertiza pentru a lua propriile decizii de investiții și de a evalua corect riscurile pe care le suportă (toate aceste persoane fiind denumite "persoane relevante"). Acest document nu va putea forma baza de acțiune sau nu va putea fi invocat de persoane care nu sunt persoane relevante sau persoane relevante care au solicitat să fie tratate drept clienți de retail. Orice investiție sau activitate de investiții cu care această comunicare este conectată este disponibilă doar pentru persoanele relevante. Acest document nu constituie o ofertă de vânzare sau de subscriere sau de solicitare a unei oferte oricărei persoane căreia îi este ilegal de a face o astfel de ofertă sau solicitare.

Anunț pentru investitorii din Hong Kong: Acest raport este destinat "investitorilor profesionali instituționali" așa cum sunt definiți în paragrafele (a) până la (h) în Partea 1 Programul 1 al Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") și este distribuit în Hong Kong de către UniCredit Bank AG, sucursala Hong Kong, care este o instituție înregistrată în sensul SFO. Acest raport nu poate fi reprodus, folosit sau distribuit mai departe oricărei persoane, total sau parțial în niciun scop. Acest raport nu constituie (integral sau parțial) ofertă de vânzare sau de subscriere sau de solicitare a unei oferte de a cumpăra sau de a subscrie la nici un instrument financiar, de piață monetară sau de orice alt tip și nu este ofertă de vânzare sau de subscriere sau de solicitare a unei oferte de a achiziționa sau de a subscrie un instrument financiar sau de orice alt tip. Prin acceptarea acestui raport, destinatarul garantează că este îndreptățit să primească un astfel de raport, în acord cu și bazat pe restricțiile incluse în această secțiune de "Clauze de limitare a răspunderii" și este de acord să se supună acestor restricții.

Anunț pentru investitorii din Coasta de Fildeș: Informațiile cuprinse în prezentul raport au fost obținute prin Unicredit Bank AG din surse considerate a fi de încredere, cu toate acestea, nu se face nici o declarație expresă sau implicită și nu se oferă o garanție prin Unicredit Bank AG sau orice altă persoană în ceea ce privește completitudinea sau acuratețea acestor informații. Toate opiniile și estimările conținute în prezentul raport constituie un raționament al Unicredit Bank AG la data publicării prezentului raport și își rezervă dreptul de a le modifica fără a oferi un preaviz. Acestea sunt oferite cu bună credință dar fără asumarea răspunderii legale. Acest raport nu este o ofertă de a vinde sau de solicitare a unei oferte de a cumpăra sau investi în titluri de valoare. Performanțele anterioare nu sunt neapărat un indicator al rezultatelor viitoare, performanțe ce nu pot fi garantate, existând riscul de a pierde capitalului inițial investit. Această analiză nu poate fi redistribuită, reprodusă sau republicată integral sau parțial în nici un scop, fără acordul prealabil al UniCredit Bank AG.

Anunț pentru investitorii din Noua Zeelandă: Acest raport este destinat pentru distribuție numai persoanelor care sunt "clienți wholesale", în sensul legii privind consilierii financiari 2008 ("FAA") și prin primirea acestui raport, aceștia susțin și sunt de acord că (i) sunt un "client wholesale" sub semnificația FAA; (ii) nu vor distribui acest raport nici unei altei persoane, inclusiv (în particular) oricărei persoane care nu este un "client wholesale" în sensul FAA. Acest raport nu constituie sau face parte din, și nu este în legătură cu oricare dintre titlurile de valoare sau produsele care fac obiectul prezentului raport, fie (i) o ofertă de titluri de valoare spre subscriere sau vânzare conform Actului privind Titlurile de Valoare din 1978 sau (ii) o ofertă de produse financiare spre emisiune sau vânzare în conformitate cu Legea Piețelor Financiare din 2013.

Anunț pentru investitorii din Oman: Această comunicare a fost elaborată de UniCredit Bank AG. UniCredit Bank AG nu este prezentă pe piața din Oman și nu se angajează în afaceri bancare sau de prestare a serviciilor financiare în Oman și nici o opinie în legătură cu orice categorie de titluri de valoare, produse, instrumente sau servicii financiare nu vor fi încheiate în Oman. Conținutul acestei comunicări este în scopul de informare al clienților experimențați, care sunt conștienți de riscurile asociate investițiilor în titluri de valoare străine și nici nu constituie o ofertă de titluri de valoare din Oman, conform prevederilor de Legea societăților comerciale din Oman (Decretul regal 4/74) sau Legea Piețelor de Capital din Oman (Decretul Regal 80/98), și nici nu constituie o ofertă de a vinde, sau de solicitarea unei oferte de a cumpăra titluri de valoare non-Oman din Oman, conform prevederilor de la articolul 139 din Regulamentul Executiv privind Legea Pietei de Capital (vide emis CMA Decizia 1/2009). Această comunicare nu a fost aprobată de către și UniCredit Bank AG nu este reglementată de Banca Centrală a Oman sau Autoritatea piețelor de capital Oman.

Anunț pentru investitorii din Pakistan: Informațiile despre investiții, comentariile și recomandările menționate aici nu sunt în domeniul de aplicare al activităților de consultanță de investiții astfel cum sunt definite în sub-secțiunea I, secțiunea 2 din Ordonanța privind titlurile de valoare și cursul de schimb din 1969 din Pakistan. Serviciile de consultanță de investiții sunt furnizate în conformitate cu un contract de angajare pe servicii de consultanță de investiții încheiate cu case de brokeraj, societățile de administrare de portofoliu, băncile non-depozit și clienții. Distribuția acestui raport este destinată numai în scopuri informaționale pentru utilizarea investitorilor profesionali și informațiile și opiniile conținute în acest document, sau orice parte a acestuia nu trebuie să constituie baza, sau nu poate fi invocat în legătură cu sau nu poate acționa ca un stimulent pentru intra în orice contract sau angajament de orice fel.

Anunț pentru investitorii din Polonia: Acest raport este destinat în exclusivitate clienților profesioniști conform definiției din Articolul 3 39b din actul privind tranzacționarea produselor financiare din 29 iulie 2005. Editorul și distribuitorul recomandării certifică că a acționat cu atenție și grijă în pregătirea recomandării, însă, nu își asumă răspunderea pentru acuratețea și completitudinea acestuia.

Anunț pentru investitorii din Serbia: Această analiză poate fi distribuită doar clienților profesionali (profesionalni klijenti), așa cum sunt definiți în articolul 172 al Legii Piețelor de Capital.

Anunț pentru investitorii din Marea Britanie: Această informație este destinată exclusiv clienților UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Bank AG Vienna Branch, UniCredit Bank S.A., UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka, UniCredit Bank Czechia, Bank Pekao, UniCredit

Rusia, UniCredit Slovacia și ATFBank care (i) au experiență profesională în chestiunile legate de investiții sau (ii) sunt persoane sub incidența Articolului 49(2)(a) și (d) ("companiile cu valoare netă ridicată, asociațiile fără răspundere limitată, etc") al Actului 2000 privind serviciile și piețele financiare din Marea Britanie, ordinul 2005 sau (iii) cărora le este comunicat în mod legal (aceste persoane sunt denumite "persoane relevante"). Persoanele din afara sferei relevante nu trebuie să utilizeze această analiză. Orice investiție sau activitate de investiție la care se referă această analiză este disponibilă exclusiv persoanelor relevante și nu vor fi incluse în aceasta decât persoanele relevante.

UniCredit Research*		CEE Macro & Strategy Research
Erik F. Nielsen Group Chief Economist Global Head of CIB Research +44 207 826-1765 erik.nielsen@unicredit.eu	Dr. Ingo Heimig Head of Research Operations & Regulatory Control +49 89 378-13952 ingo.heimig@unicredit.de	
Head of Macro Research Marco Valli Head of Macro Research Chief European Economist +39 02 8862-0537 marco.valli@unicredit.eu	Head of Strategy Research Dr. Philip Gisdakis Co-Head of Strategy Research Head of Credit Strategy Research +49 89 378-13228 philip.gisdakis@unicredit.de	
EEMEA Economics Research Dan Bucșa Chief CEE Economist +44 207 826-7954 dan.bucsa@unicredit.eu	Gökçe Çelik Senior CEE Economist +44 207 826-6077 gokce.celik@unicredit.eu	Mauro Giorgio Marrano Senior CEE Economist +43 50505-82712 mauro.giorgiomarrano@unicredit.de
Artem Arkhipov Head, Macroeconomic Analysis and Research, Russia +7 495 258-7258 artem.arkhipov@unicredit.ru	Anna Bogdyukevich, CFA Russia +7 495 258-7258 ext. 11-7562 anna.bogdyukevich@unicredit.ru	Hrvoje Dolenc Chief Economist, Croatia +385 1 6006-678 hrvoje.dolenc@unicreditgroup.zaba.hr
Dr. Ágnes Halász Chief Economist, Head, Economics and Strategic Analysis, Hungary +36 1 301-1907 agnes.halasz@unicreditgroup.hu	Lubomír Koršňák Chief Economist, Slovakia +421 2 4950 2427 lubomir.korsnak@unicreditgroup.sk	Anca Maria Negrescu Senior Economist, Romania +40 21 200-1377 anca.negrescu@unicredit.ro
Kristofor Pavlov Chief Economist, Bulgaria +359 2 9269-390 kristofor.pavlov@unicreditgroup.bg	Pavel Sobíšek Chief Economist, Czech Republic +420 955 960-716 pavel.sobisek@unicreditgroup.cz	
EM FX Strategy Research Kiran Kowshik EM FX Strategist +44 207 826-6080 kiran.kowshik@unicredit.eu	Cross Asset Strategy Research Elia Lattuga Deputy Head of Strategy Research Cross Asset Strategist +44 207 826-1642 elia.lattuga@unicredit.eu	
UniCredit Research, Corporate & Investment Banking, UniCredit Bank AG, Am Eisbach 4, D-80538 Munich, globalresearch@unicredit.de Bloomberg: UCCR, Internet: www.research.unicredit.eu		

* UniCredit Research is the joint research department of UniCredit Bank AG (UniCredit Bank, Munich or Frankfurt), UniCredit Bank AG London Branch (UniCredit Bank, London), UniCredit Bank AG Milan Branch (UniCredit Bank, Milan), UniCredit Bank New York (UniCredit Bank, New York), UniCredit Bank AG Vienna Branch (UniCredit Bank, Vienna), UniCredit Bank Austria AG (Bank Austria), UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka d.d., UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, ZAO UniCredit Bank Russia (UniCredit Russia), UniCredit Bank Romania.