

Analiză Macroeconomică și
Strategie

Raport Trimestrial
UniCredit Bank



6 Mai 2020

“ Economia pusă la încercare ”

Perspectivă – România se va confrunta cu o recesiune profundă în 2020, economia urmând a se contracta cu peste 9% în termeni reali. Sprijinul guvernamental este limitat din cauza situației fiscale delicate. După o scădere puternică în trimestrul al doilea, produsul intern brut (PIB) ar putea începe să crească începând cu cel de-al al treilea trimestru al anului. Viteza cu care activitatea economică își va reveni va fi determinată de rapiditatea ridicării restricțiilor, de cât de repede își va reveni economia globală și de cât de mulți din angajații aflați momentan în șomaj tehnic vor fi disponibilizați în trimestrul al patrulea al anului 2020 și în 2021. Banca Națională a României va continua să apere leul prin menținerea costului de finanțare a investitorilor străini semnificativ deasupra ratelor ROBOR. Ne așteptăm ca alegerile locale și parlamentare să aibă loc spre finalul anului 2020.

Informațiile din acest raport conțin viziunea UniCredit Group asupra României, așa cum a fost inclusă în raportul CEE Quarterly, distribuit în aprilie 2020.

Economia pusă la încercare

Curtea Constituțională (CC) și pandemia de COVID-19 au pus capăt crizei politice din România. Curtea Constituțională s-a opus unei proceduri rapide care viza declanșarea alegerilor anticipate în timp ce răspândirea epidemiei a forțat politicienii să voteze un guvern cu puteri depline pentru a declara starea de urgență în combaterea situației fără precedent. Partidul Național Liberal (PNL) a nominalizat același guvern condus de către Ludovic Orban. Acest executiv va conduce România până la organizarea alegerilor parlamentare la termen, în noiembrie – decembrie 2020. Alegerile locale pot avea loc în jurul aceleiași date având în vedere prelungirea mandatelor aleșilor locali.

Guvernul a acționat rapid pentru mitigarea efectelor negative ale carantinei instituite la final de martie. Executivul a decis susținerea șomajului tehnic prin plata către companii a 75% din salariul brut (maxim 75% din salariul mediu). Este posibilă o extindere a acoperirii inițiale a suportului acordat companiilor afectate în trimestrul doi către mai multe categorii de angajați, inclusiv angajații independenți și contractorii. Numărul angajaților aflați în șomaj tehnic ar putea crește până la 1,5 milioane. Estimarea de un milion a guvernului a fost atinsă deja în aprilie. Pe 23 aprilie erau și aproape 250.000 de angajați disponibilizați. Ne așteptăm ca rata șomajului să crească de la 3% înainte de carantină până la 9% în cursul anului, întrucât cel puțin 10% dintre angajații aflați în șomaj tehnic pot fi disponibilizați după epuizarea suportului guvernamental. Rata șomajului ar putea rămâne peste 6% în 2021.

Guvernul a permis amânarea impozitelor locale cu trei luni pentru IMM-uri și persoane fizice, permițând celor dintâi amânarea plății taxelor și utilităților. Autoritățile au impus un moratoriu la plata creditelor acordate companiilor și persoanelor fizice valabil până la finalul anului. Printre celelalte măsuri evidențiem garanțiile de stat la creditele IMM-urilor, pentru investiții sau capital de lucru, dobânzile și comisioanele fiind acoperite de către stat. Suportul fiscal direct va depăși, probabil, 2% din PIB. Cea mai mare piedică pentru economie, asociată pachetului de suport, este reprezentată de documentația necesară, de multe ori mai laborioasă în comparație cu cele din alte țări. De aceea, guvernul a hotărât simplificarea accesului la schemele de suport.

Deficitul bugetar va depăși 6% din PIB în 2020 din cauza scăderii veniturilor guvernamentale și a cheltuielilor suplimentare. Prognoza pe care o prezentăm ia în calcul o mărire a pensiilor semnificativ mai mică de 40%. Totuși, prognoza nu ia în considerare un val de măsuri populiste aflate în discuție în momentul de față în parlament. Aceste măsuri includ amânări suplimentare de taxe, inclusiv contribuțiile sociale, care ar putea împinge deficitul bugetar peste 8% din PIB. Mai mult, unele partide parlamentare au propus suspendarea plății utilităților de către gospodării. În aceeași notă, moratoriul bancar a fost extins și la creditele care prezintă restanțe. Guvernul poate contesta o parte dintre deciziile CC.

Alegerile locale și parlamentare vor avea loc, probabil, la finalul anului 2020.

Pachet de susținere a economiei de peste 2% din PIB ...

...cu până la 1,5 milioane de angajați în șomaj tehnic,...

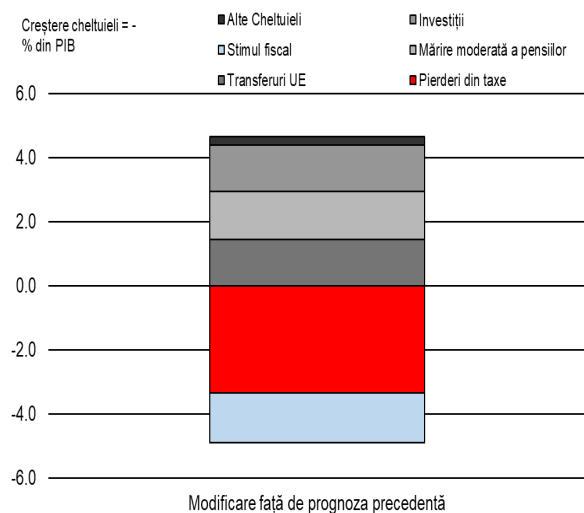
...șomajul urmând să atingă vârful după încheierea măsurilor de sprijin

IMM-urile sunt sprijinite prin moratoriul la plata taxelor, facturilor la utilități și rambursarea creditelor

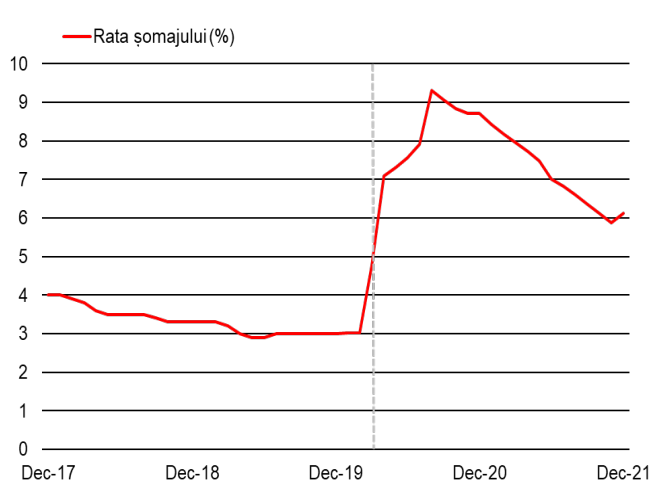
Deficitul bugetar poate crește peste 6% din PIB în 2020...

...sau peste 8% din PIB dacă parlamentul implementează măsuri populiste

EXECUȚIA BUGETULUI MARCATĂ DE CRIZA DE COVID-19



ȘOMAJUL ANTICIPAT A DEPĂȘI 9%



Sursa: Ministerul Finanțelor Publice, INS, Ministerul Muncii, UniCredit Research

Reducerea efectivă a ratei de dobândă a BNR este de aproape 100bp

Furnizarea de lichiditate și cumpărările de obligațiuni de stat...

... nu vor afecta cursul de schimb

Inflația va scădea în 2020 și ar putea rămâne în intervalul țintă în 2021

PIB poate suferi o contracție de până la 9% în 2020...

... în condițiile în care gospodăriile își reduc consumul...

... și investițiile de capital și cele publice se prăbușesc

Construcțiile își pot reveni mai rapid

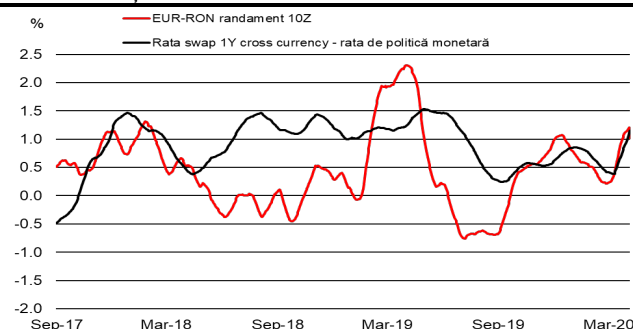
Banca Națională a surprins piețele prin reducerea ratei dobânzii de politică monetară cu 0.5pp până la nivelul de 2%, concomitent cu îngustarea coridorului de variație la 1,5%-2,5%. Astfel, reducerea efectivă este de aproape 100bp, întrucât ratele ROBOR erau mai apropiate de rata facilității de credit decât de rata de dobândă la operațiuni repo. Banca centrală a anunțat că va injecta lichiditate prin operațiuni repo, dacă va fi nevoie. De asemenea, BNR a început să cumpere obligațiuni de stat din piața secundară pentru a stabiliza randamentele lor. BNR nu a abandonat preferința sa pentru o monedă națională stabilă, astfel încât vedem o evoluție a perechii EURRON în intervalul 4,8-4,9, cu apărarea ambelor limite ale intervalului. În condițiile în care băncile locale sunt atente la potențialele probleme de lichiditate din piață, ne așteptăm ca ratele la operațiunile cross currency swap să devieze de la ratele ROBOR pentru o perioadă lungă de timp, cu un cost al monedei locale care va rămâne ridicat pentru investitorii străini.

Inflația poate coborî sub țintă în următoarele luni, însă o creștere este așteptată în 2021 ca urmare a unui efect de baza semnificativ în prețul petrolului, a creșterii prețurilor la alimente ca urmare a unor probleme în recoltare și procesarea alimentelor, precum și a potențialei creșteri a prețurilor reglementate. Cu toate acestea, nu ne așteptăm ca BNR să inverseze tăierea ratelor dobânzilor dacă inflația va rămâne în intervalul țintă.

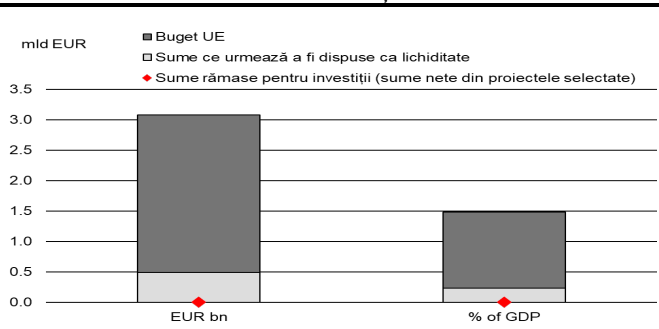
Anticipăm o revigorare treptată a economiei începând cu trimestrul trei al anului curent dacă restricțiile vor fi relaxate gradual, măsurile guvernamentale vor fi eficiente și ratele dobânzilor vor rămâne reduse. După înregistrarea unei contracții record în trimestrul al doilea, PIB s-ar putea reduce cu până la 9% în 2020 față de anul precedent (în termeni reali). Ne așteptăm ca gospodăriile să se împrumute mai puțin și să cumpere mai puține bunuri de lungă durată până în 2021 din cauza creșterii șomajului chiar și după încheierea sprijinului guvernamental pentru cei aflați în șomaj tehnic. Companiile vor amâna majoritatea investițiilor, iar investițiile străine productive s-ar putea reduce întrucât competitivitatea a fost subminată prin creșterea mai rapidă a costurilor muncii în comparație cu restul țărilor CEE și va fi în continuare afectată de aprecierea leului față de monedele din regiune. Uniunea Europeană a redirecționat 3 mld EUR din alocarea României în fonduri de coeziune către Inițiativa de Investiții Răspuns la Coronavirus (IIRC, eng. Coronavirus Response Investment Initiative). Mai puține condiții și verificări ar putea ajuta guvernul să atragă majoritatea acestor fonduri în perioada 2020-2021, însă aceasta va afecta proiectele de investiții publice finanțate din fonduri europene. România rămâne una dintre puținele piețe atractive în ECE în privința investițiilor în construcții. Cererea ar putea să revină îndeosebi pentru construcții industriale și logistice, mai puțin pentru spații de birouri și cel mai puțin pentru spații de retail. Piața imobiliară rezidențială va rămâne probabil închisă pentru câteva luni. Corecții majore de preț sunt puțin probabile întrucât prețul unităților locative rămâne mai accesibil față de Europa Centrală.

Economia poate recupera în 2021 decalajul acumulat în 2020, dacă prognoza noastră la nivel global este corectă. Riscuri mai mari pot apărea din cauza poziției financiare mai slabe a IMM-urilor în comparație cu IMM-urile din regiune, a problemelor de lichiditate cauzate de creșterea întârzierii plăților cu până la patru luni (conform Coface) și care se pot transforma în riscuri de solvabilitate. Exporturile românești depind de viteza cu care cererea își va reveni în UE și de funcționarea lanțurilor globale de aprovizionare. Dacă aceste condiții nu sunt îndeplinite, reluarea creșterii economice poate fi mult mai greoaie, bazată în mare parte pe efecte de bază față de perioada martie-mai 2020. Deficitul contului curent nu se va mări în linie cu deficitul comercial în 2020 întrucât profiturile companiilor străine vor scădea semnificativ.

COSTURILE EXTERNE DE FINANȚARE CRESC CU PRESIUNILE DE DEPRECIERE ȘI APRECIEREA REALĂ A LEULUI



SUME IMPORTANTE TRASE DIN FONDURI UE ÎN 2020 PE IIRC VOR ÎNLOCUI VIITOARE PROIECTE DE INVESTIȚII PUBLICE



Sursa: CE, Eurostat, BNR, INS, UniCredit Research

DATE MACROECONOMICE ȘI PROGNOZE

	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
PIB (mld. EUR)	170.4	187.8	204.7	222.1	207.4	230.0
Populație (mln.)	19.8	19.6	19.5	19.5	19.5	19.5
PIB pe locuitor (EUR)	8,622	9,560	10,483	11,411	10,658	11,818
Economia reală, creștere anuală (%)						
PIB	4.8	7.1	4.4	4.1	-9.4	9.8
Consum gospodării populație	7.9	10.0	7.3	5.9	-6.0	8.9
Investiții fixe	-0.2	3.6	-1.2	17.8	-26.4	18.5
Consum colectiv sector public	2.2	4.2	2.1	7.3	24.6	-6.4
Exporturi	16.0	7.6	6.2	3.5	-23.7	28.0
Importuri	16.5	10.8	9.1	7.2	-19.0	24.4
Salariul nominal lunar (EUR)	643	724	965	1064	1088	1128
Salariul real, creștere an-la-an (%)	14.6	13.0	29.7	8.9	1.6	2.3
Rata șomajului (%)	5.9	4.9	4.2	3.9	7.8	7.7
Conturi fiscale (% din PIB)						
Balanța bugetară	-2.9	-2.9	-3.0	-4.6	-6.1	-3.7
Balanța primară	-1.6	-1.7	-1.6	-3.3	-4.4	-1.9
Datoria publică	37.3	35.1	34.7	36.9	44.5	43.1
Conturi externe						
Balanța contului curent (mld. EUR)	-3.6	-6.0	-9.3	-11.2	-10.7	-8.9
Balanța contului curent (% PIB)	-2.1	-3.2	-4.6	-5.0	-5.2	-3.9
Balanța de bază extinsă (% PIB)	3.0	0.5	-1.3	-1.7	-2.8	-1.0
ISD nete (% PIB)	2.6	2.6	2.4	2.4	1.0	1.3
Datoria externă brută (% PIB)	40.9	36.5	32.8	34.9	40.4	37.4
Rezerve valutare (mld. EUR)	34.2	33.5	33.1	33.3	31.1	30.8
Luni de importuri (bunuri și servicii) acoperite de rezerva valutară	5.7	4.9	4.3	4.1	5.1	4.1
Inflație/Rate de piață/Curs de schimb						
IPC (medie)	-1.5	1.3	4.6	3.8	2.6	3.4
IPC (sfârșit perioadă)	-0.5	3.3	3.3	4.0	2.4	3.5
Țintă inflație BNR	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
Rată politică monetară (sfârșit perioadă)	1.75	1.75	2.50	2.50	2.00	2.00
Dobândă interbancară 3 luni (media decembrie)	0.83	2.13	3.05	2.99	2.08	2.35
USDRON (sfârșit perioadă)	4.30	3.89	4.07	4.26	4.49	4.54
EURRON (sfârșit perioadă)	4.54	4.66	4.66	4.78	4.85	4.95
USDRON (medie)	4.06	4.05	3.94	4.30	4.48	4.57
EURRON (medie)	4.49	4.57	4.65	4.77	4.86	4.96
Curs de schimb real efectiv, 2000=100	121.3	120.6				
Evoluție (%)	-2.1	-0.6				

NECESAR BRUT DE FINANȚARE A GUVERNULUI

Mld. EUR	2019	2020F	2021F
Nevoie brută de finanțare	19.7	21.2	18.4
Deficit bugetar	10.2	12.7	7.6
Amortizarea datoriei publice	9.5	8.5	10.8
Local	7.0	6.5	10.8
Obligațiuni pe termen lung	5.9	5.8	7.9
Obligațiuni pe termen scurt	0.8	0.4	1.6
Împrumuturi	0.3	0.3	1.3
Extern	2.5	2.0	0.0
Obligațiuni și credite	1.5	2.0	0.0
FMI/UE/Alte IFI	1.0	0.0	0.0
Finanțare	19.7	21.2	18.4
Împrumuturi locale	13.6	12.3	14.0
Obligațiuni pe termen lung	12.2	10.1	12.5
Obligațiuni pe termen scurt	0.4	1.6	1.0
Împrumuturi	1.0	0.6	0.5
Împrumuturi externe	6.6	6.8	5.0
Obligațiuni pe termen mediu și lung	5.0	5.0	4.0
FMI/UE/Alte IFI	1.6	1.8	1.0
Privatizări/Alte surse	0.0	0.0	0.0
Modificarea rezervei fiscale (- = creștere)	-0.5	2.1	-0.7

NECESAR BRUT DE FINANȚARE EXTERNĂ

Mld. EUR	2019	2020F	2021F
Nevoie brută de finanțare	41.8	40.0	34.8
Deficit cont curent	11.2	10.7	8.9
Amortizarea datoriei pe termen mediu și lung	16.2	13.3	11.5
Guvern/Banca centrală	3.5	2.9	0.9
Bănci	4.7	2.1	1.9
Companii/Altele	8.0	8.3	8.8
Amortizarea datoriei pe termen scurt	14.1	15.6	14.0
Finanțare	41.8	40.0	34.8
ISD (net)	5.3	2.0	3.0
Capital acționari, net	0.1	0.1	0.1
Împrumuturi pe termen mediu și lung	18.9	15.2	15.3
Guvern/Banca centrală	6.7	6.6	5.0
Bănci	4.2	1.9	1.7
Companii/Altele	8.0	6.7	8.8
Împrumuturi pe termen scurt	15.6	14.0	14.0
Fonduri structurale și de coeziune UE	2.2	6.5	2.0
Modificări ale rezervei valutare (- = creștere)	-0.3	2.2	0.3
Memorandum:			
Cumpărări de obligațiuni în lei ale nerezidenților	-0.3	0.6	-0.3
Emisiuni obligațiuni internaționale, net	3.5	3.0	4.0

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 Praga 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 cotare 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 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. Analiștii 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 SUPLIMENTARE 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 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 alte 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 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 Controls
+49 89 378-13952
ingo.heimig@unicredit.de

Head of Macro Research

Head of Strategy Research



Marco Valli
Head of Macro Research
Chief European Economist
+39 02 8862-0537
marco.valli@unicredit.eu



Dr. Philip Gisdakis
Head of Strategy Research
Head of Credit Strategy Research
+49 89 378-13228
philip.gisdakis@unicredit.de

EEMEA Economics Research



Dan Bucsa
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 50505-827 12
mauro.giorgiomarrano@unicredit.de



Florin Andrei, Ph.D.
Senior Economist, Romania
+40 21 200-1377
florin.andrei@unicredit.ro



Artem Arkhipov
Head, Macroeconomic Analysis
and Research, Russia
+7 495 258-7258
artem.arkhipov@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



Ľubomír Koršňák
Chief Economist, Slovakia
+421 2 4950 2427
lubomir.korsnak@unicreditgroup.sk



Kristofor Pavlov
Chief Economist, Bulgaria
+359 2 923-2192
kristofor.pavlov@unicreditgroup.bg



Pavel Sobišek
Chief Economist, Czech Republic
+420 955 960-716
pavel.sobisek@unicreditgroup.cz

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.unicreditresearch.eu

CEE 19/5

* UniCredit Research face referire la grupul format din echipele de cercetare ale 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 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.