

Analiză Macroeconomică și
Strategie

Raport Trimestrial
UniCredit Bank



5 aprilie 2019

“ Limitele #wageledgrowth ”

Perspective economice – Ritmul de creștere economică ar putea încetini la 2,8% în 2019 și la 1,8% în 2020 din cauza efectelor negative ale măsurilor fiscale ad-hoc, o creștere mai lentă a creditării și a cererii externe. Anticipăm o majorare a deficitului bugetar la 3,4% din PIB anul acesta și la 4,1% din PIB în 2020 dacă legea pensiilor va fi adoptată în forma actuală. Deficitul contului curent ar putea scădea ușor din cauza încetinerii ritmului de creștere sub potențial. Banca Națională a României (BNR) va menține, cel mai probabil, dobânda de politică monetară la nivelul actual și va încerca să prevină modificări bruște ale dobânzilor și ale cursului de schimb euro-leu prin gestionarea atentă a lichidității și prin intervenții pe piața valutară.

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

Limitele #wageledgrowth

Politicile de majorare a veniturilor încep să producă efecte negative

Taxele sectoriale introduse de curând au fost reduse la presiunile pieței și ale agențiilor de rating ...

... însă vor afecta negativ creditarea ...

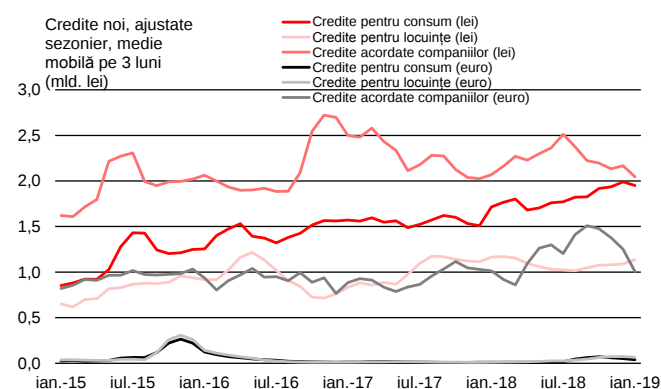
În ultimii doi ani, guvernul României a majorat pensile și salariile cu scopul de a stimula cererea internă și a menține ritmul de creștere economică peste nivelul de 5%. Însă această strategie de creștere economică bazată pe majorări rapide ale veniturilor populației, promovată de ideologii guvernului sub hashtag-ul #wageledgrowth, nu a asigurat fondurile necesare pentru a stimula și producția internă astfel încât să acopere consumul suplimentar. Ca urmare, deficitul contului curent și deficitul bugetar structural au depășit 4% din PIB, ambele fiind mai mari în comparație cu țările din Europa Centrală și de Est (ECE) membre ale Uniunii Europene (UE). În încercarea de a acoperi deficitul bugetar în creștere, controversata ordonanță de urgență 114 (OUG 114) de la finalul anului 2018 a introdus taxe sectoriale suplimentare. Astfel de măsuri ad-hoc erau de așteptat din cauză că veniturile bugetare nu țin pasul cu țintele de colectare. Cu toate acestea, mărimea, extensia și metodele de implementare au fost surprinzătoare.

Confruntându-se cu o reacție puternic negativă a piețelor financiare și cu riscul reducerii perspectivei de rating suveran, guvernul a modificat OUG 114, reducând taxa pe activele bancare la 0,2% pentru băncile cu o cotă de piață sub 1% și la 0,4% pentru celelalte bănci, eliminând legătura dintre nivelul taxei și dobânzile ROBOR și excluzând jumătate din activele bancare din baza de calcul a taxei¹. În plus, taxa poate fi redusă sau eliminată în cazul unei creșteri a creditării și/sau în cazul reducerii marjei de dobândă (calculată ca diferență între rata medie ponderată a dobânzii la creditele denominate în lei și rata medie ponderată a dobânzii la depozite denominate în lei). Impactul estimat este de cel mult 0,9 miliarde lei în comparație cu 5,4 miliarde lei conform primei variante a OUG 114. În această ultimă formă, taxa bancară nu pune în pericol supraviețuirea sistemului bancar, însă va tempera probabil creditarea și va conduce la un impact negativ al creditării asupra creșterii economice atât în 2019, cât și în 2020.

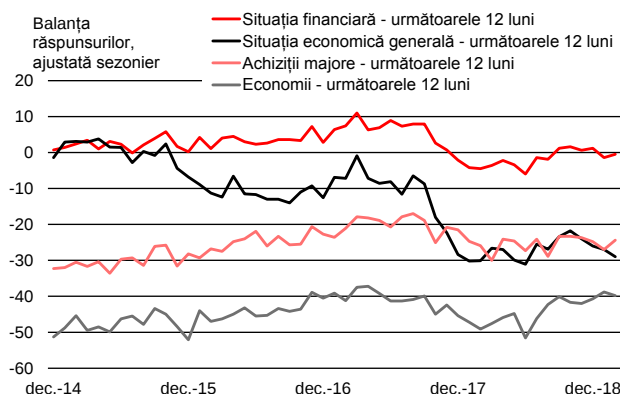
Mai mult, creditarea nouă a început să încetinească din T4 2018 din cauza creșterii dobânzilor ROBOR și a frânării abrupte a creșterii economice. Excluzând stocurile de inventar, creșterea economică a fost de doar 1,3% anul trecut, încetinind de la 6,8% în 2017. Creditarea nouă a fost stimulată în 2018 de creditele ipotecare și de creditele în lei acordate companiilor, susținute de garanțiile de stat și de dezvoltarea pieței imobiliare și a comerțului cu amănuntul. Ambii factori ar putea avea o contribuție mai redusă în 2019. În pofida majorării costurilor de finanțare în lei, creditarea în valută nu a accelerat, indicând o temperare a cererii pentru credite.

Incertitudinile fiscale majorează costurile de finanțare în economie și ar putea continua

Creditarea nouă pentru companii încetinește, atât în lei cât și în euro



Gospodăriile populației au devenit mai prudente în 2018



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

¹ Taxa exclude numerarul, activele interbancare, titluri de stat, credite acordate administrațiilor publice, credite purtătoare de garanții din partea statului sau a administrației publice și rezervele minime obligatorii.

... și investițiile

Ritmul de creștere a consumului va încetini treptat

Riscul inițierii unei proceduri de deficit excesiv și înrăutățirii ratingului de țară în cazul în care cheltuielile publice nu sunt reduse

Creșterea PIB estimată la 2,8% în 2019 și la 1,8% în 2020

Deficitul contului curent peste 4%, nu va fi acoperit de fondurile UE și de investițiile străine directe

să afecteze investițiile private. Două din cele mai importante surse de investiții străine directe (ISD) – companiile din sectoarele energetic și cel al telecomunicațiilor – se confruntă cu noi taxe într-un moment în care ambele trebuie să decidă cu privire la proiecte mari de investiții, și anume exploatarea gazelor din Marea Neagră, respectiv implementarea tehnologiei 5G. Între timp, proiectele de infrastructură vor continua să fie limitate de prioritizarea altor categorii de cheltuieli publice.

Ca urmare, consumul privat va rămâne principalul motor de creștere, chiar dacă acest stimul își reduce turația. În 2018, gospodăriile populației și-au diminuat așteptările de achiziții viitoare, crescând economisirea. Această tendință continuă și în 2019, pe fondul încetinerii creșterilor salariale atât în sectorul privat, cât și în cel public. În cazul în care pensiile vor fi majorate conform planului în septembrie 2019 și în 2020, deficitul bugetar s-ar majora la 3,4% din PIB anul acesta și la 4,1% din PIB în 2020.

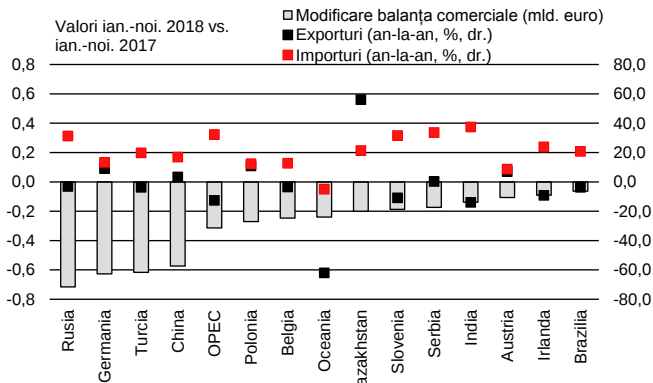
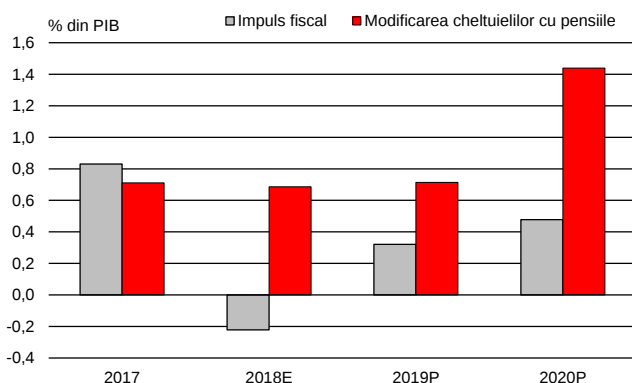
Dat fiind faptul că deficitul bugetar aferent anului 2018 se va situa în preajma nivelului de 3% din PIB conform standardelor europene, există riscul declanșării unei proceduri de deficit excesiv împotriva României în T2 2019. Din acest punct, guvernul va avea trei opțiuni deloc de invidiat: 1. o majorare puternică a deficitului, care va fi penalizată, probabil, de agențiile de rating și de creditorii 2. tăierea cheltuielilor publice sau 3. majorări ad-hoc de taxe. Ultimele două variante ar continua să afecteze creșterea economică în anii electorali 2019-20. Membri influenți ai PSD au militat pentru înlocuirea cotei unice a impozitului pe venit cu cote progresive. Ca prim pas, cota unică de impozitare a fost redusă de la 16% la 10% în 2018. Cu toate acestea, al doilea pas – un impozit de 20-25% pe salariile care depășesc salariul mediu pe economie – este puțin probabil să fie implementat înaintea următoarelor patru runde de alegeri². În absența unor astfel de măsuri, impredictibilitatea fiscală ar putea menține ratele dobânzilor mai ridicate decât în restul regiunii și ar putea anula stimulii veniți din partea cheltuielilor sociale mai mari.

Adăugând la factorii menționați anterior probabilitatea ridicată ca cererea externă să fie mai slabă, ne-am revizuit în jos estimarea de creștere economică, la 2,8% în 2019 și la 1,8% în 2020. Pe lângă încetinirea graduală din Europa, este puțin probabil ca exporturile către Rusia, Turcia, Orientul Mijlociu și Asia de Est (exceptând China) să crească puternic, după performanța slabă din 2018.

Cheltuielile populației vor duce la o creștere mai rapidă a importurilor decât a exporturilor, așa cum s-a întâmplat și în anii trecuți. Creșterea economică bazată pe majorări salariale a condus la un deficit al contului curent de 4,7% din PIB în 2018. Odată cu încetinirea ritmului de creștere sub cel potențial, deficitul contului curent ar putea scădea la 4,6% din PIB în 2019 și la 4,4% din PIB în 2020. În ciuda reducerii,

Impuls fiscal în creștere dacă pensiile vor fi majorate conform planului

Deficitul comercial are ca motor creșterea importurilor



Sursa datelor: Comisia Europeană, Eurostat, BNR, INS, UniCredit Research

² Alegerile pentru Parlamentul European vor avea loc 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.

Nu anticipăm majorări ale dobânzii de politică monetară de către BNR ...

... al cărei obiectiv este stabilitatea dobânzilor și a cursului euro-leu

Alegerile pentru Parlamentul European sunt importante pentru conducerea PSD

deficitul contului curent nu va fi acoperit de intrările de fonduri europene și de ISD, diferența depășind 1% din PIB în ambii ani. Ca urmare, stabilitatea leului va depinde de fluxuri de capital volatile. În cazul în care apetitul pentru risc al investitorilor străini scade din nou, presiunea pe ratele dobânzilor va reveni.

Deși BNR ar fi trebuit să crească dobânzile și mai mult în 2018, o asemenea mișcare acum, când creșterea economică se temperează, ar fi prea târzie. Pe de altă parte, o relaxare a condițiilor monetare este puțin probabilă din cauza faptului că inflația va rămâne aproape de limita superioară a intervalului țintit în 2019 și s-ar putea reduce spre țintă doar în 2020. În aceste condiții, anticipăm că BNR va menține dobânda de politică monetară la nivelul actual și va încerca să prevină modificări bruște ale dobânzilor și ale cursului de schimb euro-leu prin gestionarea atenției la lichidități și prin intervenții pe piața valutară. Cursul euro-leu ar putea fluctua într-un interval restrâns, de 4,70-4,80 dacă noua conducere a BNR – care ar trebui să fie aleasă de parlament cel târziu în septembrie – nu va modifica strategia actuală.

Alegerile pentru Parlamentul European programate în data de 26 mai vor reprezenta un test de popularitate pentru PSD și liderii săi. Sondajele de opinie indică PNL aproape la egalitate cu PSD, în timp ce alianța proeuropeană dintre USR și PLUS se situează în fața ALDE.

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)	170,4	187,5	202,1	210,8	216,2
Populație (mln.)	19,8	19,6	19,5	19,5	19,5
PIB pe locuitor (EUR)	8.622	9.547	10.352	10.831	11.106
Economia reală, creștere anuală (%)					
PIB	4,8	7,0	4,1	2,8	1,8
Consum gospodării populație	7,9	10,0	5,2	3,7	2,2
Investiții fixe	-0,2	3,5	-3,2	-4,4	-3,7
Consum colectiv sector public	2,2	2,6	3,8	2,8	1,5
Exporturi	16,0	10,0	4,7	3,1	1,9
Importuri	16,5	11,3	8,6	3,4	1,9
Salariul nominal lunar (EUR)	643	724	965	1081	1119
Salariul real, creștere an-la-an (%)	14,6	13,0	29,7	10,0	2,3
Rata șomajului (%)	5,9	4,9	4,2	4,0	4,4
Conturi fiscale (% din PIB)					
Balanța bugetară	-2,9	-2,9	-3,0	-3,4	-4,1
Balanța primară	-1,6	-1,7	-1,6	-2,1	-2,6
Datoria publică	37,3	35,2	35,1	36,3	38,3
Conturi externe					
Balanța contului curent (mld. EUR)	-3,6	-6,0	-9,4	-9,6	-9,4
Balanța contului curent (% PIB)	-2,1	-3,2	-4,7	-4,6	-4,4
Balanța de bază extinsă (% PIB)	3,0	0,5	-1,3	-1,2	-1,1
ISD nete (% PIB)	2,6	2,6	2,4	2,4	2,4
Datoria externă brută (% PIB)	54,5	51,9	48,7	48,2	48,3
Rezerve valutare (mld. EUR)	34,2	33,5	33,1	30,8	31,0
Luni de importuri (bunuri și servicii) acoperite de rezerva valutară	5,7	4,9	4,4	3,9	3,8
Inflație/Rate de piață/Curs de schimb					
IPC (medie)	-1,5	1,3	4,6	3,6	2,6
IPC (sfârșit perioadă)	-0,5	3,3	3,3	3,8	2,4
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	3,26	3,06
USDRON (sfârșit perioadă)	4,30	3,89	4,07	4,03	3,93
EURRON (sfârșit perioadă)	4,54	4,66	4,66	4,75	4,80
USDRON (medie)	4,06	4,05	3,94	4,16	4,00
EURRON (medie)	4,49	4,57	4,65	4,73	4,80

NECESAR BRUT DE FINANȚARE A GUVERNULUI

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

NECESAR BRUT DE FINANȚARE EXTERNĂ

Mld. EUR	2018E	2019P	2020P
Nevoie brută de finanțare	39,5	36,1	33,7
Deficit cont curent	9,4	9,6	9,4
Amortizarea datoriei pe termen mediu și lung	17,2	13,1	12,1
Guvern/Banca centrală	4,6	3,8	3,8
Bănci	2,1	1,9	1,7
Companii/Altele	10,4	7,4	6,6
Amortizarea datoriei pe termen scurt	12,9	13,5	12,2
Finanțare	39,5	36,1	33,7
ISD (net)	4,9	5,0	5,1
Capital acționari, net	0,1	0,1	0,1
Împrumuturi pe termen mediu și lung	17,8	14,6	13,2
Guvern/Banca centrală	6,0	5,5	6,1
Bănci	2,0	1,7	1,5
Companii/Altele	9,8	7,4	5,7
Împrumuturi pe termen scurt	14,4	13,8	13,2
Fonduri structurale și de coeziune UE	1,8	2,0	2,0
Modificări ale rezervei valutare (- = creștere)	0,4	0,6	0,0
Memorandum:			
Cumpărări de obligațiuni în lei ale nerezidenților	1,8	0,8	0,8
Emisiuni obligațiuni internaționale, net	3,5	2,5	2,5

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 investiției 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, reprodușă 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), Prechistenskaya 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. Toate punctele de vedere exprimate reflectă punctele de vedere independente ale analiștilor, care nu au fost influențate de considerații legate de afacerea sau relațiile cu clienții UniCredit Bank.

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 dezvăluirea sau circulația neadecvată a informațiilor confidențiale sau privilegiate. Rapoartele de cercetare economică includ informații publice referitoare la conflicte de interese și alte interese materiale. Analistii 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 dezvăluirilor suplimentare necesare sub incidența legilor și regulamentelor jurisdicțiilor indicate pe site-ul <https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=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 (Institucionalni 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 a achiziționa 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 participații semnificative în capitalurile proprii ale companiilor care fac obiectul acestui raport; (ii) societățile care fac obiectul acestui raport nu dețin participații 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 consilieri 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 experimentați, 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 Pieței 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 stimul 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	
Artem Arkhipov Head, Macroeconomic Analysis and Research, Russia +7 495 258-7258 artem.arkhipov@unicredit.ru		Hrvoje Dolenec Chief Economist, Croatia +385 1 6006-678 hrvoje.dolenec@unicreditgroup.zaba.hr	
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	
Pavel Sobišek Chief Economist, Czech Republic +420 955 960-716 pavel.sobisek@unicreditgroup.cz		Mauro Giorgio Marrano Senior CEE Economist +43 50505-82712 mauro.giorgiomarrano@unicredit.de	
EM FX Strategy Research Kiran Kowshik EM FX Strategist +44 207 826-6080 kiran.kowshik@unicredit.eu		Dr. Ágnes Halász Chief Economist, Head, Economics and Strategic Analysis, Hungary +36 1 301-1907 agnes.halasz@unicreditgroup.hu	
Cross Asset Strategy Research Elia Lattuga Deputy Head of Strategy Research Cross Asset Strategist +44 207 826-1642 elia.lattuga@unicredit.eu		Kristofor Pavlov Chief Economist, Bulgaria +359 2 9269-390 kristofor.pavlov@unicreditgroup.bg	
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.