

OUTLOOK

2020

EDIȚIA IV





ÎNCREDERE

EXCELENȚĂ

CENTRARE
PE CLIENT





1

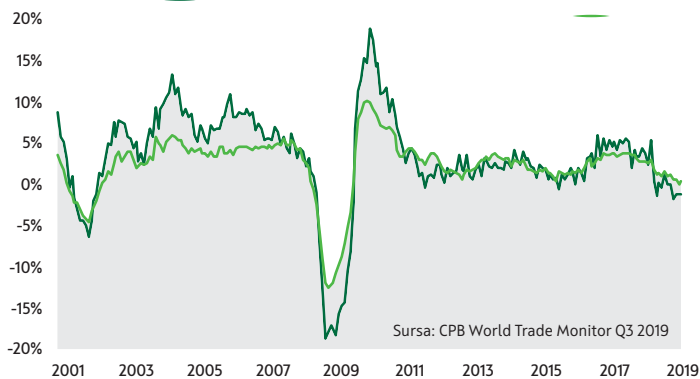
Perspective
macroeconomice

GLOBAL

În 2018 și 2019 economia mondială a cunoscut o încetinire accentuată. Motivul fundamental a fost reprezentat de efectul toxic al creșterii incertitudinii geopolitice și comerciale asupra volumelor și investițiilor comerciale. Escaladarea războiului comercial dintre SUA și China a temperat sentimentul mediului de afaceri și a dus la încetinirea producției industriale precum și la încetinirea comerțului global.

Volumul comerțului mondial și al producției industriale mondiale (schimbare de la an la an în %, baza 2010)

CREȘTEREA VOLUMULUI COMERȚULUI MONDIAL CREȘTEREA VOLUMULUI PRODUCȚIEI INDUSTRIALE



În plus, incertitudinea în jurul Brexit-ului, inclusiv posibilitatea unui Brexit dur au avut un impact economic negativ. În ceea ce privește războiul comercial, este clar că impactul incertitudinii asupra companiilor care întârzie investițiile în întreaga lume, a fost mult mai semnificativ decât impactul direct al tarifelor dintre SUA și China.

În 2020, ne așteptăm la o încetinire suplimentară a economiei mondiale, dar cu toate acestea, există o serie de motive care ne fac să credem că vom evita o recesiune în acest an

În 2020, ne așteptăm la o încetinire suplimentară a economiei mondiale, dar cu toate acestea, există o serie de motive care ne fac să credem că vom evita o recesiune în acest an. Motivele cheie ale acestei perspective prudent-optimiste sunt următoarele:

- În primul rând, evoluțiile recente sugerează că este posibil să vedem eliminarea unei părți din incertitudinea care a determinat declinul înregistrat pe parcursul anului 2019. Posibilitatea plecării dezordonate a Marii Britanii din Uniunea Europeană, printr-un Brexit "dur", a scăzut în mod semnificativ după acordul premierului Boris Johnson cu UE și după victoria decisivă a conservatorilor din 17 decembrie 2019 în alegerile parlamentare din Marea Britanie. În plus, a existat o oarecare îmbunătățire a comerțului sub forma unui acord comercial de faza 1 între China și SUA, deși aici nu putem spune că pericolele sunt evitate complet.
- În al doilea rând, în 2019 s-a observat o schimbare marcantă a politicilor Băncii Centrale Europene către o direcție mai relaxată, care este puțin probabil să se schimbe în viitorul apropiat. Inflația este încă mult sub țintă, atât în SUA, cât și în Zona Euro. Deși presiunile salariale cresc în mai multe economii (în special în SUA), până în prezent acestea nu au fost transmise consumatorilor. Băncile centrale din țările cheie au ridicat foarte sus bariera pentru o potențială politică mai strictă, în special datorită ratării din ultimii ani a țintei de inflație. Relaxarea notabilă a politicilor monetare ale băncilor centrale în 2019 sprijină creșterea economică prin reducerea costurilor împrumutului, atât pentru sectorul privat, cât și pentru guverne.
- În al treilea rând, consumatorii din țările dezvoltate sunt într-o formă remarcabil de bună. Una dintre caracteristicile speciale ale ciclului economic global actual este

absența aparentă de dezechilibre majore în sectorul gospodăriilor populației din țările dezvoltate.

În al patrulea rând, există semne timide ale indicatorilor pe termen scurt (de exemplu, PMI - Purchasing Managers' Index) că ciclul de fabricație este în zona de revenire, după cea mai lungă fază de slăbire înregistrată după criza din 2008-2009.

Cu toate acestea, observăm o șansă foarte limitată de a avea o creștere notabilă a economiei mondiale, în condițiile în care balanța este înclinată mai mult înspre riscuri. O mare parte din incertitudini par să rămână prezente în continuare. Este foarte puțin probabil ca toate problemele să fie rezolvate în termen scurt și incertitudinea să dispară. Un acord comercial în faza 1 între SUA și China poate scădea posibilitatea unei escaladări ulterioare pe termen scurt, dar conflictul mai profund dintre China și SUA nu va fi probabil rezolvat prea curând. Mai mult, pe parcursul anului 2020 vor apărea noi surse de incertitudine politică, dacă privim spre alegerile americane, unde rezultatul este departe de a fi sigur.

STATELE UNITE ALE AMERICII

Economia Statelor Unite ale Americii a arătat o putere remarcabilă în ultimii ani. Ne așteptăm ca performanța americană să se estompeze în 2020 și creșterea să încetinească probabil, de la o rată peste potențial (peste 2%), la o rată în jurul potențialului. În 2019, economia SUA a continuat să crească cu un ritm de peste 2%, susținută de un consum privat robust, în ciuda temerilor puternice cu privire la apariția recesiunii economice din cursul anului și care au provocat o schimbare marcantă în politica Federal Reserve (FED). Scăderea puternică a indicatorilor de sentiment în ceea ce privește producția industrială, exporturile și investițiile comerciale, a reflectat probabil efectele războiului comercial și contagiunea din străinătate. Temerile de recesiune din timpul verii au fost accentuate de

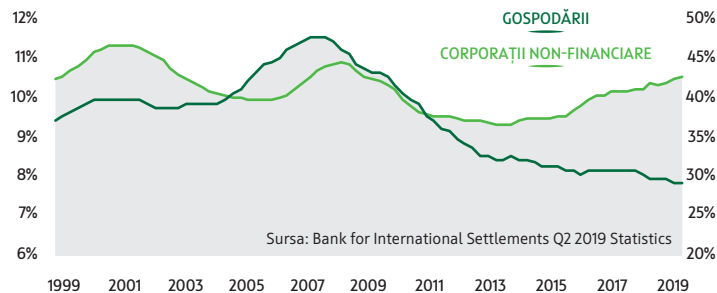
inversarea curbei titlurilor de stat, fapt care a prezis ultimele 8 recesiuni. Acești factori, împreună cu scăderea așteptărilor cu privire la inflație, au contribuit la o schimbare a politicii FED în iunie 2019, ducând la 3 reduceri de rată de dobândă de atunci. Acest fapt a ajutat la normalizarea curbei randamentelor titlurilor de stat americane și a relaxat în mare măsură condițiile financiare.

Analizând perspectiva pe termen lung, aceasta dezvăluie faptul că SUA a cunoscut cea mai lungă expansiune din istoria economică înregistrată, începând cu luna iulie a anului trecut, când a depășit avansul de 120 de luni din perioada 1991-2001.

SUA a cunoscut cea mai lungă expansiune din istoria economică înregistrată, începând cu luna iulie a anului trecut, când a depășit avansul de 120 de luni din perioada 1991-2001

Unul dintre motivele pentru care expansiunea economiei SUA a atins această perioadă respectabilă, este lipsa aparentă a consumului și investițiilor în exces care au caracterizat finalurile de cicluri anterioare. Expansiunea actuală a fost una foarte slabă, apărută în umbra crizei financiare din 2008-2009 și care a declanșat o ajustare severă.

Costul cu datoria gospodăriilor americane (pe axa stânga, în % din venitul brut disponibil), costul cu datoria firmelor non-financiare din SUA (pe axa dreapta, în % din excedentul brut de exploatare)



În 2007, înainte de ultima recesiune, rata economiilor gospodăriilor private a scăzut la aproximativ 0%, în timp ce în prezent este la 8%. De asemenea, costul cu datoria gospodăriilor a scăzut, ca urmare a reducerii datoriilor timp de mai mulți ani.

În schimb, datoria sectorului corporativ a crescut, iar costurile cu datoria se apropie de maximul anterior. În timp ce acest lucru poate amplifica foarte mult presiunile recesioniste, este puțin probabil să declanșeze de la sine o recesiune.

Privind în viitor, în 2020, este de așteptat ca un consum privat rezistent, împreună cu o oarecare normalizare a investițiilor să sprijine extinderea celui mai lung ciclu de afaceri din istoria SUA. Pe de altă parte dispariția stimulului fiscal substanțial din 2019 și 2020 ar trebui să contribuie la încetinirea economiei americane.

Creșterea economică a SUA din ultimii ani s-a datorat în mare parte efectului stimulului fiscal promovat de președintele Trump

Creșterea economică a SUA din ultimii ani s-a datorat în mare parte efectului stimulului fiscal promovat de președintele Trump. În timp ce în 2018, majoritatea economiilor majore se aflau în mijlocul consolidării fiscale, în SUA a avut loc un stimul fiscal la scară largă, lucru extrem de neobișnuit într-o economie unde șomajul era deja aproape de valorile minime istorice. Stimulul fiscal (adică reducerea impozitului pe profit) a fost substanțial în 2019, dar în 2020 ne așteptăm ca acest efect să se diminueze mult.

În cazul expansiunii actuale, nivelul de incertitudine este în creștere. Șomajul a atins un minim al ultimilor 50 de ani, ajungând la 3,5% în noiembrie 2019. Constrângerile pe piața muncii au crescut de ani buni, determinând o creștere sănătoasă a salariilor. În timp ce această creștere a susținut consumul, pe de altă parte a făcut și presiuni asupra rentabilității sectorului corporativ, care până acum nu a putut să transfere costurile crescute către consumatori. Este o întrebare

cheie pentru longevitatea creșterii, cât de mult poate continua acest transfer între corporații și gospodării. La un moment dat, scăderea profitabilității corporațiilor va declanșa inflația sau reducerea drastică a investițiilor.

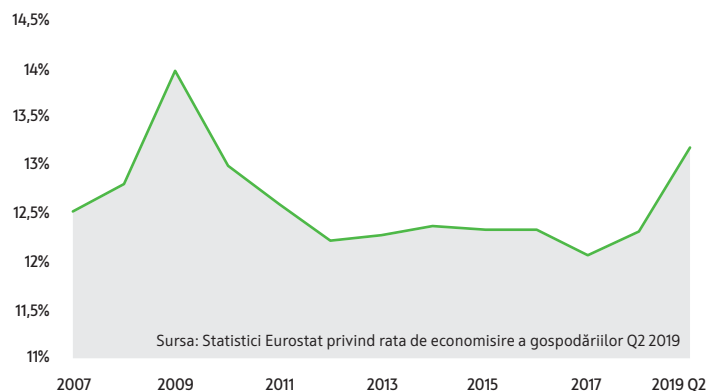
EUROPA

Zona Euro a fost *omul bolnav* al economiei globale în 2019, în mod paradoxal, în ciuda faptului că sectorul privat al acesteia are cea mai solidă situație a bilanțului dintre marile economii. În 2020, ne așteptăm la o îmbunătățire treptată a situației economice a Zonei Euro.

Europa a fost regiunea afectată în special de recenta încetinire globală. Acest lucru s-a datorat în mare parte deschiderii comerciale mai mari a regiunii, iar pe de altă parte, datorită problemelor casnice, sub forma încetinirii accentuate a Marii Britanii, declanșată de divorțul său complicat de UE.

În 2020, ne așteptăm la o îmbunătățire treptată a situației economice a Zonei Euro

Rata brută de economisire a gospodăriilor în Zona Euro (în % din venitul disponibil)



Analizând anatomia economiei europene, pare clar că scăderea contribuției comerțului a fost motivul principal pentru care Zona Euro a ajuns atât de aproape de o recesiune în 2019. În plus, consumul privat a început să încetinească, în ciuda încrederii susținute a consumatorilor, a creșterilor salariale puternice și a unei situații financiare stabile a consumatorilor europeni.

Acesta a fost în mare măsură efectul unei creșteri surprinzătoare a ratei economiilor gospodăriilor în perioada 2018-2019 până la cel mai înalt nivel de la criză.

Această creștere a ratei de economisire a consumatorilor europeni ar putea fi interpretată ca efect al creșterii incertitudinii. Interesant este că investițiile din Europa s-au menținut relativ bine, în ciuda scăderii puternice a indicatorilor de sentiment.

În 2020, ne așteptăm la o accelerare modestă în Zona Euro, susținută de o serie de factori:

în primul rând, ne așteptăm la un mediu extern ceva mai favorabil decât în 2019. Scăderea incertitudinii comerciale ar trebui să impulsioneze în special cea mai mare economie a Zonei Euro, Germania.

în plus, un Brexit ordonat al Marii Britanii, însoțit de stimularea fiscală a noului guvern ar putea reaccelera economia acesteia. De îmbunătățirea economiei Marii Britanii ar trebui să beneficieze și Zona Euro, deoarece Marea Britanie este un partener comercial cheie al UE. Mai mult decât atât, este de așteptat ca politica fiscală să joace un rol ceva mai stimulativ decât în 2019, chiar dacă nu se va implementa un stimulent fiscal la scară largă datorită rezistenței Germaniei de a-și modifica regulile fiscale stricte.

politica monetară liberă a Băncii Centrale Europene se așteaptă în principal să contribuie la reducerea costurilor

măsurilor de politică fiscală prin împingerea randamentelor obligațiunilor guvernamentale către niveluri anormal de scăzute.

mai mult, ne așteptăm ca piața muncii la nivel european să continue să performeze puternic, susținută de câștiguri salariale puternice și, eventual, de o ușoară scădere a ratelor de economisire ale populației neobișnuit de mari din prezent, în condițiile unei scăderi a incertitudinii.

Cu toate acestea, orice revenire ar trebui să fie treptată și supusă unei incertitudini mai mari decât de obicei. Riscul politic nu este complet eliminat și poate reapărea în 2020 (de exemplu, poate reapărea o noua criză politică în Italia), impulsul economiei chineze în sectorul de export al Zonei Euro ar trebui să rămână limitat, iar producția europeană să continue să facă față unor provocări structurale (de exemplu, eliminarea treptată a motoarelor diesel).

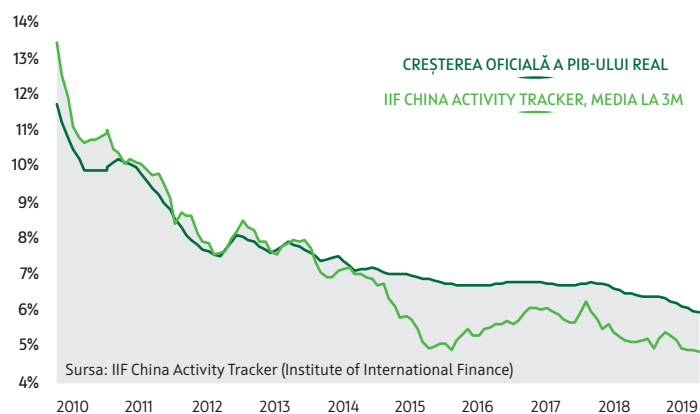
CHINA

Economia chineză s-a confruntat cu probleme în 2018 și 2019, sub forma unui mediu extern ostil, incluzând sistemul de tarife din SUA, o încetinire a ciclului de fabricație globală și prăbușirea consumului de bunuri durabile (de ex. mașini). În 2020, ne așteptăm la o încetinire din partea Chinei, însă într-o manieră ordonată.

Datele recente sugerează câțiva lăstari de speranță care apar în economia chineză. Indicatorii compuși ai activității economice chineze (de ex. indicatorul de urmărire a activității Chinei al Intitutului Internațional de Finanțe) dezvăluie că încetinirea activității economice până la Q3 2019 a fost mai puternică decât datele privind PIB-ul oferite de China. În același timp, datele mai recente din noiembrie și decembrie 2019 sugerează un minim al indicatorilor economici pe termen scurt, inclusiv o ușoară revenire a PMI din zona de

producție și a producției industriale.

Indicatorul de activitate economică al Chinei (creștere de la an la an, medie de 3 luni, în %)



În 2020, ne așteptăm la o combinație de factori, incluzând o oarecare rezolvare a conflictului comercial, dacă se întâmplă într-adevăr, o revenire a ciclului de producție globală și o creștere a stimulului fiscal, toate acestea dau o șansă bună pentru o aterizare lină a economiei chineze. Este de așteptat ca diverși factori care au estompat consumul să se relaxeze oarecum în 2020. De exemplu, impactul restricțiilor anterioare asupra împrumuturilor consumatorilor a avut o influență negativă asupra consumului în ultimii doi ani. Întrucât creditarea bancară "din umbră" s-a micșorat deja puternic, este puțin probabil să declanșeze o scădere puternică a creditului de consum pentru 2020.

Din cauza dezechilibrelor din economie există o limită superioară a vitezei cu care economia chineză poate funcționa, chiar și în cazul reducerii presiunilor din războiul tarifar

Cu toate acestea, nu ne așteptăm la o accelerare a creșterii economice în 2020. Din cauza dezechilibrelor din economie există o limită superioară a vitezei cu care economia chineză poate funcționa, chiar și în cazul reducerii presiunilor din războiul tarifar. Stimulul chinez este semnificativ mai slab decât în perioada 2015-2016 - ultima dată când China a acționat împotriva forțelor recesionale. Se pare că factorii de decizie chinezi sunt concentrați pe rezultate pe termen lung și sunt mult mai dispuși să accepte o creștere mai mică pentru moment, pentru a evita o creștere suplimentară a dezechilibrelor economice în viitor.

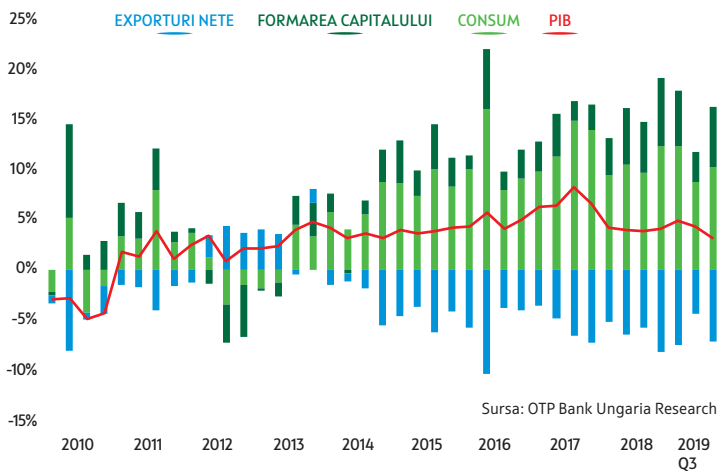
Obiectivul administrației chineze este de a realiza o creștere ceva mai mică, dar durabilă, cu o structură mai sănătoasă, concentrându-se mai mult asupra consumului decât a investițiilor. Aceste obiective influențează atât compoziția, cât și amploarea măsurilor de stimulare chineze. Este nevoie de creșterea stimulilor economici, probabil sub formă de stimuli fiscali, în timp ce garanțiile macroprudențiale rămân mai stricte decât în perioadele anterioare.

ROMÂNIA

În 2019 PIB-ul ar putea crește cu 3,8%, urmat de o încetinire evidentă în 2020 până la aproximativ 2,7%

În ciuda unui început puternic cu o creștere a PIB-ului de 5% în Q1 2019, dinamica economiei a încetinit brusc până la 3% în Q3 2019. Această deteriorare a fost determinată în principal de o decelerare a cheltuielilor consumului casnic, precum și de o scădere a stocurilor, în timp ce exporturile au scăzut în tandem cu importurile. Din punct de vedere sectorial, producția agricolă mai scăzută, comparativ cu recolta record din 2018, alături de scăderea valorii adăugate din sector, au fost factori determinanți pentru tendințele negative.

Creșterea PIB-ului descompusă, YoY%



Creșterea economică a României ar putea fi de aproximativ 2,7% în 2020

Creșterea economică a României ar putea fi de aproximativ 2,7% în 2020, întrucât se așteaptă ca politica fiscală să se înăsprească în conformitate cu intenția pe termen lung a noului guvern de a ajunge la un deficit de 3%. Creșterea mai mică a salariilor și scăderea nivelului ocupării forței de muncă în sectorul public vor influența negativ consumul. Cu toate acestea, începând cu luna septembrie 2020 majorarea semnificativă a pensiilor va începe din nou să alimenteze cheltuielile casnice. În plus, creșterea exporturilor va încetini, având în vedere perspectivele nefavorabile ale ciclului de afaceri european. În timp ce formarea brută de capital fix s-ar putea extinde cu două cifre în 2019, datorită proiectelor puternic finanțate de UE, iar investițiile pentru locuințe sunt, de asemenea în creștere, având în vedere perspectivele globale deteriorate, constrângerile fiscale și încetinirea salariilor, investițiile vor slăbi cu siguranță și în 2020.

IPC (indicele prețurilor de consum) este de așteptat să scadă rapid anul acesta, cu toate că riscurile sunt înclinate spre creștere

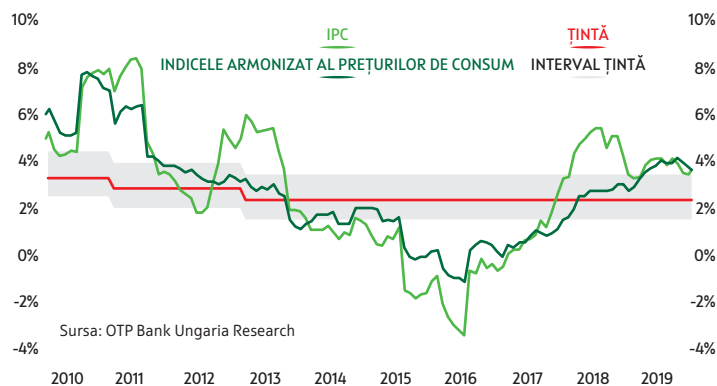
După două creșteri ale ratei dobânzii de 25 bps la sfârșitul anului 2017 și începutul anului 2018, Banca Națională a României (BNR) a menținut rata dobânzii de politică monetară la 2,5% din aprilie 2018. În ciuda acestui fapt IPC a rămas deasupra intervalului țintă al BNR, de cele mai multe ori pe tot parcursul lui 2019.

Inflația medie în perioada ianuarie-octombrie 2019 a fost de 3,8% (în contrast cu intervalul vizat de 2,5% + / - 1 pct), însă inflația ajustată cu taxele s-a situat la 3,4%, ușor sub marginea superioară a intervalului vizat de banca centrală. BNR și-a justificat poziția relaxată asupra politicii monetare, pe probabilitatea ca marile bănci centrale străine să mențină politici monetare relaxate și prin faptul că inflația va reveni probabil la aproximativ 3% în 2020.

Inflația va reveni probabil la aproximativ 3% în 2020

Într-adevăr, această evaluare este în conformitate cu așteptările noastre, deoarece pe lângă majorarea indirectă a impozitelor, anul acesta inflația a fost alimentată de o creștere bruscă a prețurilor cărnii, din cauza pestei porcine, precum și a prețurilor mai mari la legume. Întrucât acești factori sunt așteptați să se estompeze, iar economia se așteaptă să încetinească, presiunile inflaționiste scad. Cu toate acestea, pe măsură ce piețele sunt mai anxioase cu privire la problemele fiscale, o slăbire mai puternică decât cea prevăzută a cursului de schimb EUR/RON ar putea fi un factor de risc important. Într-un astfel de scenariu, inflația ar putea rămâne la un nivel mai ridicat. Prețurile administrate înseamnă, de asemenea risc pentru IPC, deoarece din cauza deficitului bugetar ridicat, guvernul ar putea fi obligat să majoreze impozitele, accizele și prețurile administrate pentru a genera venituri mai mari.

Inflația, inflația de bază și intervalul țintă al BNR



Pe lângă planurile deja anunțate de reducere a aparatului bugetar, sunt necesare și alte măsuri pentru reducerea deficitului sub 3%

Politica fiscală a devenit un factor de risc major al economiei românești, o problemă care va rămâne pe tapet pe parcursul următoarei perioade de timp. Bilanțul guvernamental al României a marcat un punct de cotitură în 2015, în timp ce factorii de decizie au început să folosească stimulul fiscal pentru a implementa o serie de acțiuni de stimulare semnificative, inclusiv câteva reduceri de impozite și creșteri salariale importante. În ultimii ani, deficitul bugetar în creștere a fost compensat în principal prin reducerea investițiilor publice. Cu toate acestea, începând cu 2019, deficitul bugetar mediu pe 4 trimestre s-a extins la 3,7% în Q2, în timp ce, pe bază anuală, deficitul bugetar ajustat cu PIB-ul a atins 4,5%, atât în Q1 2019, cât și în Q2 2019. Acesta a fost rezultatul unor măsuri suplimentare de creștere în zona de salarizare publică și a unei reluări a investițiilor publice, precum și a consumului intermediar. Se așteaptă ca deficitul să se extindă în continuare datorită noilor măsuri legate de pensii, având în vedere o majorare a pensiilor de 15% încă din septembrie 2019 și o majorare de 40% pentru septembrie 2020. În aceste condiții deficitul

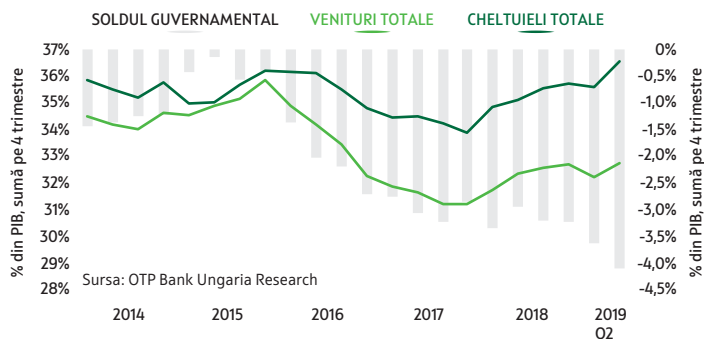
bugetar ar încălca pragul de 3% de stabilitate UE (proгноza noastră este de 4,5% pentru acest an și 5% din PIB pentru anul viitor), care poate declanșa o procedură de deficit excesiv (EDP) din partea Comisiei Europene.

Noul guvern, format în noiembrie, a comunicat rapid că situația fiscală din acest an este mult mai gravă decât cea planificată în actul bugetar și a ridicat deficitul preconizat la 4,3% din PIB, de la 2,8% din PIB. Între timp, guvernul a stabilit obiectivul de deficit de anul viitor la 3,6% din PIB și a început să comunice măsuri de contractare semnificative, în special disponibilizări în sectorul public și înghețări de salarii. Pe baza informațiilor disponibile la momentul când scriem aceste rânduri, se pare că măsurile prevăzute ar putea în cel mai bun caz duce la atingerea noului obiectiv de deficit bugetar. Cu toate acestea, în prezent, părerea noastră este că, în conformitate cu alegerile viitoare din decembrie 2020, pachetul de măsuri ce vor fi luate de actualul guvern va fi diluat și încă avem în vedere ca deficitul pe anul viitor să fie de aproximativ 4% din PIB.

În paralel cu slăbirea poziției fiscale, soldul extern a fost pe o traiectorie în continuă deteriorare din anul 2014. Deficitul contului curent a atins 4,5% din PIB în 2018, și este de așteptat să fie de aproximativ 5% din PIB până în 2020, în ciuda înăsprii fiscale prevăzute, având în vedere deteriorarea exporturilor. Din 2018 deficitul nu a fost acoperit în totalitate de intrările de investiții străine directe, însă datoria externă a început să crească. Cu toate acestea, atât nivelul datoriei externe brute, cât și datoria publică sunt încă scăzute (ambele în jur de 35% din PIB), ceea ce atenuează vulnerabilitățile.

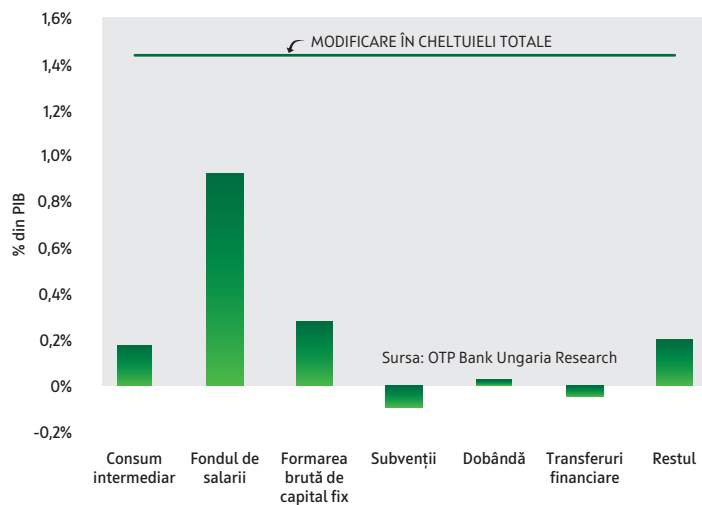
INDICATORI BUGETARI

Venituri, chetuieli și soldul guvernamental



Credibilitatea și succesul consolidării fiscale vor determina dacă presiunea asupra cursului de schimb EUR/RON și a curbei randamentelor se va menține

Modificări în cheltuieli totale din PIB între Q2 2018 - Q2 2019

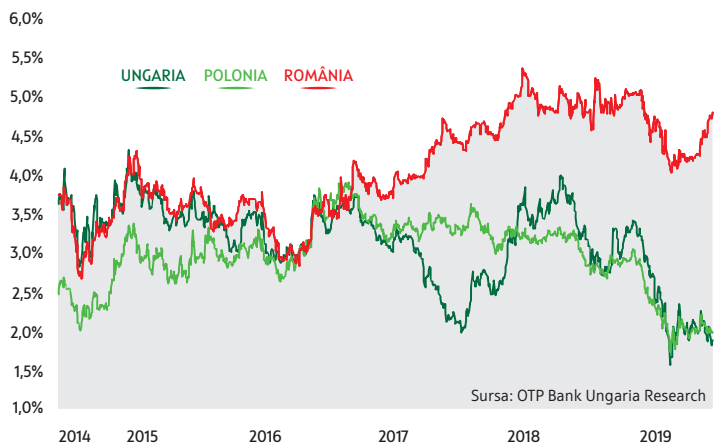


Pe măsură ce derapajul fiscal a devenit evident, piețele au început să includă în preț riscurile fiscale

Pe măsură ce derapajul fiscal a devenit evident, piețele au început să includă în preț riscurile fiscale, astfel încât randamentul obligațiunilor guvernamentale la 10 ani a crescut cu 50 bps din septembrie 2019, în timp ce partea lungă a curbei altor monede din Europa Centrală și de Est a rămas neschimbată. De asemenea, leul s-a confruntat cu presiuni de depreciere în ultima perioadă a anului 2019.

Măsurile fiscale deja anunțate ar putea fi suficiente pentru a stopa presiunile pieței. Dacă reducerile de salarii și traiectoria deficitului ar putea calma piețele, ca în scenariul nostru de bază, atunci BNR ar putea rămâne în așteptare până la următoarele alegeri de la sfârșitul anului 2020, iar diferența între randamentele obligațiunilor pe termen lung și cele pe termen scurt ar putea rămâne la nivelurile actuale. În acest caz, ne așteptăm ca leul să rămână pe o traiectorie de depreciere treptată și să atingă nivelul de 4,9 în raport cu Euro până la sfârșitul anului 2020.

Randamentele obligațiunilor la 10 ani



Cu toate acestea, riscul nu trebuie subestimat. Dacă rezultatele fiscale dezamăgesc, presiunile ar putea crește rapid. Important de reținut este de asemenea, că economia românească în forma sa actuală este vulnerabilă la șocurile externe negative. De exemplu, o încetinire ciclică a economiei

europene ar putea duce la ieșiri de capital, o slăbire mai accentuată a leului, obligând guvernul și BNR să înăsprescă condițiile, împingând creșterea economică spre zero sau chiar sub zero.

INDICATORI ECONOMICI CHEIE		2015	2016	2017	2018	2019 E	2020 F
PIB Real	%	3,9	4,8	7,1	4,0	3,8	2,7
Consumul final al gospodăriilor		5,6	8,0	9,6	4,7	4,8	2,9
Cheltuielile de consum ale gospodăriilor	%	5,9	8,2	9,9	5,2	4,7	2,9
Consumul public	%	-1,3	3,9	4,5	1,2	6,8	3,7
Investiții	%	7,2	0,0	3,5	-3,2	18,8	9,4
Exporturi	%	4,7	16,1	7,8	5,4	2,9	2,0
Importuri	%	8,1	16,5	10,7	9,1	7,1	4,2
Prețurile de consum	%	-0,6	-1,5	1,3	4,6	3,8	3,0
Balanța sectorului guvernamental	în % din PIB	-0,7	-2,7	-2,6	-3,0	-4,5	-4,0
Datoria publică	în % din PIB	37,8	37,3	35,1	35,0	36,4	38,2
Contul curent	în % din PIB	-1,2	-2,1	-3,3	-4,6	-5,1	-5,0
Rata dobânzii cheie	% medie anuală	1,9	1,8	1,8	2,4	2,5	2,5
Rata dobânzii cheie	% sfârșitul perioadei	1,8	1,8	1,8	2,5	2,5	2,5
EUR/RON	medie anuală	4,45	4,49	4,57	4,65	4,74	4,85
EUR/RON	sfârșitul perioadei	4,52	4,54	4,68	4,65	4,78	4,90
PIB Nominal	RON mld.	713	765	858	944	1037	1103
Șomaj	%	6,8	5,9	4,9	4,2	3,9	4,9
Creșterea nominală a salariilor	%	9,8	9,9	14,7	13,1	13,0	8,0
Creșterea reală a salariilor	%	10,4	11,7	13,2	8,1	8,9	4,9
PIB Nominal	EUR mld	160,3	170,4	187,7	202,9	218,6	227,4

Sursa: OTP Bank Ungaria Research

A high-angle, wide shot of a mountain valley. The foreground shows a steep, rocky slope with patches of green vegetation. In the middle ground, a wide, light-colored riverbed or dry river channel winds through the valley. The background is dominated by jagged, snow-capped mountain peaks under a sky filled with large, white clouds. A large, white, sans-serif number '2' is superimposed over the center of the image.

2

Review 2019 piețe financiare
internaționale și locale

Evoluție clase de active YTD (2019)

ACȚIUNI	BUCHAREST BENCHMARK INDX	BET-BK INDEX	29,68%
	STXE 600 (EUR) PR	SXXP INDEX	23,15%
	S&P 500 INDEX	SPX INDEX	28,50%
	MSCI WORLD	MXWO INDEX	24,91%
	RUSSELL 1000 VALUE INDEX	RLV INDEX	22,79%
	RUSSELL 1000 GROWTH INDX	RLG INDEX	34,35%
	MSCI EM	MXEF INDEX	15,80%
	MSCI FRONTIER MARKET	MXFM INDEX	13,18%
	OBLIGAȚIUNI	BBG ROMANIA LOCAL SOV	BROMA INDEX
EURO-AGGREGATE		LBEATREU INDEX	5,98%
U.S. UNIVERSAL		LC07TRUU INDEX	9,37%
ALTERNATIVE	MSCI WORLD REAL ESTATE	MXWOORE INDEX	19,21%
	GENERIC 1ST 'CL' FUTURE	CL1 COMDTY	35,74%
	GOLD SPOT \$/OZ	XAU COMDTY	18,78%

Sursa: Bloomberg, 30.12.2019

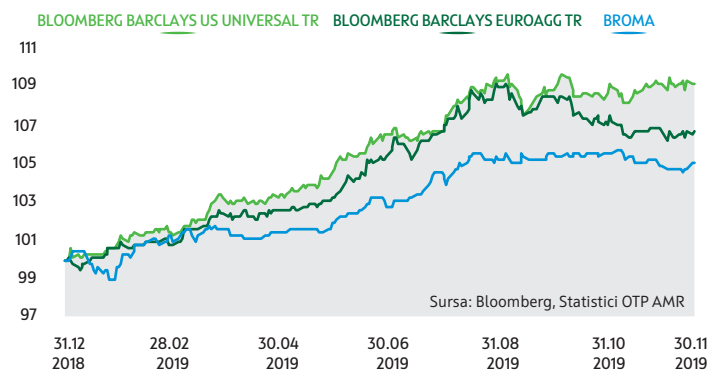
OBLIGAȚIUNI

Anul 2019 a fost un an excepțional pentru toate clasele de active. Fie că vorbim de prețul aurului și materii prime, de indicii de Obligațiuni (în RON, EUR sau USD, suverane sau corporative) sau de indicii de acțiuni locali și internaționali, toți aceștia au înregistrat creșteri susținute. Pentru a înțelege mai bine această evoluție ar trebui să ne întoarcem la anul 2018, un an în care aproape toate clasele de active au înregistrat corecții. Cu excepția indicilor de obligațiuni suverane emise de SUA și de țările din Zona Euro, toți ceilalți indici relevanți s-au aflat în teritoriu negativ.

Anul 2019 ar trebui considerat o excepție, fiind foarte rari anii în care aproape toate clasele de active cresc.

Acest an a fost dominat de știrile legate de războiul comercial dintre SUA și China, precum și de știrile despre Brexit. Pe fondul acestor incertitudini creșterea economică globală a încetinit la

Evoluția indicilor de obligațiuni locali și internaționali



2.9% anualizat în primele 3 trimestre ale anului 2019, acesta fiind cel mai mic nivel atins din 2009. Slăbiciunile anumitor piețe emergente precum Argentina, Brazilia, Mexic, Africa de Sud și Turcia au influențat negativ creșterea economică globală și au pus activele românești într-o lumină bună.

Evoluția pozitivă a obligațiunilor a fost preponderent influențată de băncile centrale în frunte cu Rezerva Federală a SUA. În 2019, atât FED, cât și BCE au relaxat politicile monetare.

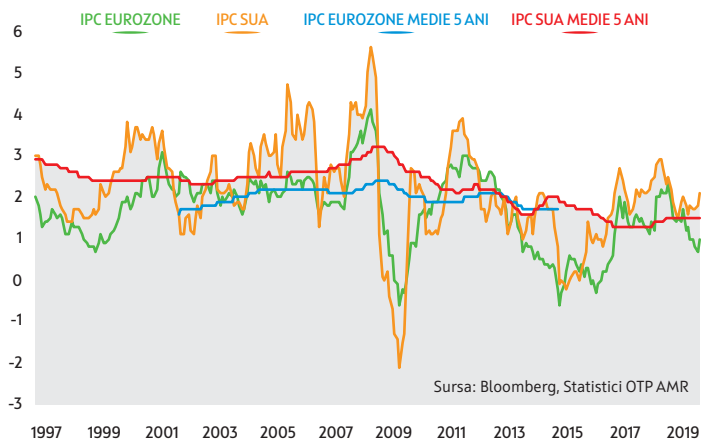
Evoluția pozitivă a obligațiunilor a fost preponderent influențată de băncile centrale în frunte cu Rezerva Federală a SUA. În 2019, atât FED, cât și BCE au relaxat politicile monetare. FED a scăzut de trei ori dobânda de referință (la 1.5%-1.75%) în 2019 și a reînceput un program de achiziții de titluri de stat cu maturitate până la un an, în timp ce BCE a scăzut dobânda de referință la -0.50% și a reluat programul de quantitative easing (QE).

Din păcate, în Q4 2019 a expirat ultimul mandat al lui Mario Draghi la conducerea BCE – probabil cel mai bun guvernator de bancă centrală din lume și cu siguranță cel mai bun pe care l-a avut BCE. Prin instalarea lui Christine Lagarde la cârma ECB

s-a creat un precedent periculos (pe care-l observăm și în alte instituții europene) – locul experților la conducerea anumitor instituții cheie este preluat de oameni politici. Christine Lagarde este un foarte bun om politic care conform declarațiilor domniei sale vrea să convingă guvernele țărilor din UE, care au spațiu de manevră pentru o politică fiscală expansionistă, să o pună în practică. Acest fapt ar putea ajuta economia UE, dar nu este în mandatul ECB. Principalul obiectiv al oricărei bănci centrale este legat de stabilitatea prețurilor, iar ca obiectiv secundar reprezintă o piață a forței de muncă sustenabilă. Cu alte cuvinte o inflație cât mai apropiată de nivelul de echilibru (informal, în jur de 2%) și o rată a șomajului sustenabilă pe termen lung (care poate fi 3%-4%).

Șomajul este aproape de minimul istoric punând presiune pe salarii, atât în SUA, în Zona Euro, cât și în România. Din punctul acesta de vedere, putem spune că mandatul anumitor bănci centrale a fost atins, iar o politică monetară relaxată nu se mai justifică. Temerile legate de evoluția și posibila extindere a războiului comercial mențin însă băncile centrale în alertă.

Inflația în Zona Euro și în SUA

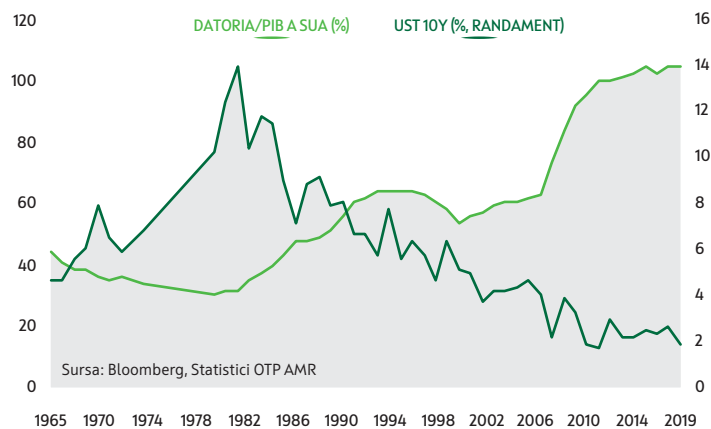


De ce au relaxat politica monetară băncile centrale în 2019 și este posibil să o mențină așa și în 2020?

În primul rând pentru că media inflației pe ultimii 5 ani, atât în Zona Euro, cât și în SUA a fost preponderent sub ținta de inflație. Pe de altă parte, dobânda reală este în teritoriu negativ în Zona Euro.

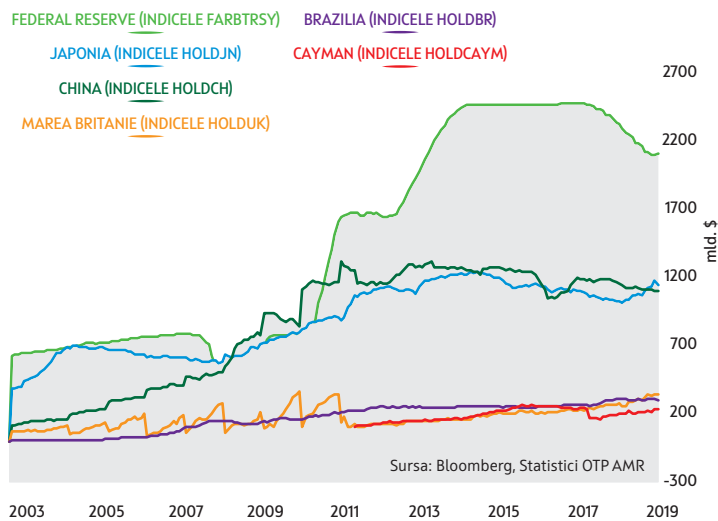
În al doilea rând, stocul datoriilor guvernamentale acumulate în ultimii 10 ani pune presiune pe principalele bănci centrale să mențină o politică monetară relaxată, motiv pentru care ne așteptăm ca dobânzile maxime ce urmează a fi înregistrate în următorul ciclu de creștere al dobânzilor să fie cu mult inferioare celor înregistrate în trecut.

Datorie SUA/GDP și titlurile SUA la 10 ani



În al treilea rând, Băncile Centrale (FED, BCE, BOJ) au devenit principalii deținători de obligațiuni suverane și corporative. Dacă ne uităm la randamentele titlurilor de stat americane la 10 ani (UST 10Y) putem spune că suntem aproape să înregistrăm 4 decade ale unui superciclu de scădere al dobânzilor.

Deținătorii datoriei SUA

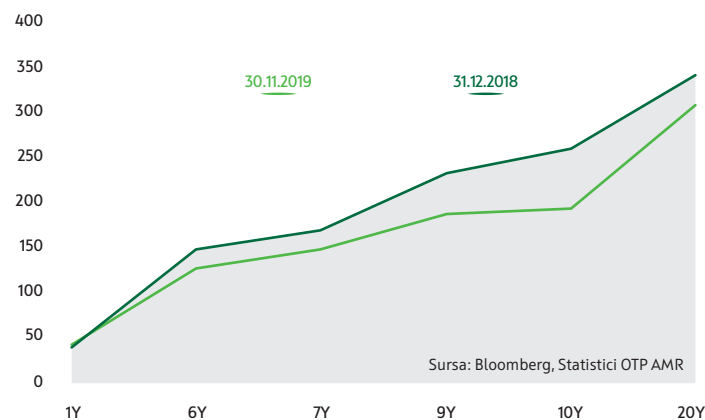


În ceea ce privește obligațiunile de stat ale României, acestea au avut o evoluție mixtă până aproape de finalul lunii mai 2019, când au intrat pe un trend ascendent odată cu rezultatele alegerilor europarlamentare. Marii câștigători au fost PNL și alianța USR Plus, formațiuni care au promis reversarea prevederilor OUG 114/2018 și a efectelor negative ale acestora asupra băncilor, asupra fondurilor de Pensii Pilon II și a companiilor de energie și utilități. Ținând cont că procentul deținerilor nerezidenților de titluri de stat românești nu a crescut semnificativ, putem trage concluzia că evoluția pozitivă a obligațiunilor în lei emise de România, se datorează investitorilor locali (băncile și fondurile de Pensii Pilon II fiind cei mai mari cumpărători).

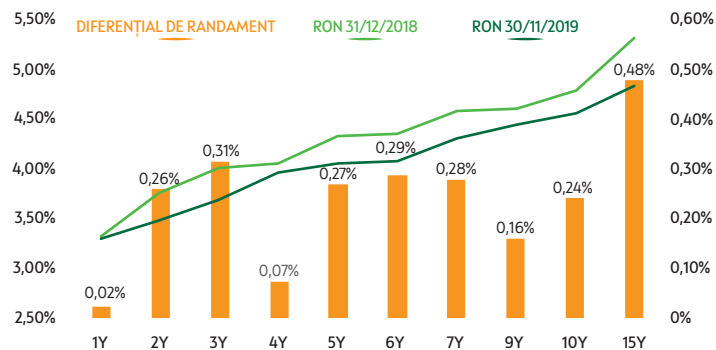
Guvernul Dăncilă a picat testul de încredere în Parlament pe 10 octombrie 2019, iar la începutul lui noiembrie a fost investit Guvernul condus de Ludovic Orban (PNL). Noul ministru de finanțe a prezentat o situație a finanțelor României mai rea decât așteptau piețele financiare, totuși a dat asigurări că

perspectivele pot crește așa cum este prevăzut, ceea ce pune o presiune foarte mare pe bugetul României în 2019, dar mai cu seamă în 2020. Ca o primă reacție, agenția de rating Standard & Poor's a anunțat că a revizuit perspectiva României de la stabilă, la negativă, unul dintre motive fiind depășirea țintei de deficit bugetar pentru acest an, iar dacă nu vor fi luate măsuri compensatorii (creșterea colectării și a taxelor care să echilibreze bugetul de stat) agenția ar putea să scadă ratingul României în următoarele 24 de luni. Datorită necesarului mare de finanțat au apărut știri legate de ieșirea României pe piețele internaționale cu emisiuni de până la 5 mld EUR până la finalul Q1 2020. Obligațiunile României în RON, EUR și USD au înregistrat corecții pe fondul acestor știri.

Spread Obligațiuni RO în euro vs Bund german (bp)

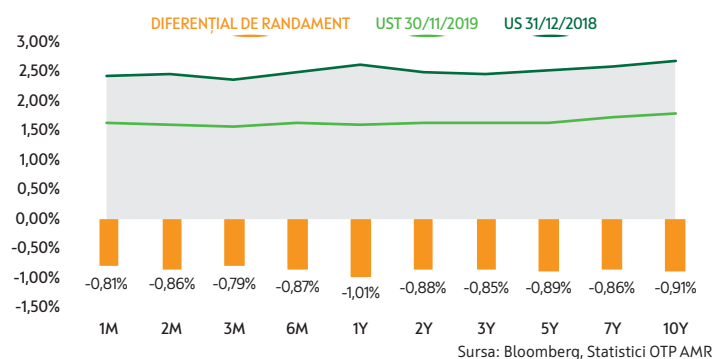


Evoluția curbei titlurilor de stat românești în 2019



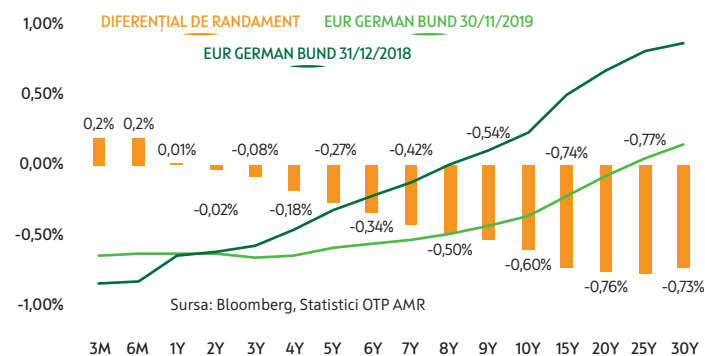
Sursa: Bloomberg, Statistici OTP AMR

Evoluția curbei titlurilor de stat americane în 2019



Sursa: Bloomberg, Statistici OTP AMR

Evoluția curbei titlurilor de stat germane în 2019



Sursa: Bloomberg, Statistici OTP AMR

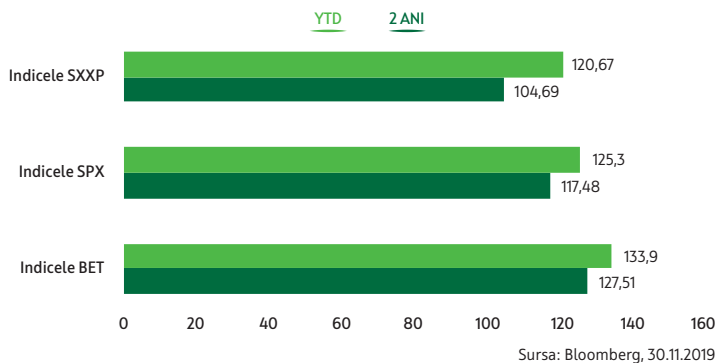
ACȚIUNI

Pentru a înțelege mai bine evoluțiile piețelor de acțiuni din anul 2019 trebuie să ne aducem mai întâi aminte de ce s-a întâmplat la finalul anului 2018. Anul 2018 a fost un an al recordurilor negative pe care investitorii ar prefera să-l uite cât mai rapid. Putem spune că anul 2018 a însemnat anul revenirii volatilității extreme pentru indicii americani. Istoric, indicele Dow Jones a înregistrat mișcări de peste 1,000 de puncte într-o singură ședință, de 8 ori în toată istoria sa, din care 5 au fost în 2018. Mai mult decât atât, indicele S&P 500 a înregistrat evoluții de peste 1%, de 9 ori în decembrie 2018, comparativ cu 8 ori în 2017 și 64 pentru tot anul 2018. Dacă în cazul indicilor europeni aceștia s-au depreciat pe parcursul întregului an 2018, în cazul indicilor americani și cei locali, scăderile au început în Q4 2018, culminând cu scăderile puternice din luna decembrie 2018. În Q4 2018 investitorii au fost nevoiți să se confrunte cu creșterea ratelor dobânzilor băncii centrale din SUA, cu încetinirea accentuată a încrederii în afaceri în Zona Euro, și cu o creștere mai slabă a economiei Chinei. De asemenea, am asistat la creșterea preocupărilor geopolitice (inclusiv Brexit, politica italiană și conflictul comercial continuu dintre SUA și China). Toate acestea s-au dovedit a fi greu digerabile pentru investitori. În România, după un an 2018 bun pentru evoluția

indiciilor locali, în luna decembrie guvernul de la acea dată a emis o ordonanță de urgență (OUG 114/2018), care urma să afecteze aproape toate sectoarele de activitate prezente pe Bursa de Valori București.

Aceste evenimente au făcut ca baza de calcul pentru toți indicii globali, pentru anul 2019 să se situeze la niveluri reduse, astfel încât creșterile din 2019 par spectaculoase. Dacă însă ne uităm la evoluția indicilor la 2 ani, putem observa cu ușurință faptul că aceste creșteri pe 2 ani sunt aproximativ egale cu creșterea din 2019. Cu alte cuvinte, deprecierea din 2018 au stabilit etapa recuperării piețelor din 2019.

Evoluție 2 ani vs. evoluție YTD

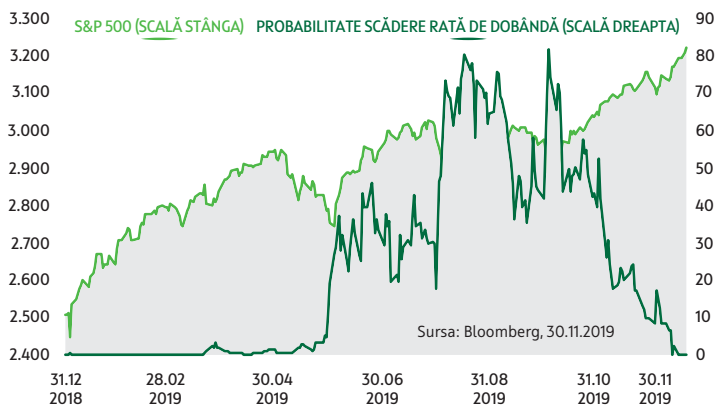


În SUA FED-ul a reacționat la evoluțiile din piețele de acțiuni, cât și la încetinirea creșterii globale devenind mai răbdătoare în ridicarea ratelor dobânzii. Mare parte a raliului de la începutul anului s-a bazat pe așteptările piețelor, potrivit cărora FED-ul nu va mai ridica ratele dobânzilor în următorii ani. De fapt, ținând cont de evoluția titlurilor de stat americane, se aștepta chiar o scădere a acestora. Scăderile piețelor de acțiuni de la finalul anului 2018, cel mai probabil au dus la descurajarea administrației americane în a mai ridica tarifele asupra Chinei pe parcursul primului trimestru al anului 2019. Până la sfârșitul lunii mai, atât piețele de acțiuni, cât și cele de obligațiuni

au înregistrat creșteri importante, moment în care administrația Trump a anunțat că va avansa în aplicarea tarifelor comerciale asupra Chinei.

Confruntate cu date economice slabe, riscuri provenind dinspre războiul comercial și o inflație scăzută, băncile centrale au venit înspre salvarea piețelor sub forma stimulilor monetari suplimentari. Anunțarea acestor stimuli a făcut ca atât acțiunile, obligațiunile corporative, cât și activele de refugiu, precum obligațiunile țărilor dezvoltate și aurul, să-și continue creșterile de la începutul anului. Odată cu acest anunț, piețele s-au așteptat la scăderi de dobândă, atât din partea FED, cât și a ECB, în plus din partea ECB se așteaptă chiar o reluare a QE. Toate acestea au susținut avansul activelor cu risc, deoarece scăderile de dobândă, cât și reluarea QE ar putea preveni o încetinire globală.

S&P 500 vs probabilitatea scăderii ratei de dobândă



În Q3 2019, după o vară cu volatilitate pentru activele cu risc, investitorii s-au întors din concediu, readucând acțiunile pe trendul ascendent, astfel încheind trimestrul pe zero. Încetinirea globală a fost compensată de scăderile de dobândă din SUA și Europa.

În ultima parte a anului piețele financiare au asistat la o reducere a tensiunilor geopolitice. Administrația americană și cea chineză s-au apropiat de un acord parțial cu privire la comerțul dintre cele 2 țări. Marea Britanie s-a îndepărtat de un Brexit dur după alegerile parlamentare, aducând un nou val de optimism în piețe.

De asemenea, FED a redus pentru a treia și ultima oară dobânda în anul 2019, astfel încheind un ciclu de 3 tăieri de dobândă.

Evoluția anuală a indicilor S&P 500, Eurostoxx 600 și BET în ultimii 10 ani

AN	S&P 500	EUROSTOXX 600	BET
2019	25,29%	20,66%	33,90%
2018	-6,24%	-13,24%	-4,77%
2017	19,42%	7,68%	9,44%
2016	9,54%	-1,20%	1,15%
2015	-0,73%	6,79%	-1,11%
2014	11,39%	4,35%	9,07%
2013	29,60%	17,37%	26,10%
2012	13,41%	14,37%	18,74%
2011	0,00%	-11,34%	-17,68%
2010	12,78%	8,63%	12,32%
2009	23,45%	28,00%	61,68%

Sursa: Bloomberg, 30.11.2019

Cea mai bună performanță pentru indicii europeni în ultimii 10 ani

Și bursa locală a încheiat un an excepțional, puțini fiind aceia care se așteptau la așa ceva, după ce, la sfârșitul anului 2018 s-a publicat renumita OUG 114 care urma să afecteze aproape toate sectoarele economice prezente pe BVB. Odată cu începutul anului am asistat la o modificare a taxei pe activele băncilor, ceea ce a făcut ca acestea să ducă indicele BET pe un trend ascendent. În primăvara anului 2019 guvernul a scăzut cerința

de capital pentru fondurile de Pensii Pilon II ceea ce a făcut ca acestea să răsuflă oarecum ușurate, de la o cerință de capital suplimentară de 800 milioane de Euro, aceasta a fost scăzută la 75 milioane de Euro.

La mijlocul anului mai multe evenimente au readus optimismul în piață: aflarea rezultatelor pentru alegerile europarlamentare, cât și decizia MSCI de a reclasifica Argentina din piață de frontieră, în piața emergentă. Locul lăsat liber de către Argentina pe data de 28 mai, a făcut ca ponderea celorlalte țări incluse în indicii de frontieră să crească, ceea ce a dus la intrări de bani noi în aceste piețe. Rezultatele alegerilor europarlamentare au făcut ca investitorii să se aștepte la o anulare a prevederilor OUG 114/2018.

Toate acestea împreună cu rezultatele pozitive înregistrate de companiile locale, cât și nivelul ridicat al dividendelor plătite de către companiile listate la BVB au făcut ca indicele BET să fie unul dintre cei mai performanți indici bursieri la nivel global.

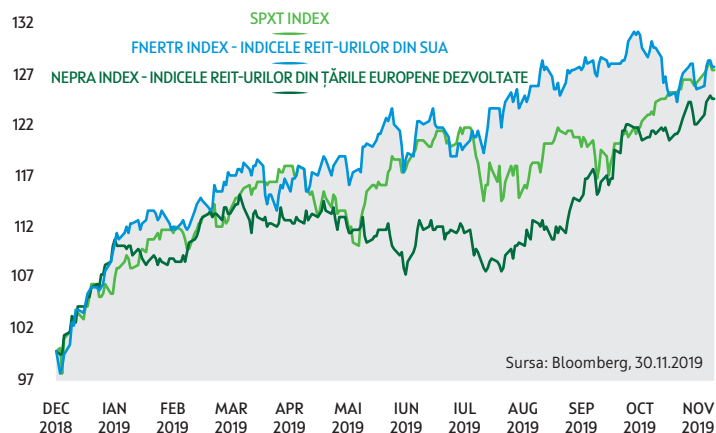
REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS (REITS)

După cea mai slabă lună decembrie din ultimii 43 de ani, REIT-urile americane (real estate investment trusts) au beneficiat de cea mai performantă lună ianuarie din aceeași perioadă, înregistrând o apreciere de peste 11.5%. Având o volatilitate asemănătoare cu a indicelui american de total return S&P 500 TR, trusturile de real estate au înregistrat performanțe notabile în anul recent încheiat.

Cea mai performantă lună ianuarie din ultimii 43 de ani

Indicii de real estate (Indicele american FNERTR și Indicele țărilor europene dezvoltate NEPRA), au fost corelați aproape în totalitate în luna ianuarie 2019, apoi au evoluat divergent până în luna august, atunci când indicele NEPRA a supraproformat, apreciindu-se cu peste 15% în următoarele patru luni.

Evoluția indicilor de Real Estate TR vs S&P 500 TR



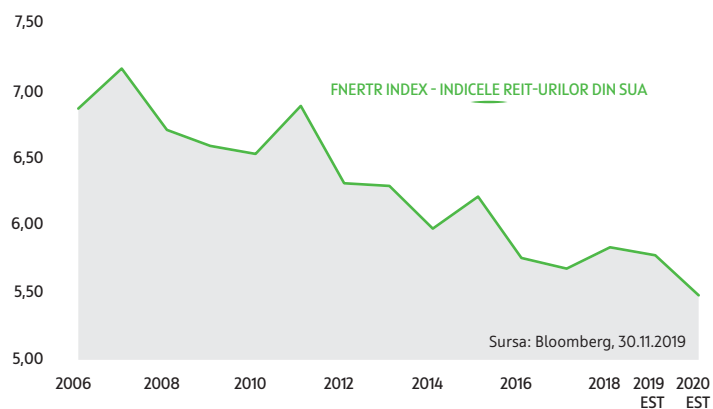
Putem afirma că anul 2019 a fost în oglindă cu ultima lună a anului 2018, iar acest fapt s-a datorat în principal schimbării sentimentului din piețele financiare. Ceea ce avea să fie un an foarte profitabil, a început ca unul plin de amenințări, printre care menționăm războiul comercial dintre SUA și China, o posibilă intrare în recesiune a principalei economii europene, cât și un Brexit dur. Toate acestea au dus la repoziționarea Rezervei Federale a SUA, printr-o ajustare a dobânzii de referință (trei scăderi succesive - mid-cycle adjustment), la care a reacționat și BCE (Banca Centrală Europeană), ducând dobânda de referință la -0.50%.

În acest fel, trusturile de Real Estate nu au devenit doar mai ieftine prin reevaluare, ci au beneficiat și de refinanțarea datoriei la o rată de dobândă mai mică. Într-o economie aflată la sfârșitul ciclului economic și într-un mediu de dobânzi descrescătoare, fluxurile de capital sunt direcționate către investițiile imobiliare în căutarea unui venit recurent, consistent și sigur. Dividendul mediu al REIT-urilor este în medie la un nivel de 4%, în comparație cu randamentul titlului de stat american de doar 1.8%.

Mai mult decât atât, bilanțul companiilor la sfârșitul anului

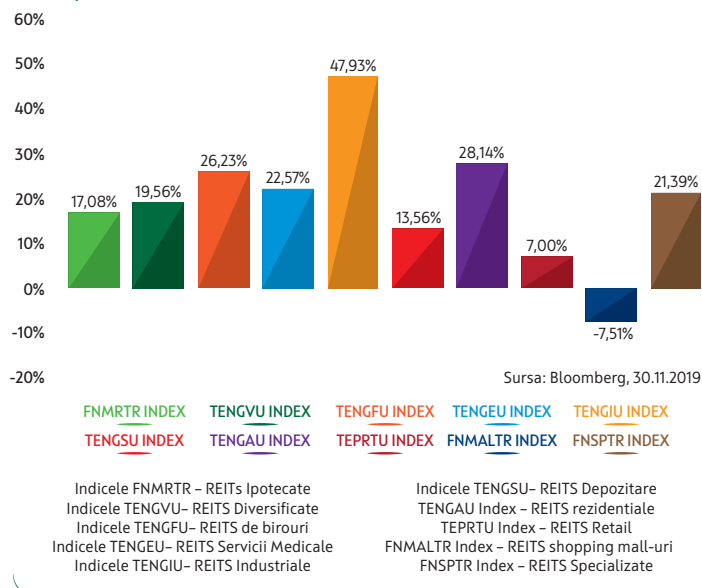
2019 se situează la un nivel solid, datorita acestora raportată la EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization - Profitabilitatea companiei) este la minimum ultimilor 13 ani.

Datoria netă raportată la EBITDA a Indicelui FNERTR



Într-o economie globală, uneori volatilă și condusă de incertitudine, REIT-urile care administrează centre de date și cele care dețin și operează infrastructura de telecomunicații (5G) au reprezentat în 2019 o combinație reușită între aprecierea capitalului și distribuția de venituri, fiind mai puțin sensibile la taxele vamale.

Evoluția subsectoarelor de Real Estate în 2019

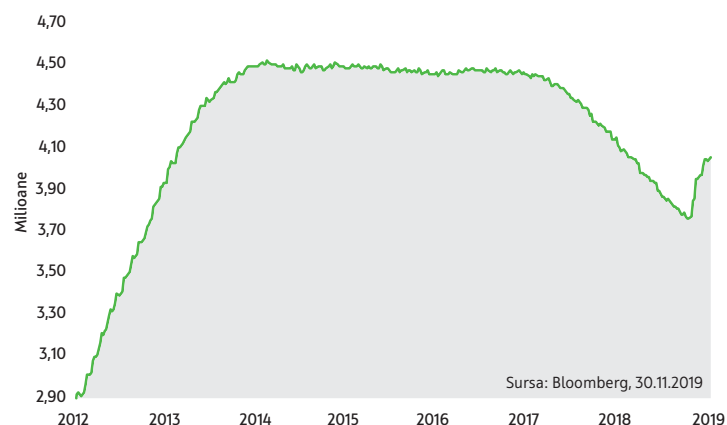


REIT-URILE INDUSTRIALE, VEDETELE ANULUI 2019

După cum anticipam în ediția trecută a acestei broșuri, trusturile care dețin și operează spații logistice (Reit-urile industriale, Indicele TENGVSU) au fost performerele anului 2019, pe fondul creșterii comerțului online. De remarcat a fost și performanța trusturilor din zona rezidențială (Indicele TENGVSU), fiind beneficiarele, în special în prima parte a anului, ale costului ridicat pentru împrumuturile ipotecare. În același timp s-a observat o creștere a cererii pentru apartamentele din zona premium, în special din partea generației Millennials. Spațiile de birouri (Indicele TENGVSU), REIT-urile specializate (Indicele TENSPTTR), cât și cele din zona healthcare (Indicele TENGVSU) au oferit randamente consistente. De asemenea, REIT-urile care administrează portofolii de MBS-uri (Mortgage-backed securities – Indicele FNMTR) s-au remarcat în a

doua jumătate a anului, după prima tăiere de dobândă a Rezervei Federale și după repornirea QE (Quantitative Easing), după cum se poate observa și în graficul de mai jos.

Valoarea totală a activelor deținută de Rezerva Federală



La polul opus s-au situat trusturile care dețin și administrează mall-uri. Cu toate că se tranzacționează la indicatori atractivi, acestea se confruntă cu un grad ridicat de faliment al chiriașilor, datorat în mare măsură expansiunii comerțului on-line.

A large, bold, white number '3' is centered in the upper half of the image, superimposed over a dramatic mountain landscape. The background features jagged, snow-capped mountain peaks under a cloudy sky, with a valley below showing a river and forested slopes.

Review 2019
OTP Asset Management România

Evoluția performanței fondurilor administrate 2019

	1Y	3Y	5Y	7Y	
OBLIGAȚIUNI	OTP ComodisRO [RON]	2,84%	6,91%	10,81%	22,40%
	OTP Dollar Bond [USD]	5,02%	7,03%	12,53%	n/a
	OTP Euro Bond [EUR]	4,58%	4,91%	10,37%	19,31%
	OTP Obligațiuni clasa R [RON]	6,52%	10,47%	17,63%	31,46%
	OTP Obligațiuni clasa I [RON]	7,32%	n/a	n/a	n/a
ABSOLUTE RETURN	OTP Euro Premium Return [EUR]	3,81%	-11,40%	n/a	n/a
	OTP Premium Return [RON]	10,36%	10,57%	19,23%	n/a
IMA	OTP Global Mix [RON]	10,44%	9,32%	n/a	n/a
	OTP Real Estate & Construction* [RON]	16,55%	n/a	n/a	n/a
ACȚIUNI	OTP Avantis RO [RON]	29,72%	44,96%	65,68%	94,26%
	OTP Expert [RON]	29,08%	52,04%	n/a	n/a

*cu dividend inclus

Sursa: Statistici OTP AMR. Date la 31.12.2019

OBLIGAȚIUNI

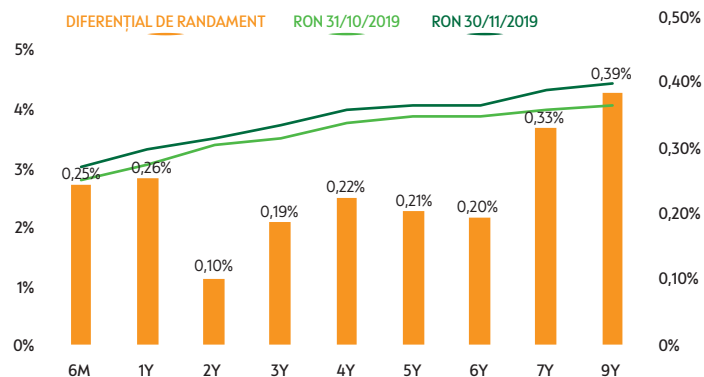
Am început anul 2019 sub cele mai bune auspicii datorită mesajului transmis de Guvernatorul FED în cadrul unei conferințe de presă ținută la finalul luni decembrie 2018. Am interpretat mesajul ca pe o schimbare de direcție a FED, de la o politică monetară restrictivă, la una relaxată.

Schimbare de direcție a FED, de la o politică monetară restrictivă, la una relaxată

După primele reduceri de dobândă din partea FED, investitorii au devenit mai optimiști în legătură cu politica BCE, așteptând măsuri suplimentare de relaxare a politicii fiscale. Noi am așteptat ca BCE să livreze peste așteptările pieței, ceea ce s-a și întâmplat și asta s-a reflectat în evoluția foarte bună a

obligațiunilor (suverane și corporative) denuminate în EUR. Contextul geopolitic (război comercial și Brexit) și schimbarea de direcție a FED erau favorabile obligațiunilor suverane, în special. Am început astfel, încă din luna ianuarie 2019 să lichidăm din obligațiunile cu cupon variabil (în special denuminate în USD) și am achiziționat obligațiuni suverane cu maturități medii și lungi (2026 - 2049). Am tranzacționat activ și am achiziționat obligațiuni emise de România în EUR încă din luna ianuarie 2019, atât de pe piața secundară, cât și participând la toate licitațiile României de pe piețele internaționale. Au fost achiziționate și obligațiuni corporative cu scadență scurtă și medie de pe piața secundară, cât și emisiuni noi.

Evoluția curbei titlurilor de stat românești în noiembrie 2019



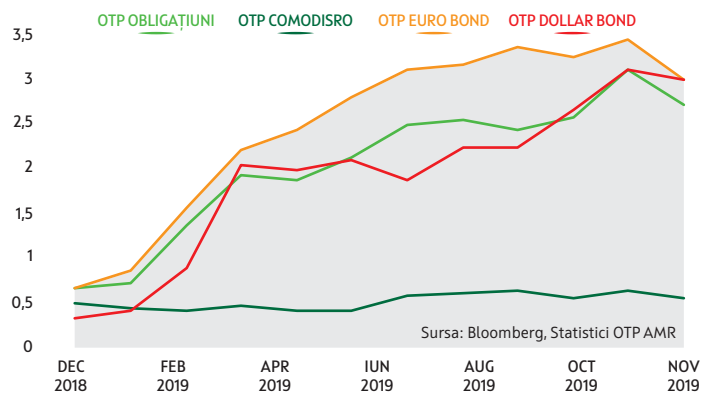
Sursa: Bloomberg, Statistici OTP AMR

Piața locală de obligațiuni s-a aflat sub semnul mișcărilor politice

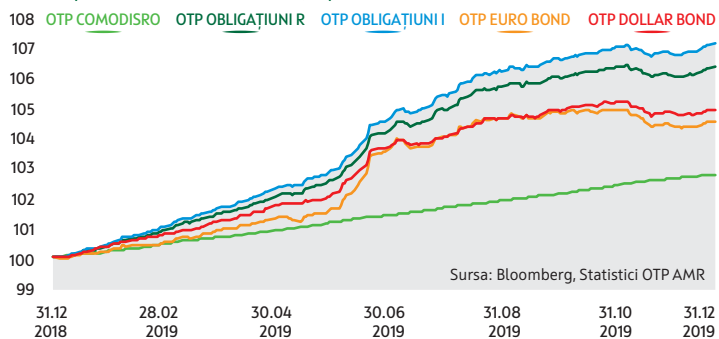
Piața locală de obligațiuni s-a aflat sub semnul mișcărilor politice. Randamentele au crescut (prețurile au scăzut) în prima parte a anului pe fondul incertitudinii ridicate. Începând cu luna mai 2019, randamentele obligațiunilor au intrat pe un trend descendent pentru ca începând cu luna august să asistăm la o inversare de trend ce a culminat în noiembrie cu

corecțiile de preț mai ample pe fondul unui deficit bugetar cu mult peste estimări. Costurile de împrumut ale României au crescut în decursul lunii noiembrie cu valori situate între 0.1%, până la 0.4% (de la 10bp la peste 40bp) ceea ce crează oportunități de achiziții, atât pentru obligațiunile suverane, cât și pentru cele corporative emise la final de an, la randamente atractive. În decursul anului am achiziționat obligațiuni suverane și corporative cu maturități de la 1 an, la 12 ani, crescând indicatorul Modified Duration pe toate fondurile noastre de obligațiuni.

Evoluția indicatorului Modified Duration

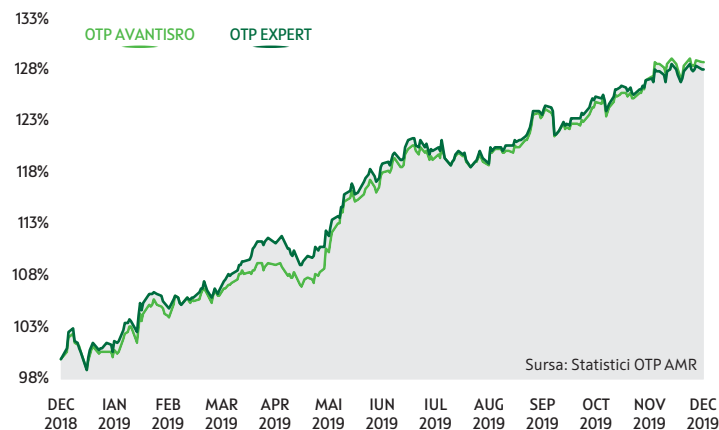


Evoluția fondurilor de obligațiuni în ultimul an

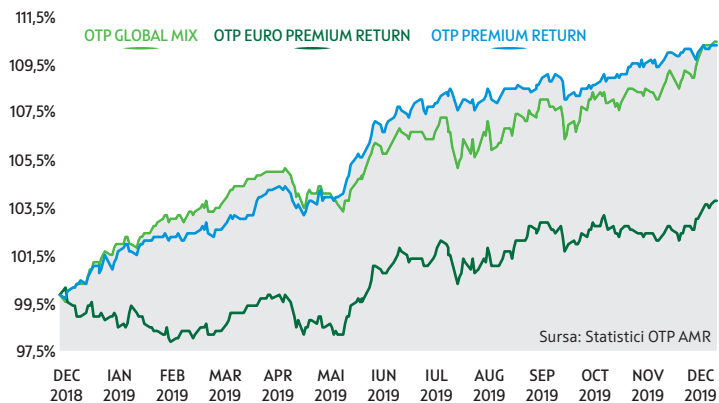


ACȚIUNI

Evoluția fondurilor de acțiuni OTP Asset Management în 2019



Evoluția fondurilor Multi-Asset și Absolute-Return OTP Asset Management în 2019

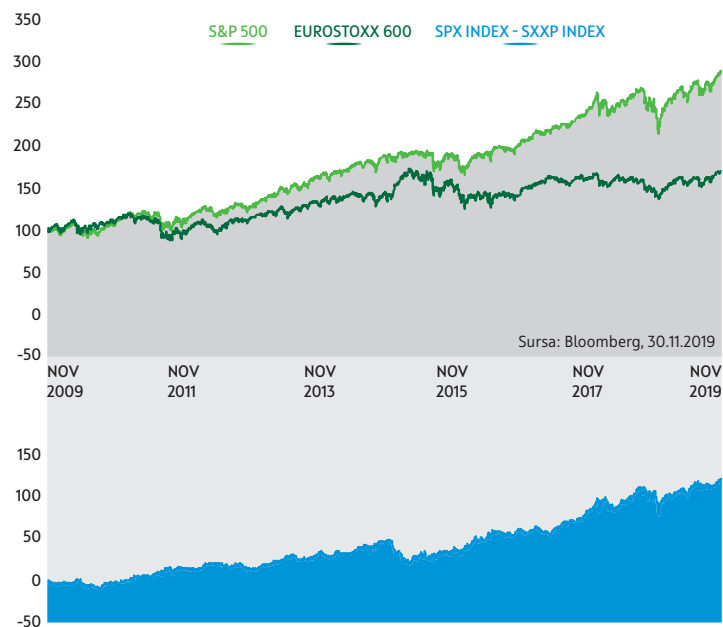


Comparativ cu anii anteriori în care am identificat teme investiționale, în care avem convingeri puternice, pe care le-am implementat la nivelul fondurilor, în anul 2019 am schimbat această abordare. Această schimbare de abordare a fost efectuată deoarece investițiile prin teme investiționale aduc randamente pe termen lung, astfel rezultatele se văd în decursul câtorva ani. Pe de altă parte, printr-o astfel de abordare riscăm să nu beneficiem de oportunitățile de moment oferite de piețele financiare. În aceste condiții, abordarea a fost de tranzacționare activă, oportunistă. În anii anteriori expunerea pe acțiuni era împărțită aproximativ egal între companii europene și americane, cu toate că evaluările companiilor europene erau mult mai atractive decât ale celor americane. În anul 2019 am crescut ponderea companiilor americane deoarece, după cum am văzut în ultimii ani, acestea rezistă mult mai bine în cazul unor șocuri. De asemenea, și revenirile sunt mult mai agresive decât în cazul companiilor europene. În plus factorii decidenți din SUA (FED, președintele, etc.) sunt mult mai atenți la evoluția bursei, decât în Europa, unde nu există o astfel de abordare. Tocmai din această cauză scăderile pe companiile europene sunt mult mai abrupte decât în cazul celor americane, iar revenirile mult mai încete. Cu toate că spread-ul dintre piața americană și cea europeană s-a redus la sfârșitul anului 2018, așteptările noastre, legate de faptul că piața americană va continua să supraperformeze comparativ cu cea europeană, s-au adeverit.

Acțiunile americane au continuat să supraperformeze comparativ cu cele europene

În cazul companiilor americane le-am ales pe acelea care au o capitalizare ridicată în indicele S&P 500, acestea influențând într-o mare măsură și evoluția indicelui. Astfel, ponderea acestor companii în structura portofoliului a crescut comparativ cu cele europene. Această diferență provine și din faptul că pe parcursul anului 2019 am redus total expunerea pe sectorul auto european, deoarece așteptările noastre au fost depășite,

Evoluția indicelui S&P 500 vs. Indicele Eurostoxx 600



în sens negativ, de către planurile companiilor de a investi masiv în zona autovehiculelor electrice. Rezultatul acestor investiții va fi vizibil în câțiva ani de zile.

În Europa am mizat pe companii financiare cu dividende ridicate, acestea făcând ca, indiferent de câștigurile de capital, câștigurile din dividende să poată compensa eventualele pierderi. De asemenea, există o probabilitate mare să avem un acord inițial între China și SUA, legat de comerțul între cele două țări. Considerând că acesta nu va rezolva, disputa pe tehnologia 5G și drepturile acordate companiei Huawei, am decis să investim în companii europene cu activitate în producția de echipamente 5G, cât și în producători asiatici de telefoane mobile cu sistem de operare Android. Utilizatorii telefoanelor Huawei pot face migrarea ușor către telefoanele Samsung în situația în care telefoanele chinezești nu vor mai

primi acces la tehnologia americană. Rezultatele acestei migrări ar putea fi vizibile în Q1 2020. Perioada sărbătorilor de iarnă este și sezonul când se înlocuiesc cele mai multe device-uri mobile, gadgets, etc.

Pe bursa locală, dacă la sfârșitul anului 2018 aveam cea mai mică expunere pe acțiuni românești din ultimii 5 ani, iar expunerea pe bănci era nulă, pe parcursul anului 2019 acestea s-au schimbat. În primele două luni am reintrodus acțiuni din sectorul financiar bancar în portofoliu, crescând ponderile acestora spre maximul permis de legislație, până la mijlocul anului 2019. Această decizie s-a bazat pe faptul că rezultatele companiilor au fost solide în ciuda OUG 114/2018, în plus prevederile inițiale ale OUG au fost modificate. De asemenea, am mizat pe companiile energetice care au înregistrat rezultate bune și au plătit dividende generoase investitorilor. În anul 2019 nu am mizat pe companiile de utilități și servicii, ponderea acestora în portofoliul fondului fiind redusă comparativ cu ponderea lor în benchmark-urile fondurilor. În prima parte a anului am majorat și ponderea pe societățile de investiții financiare, rezultatele văzându-se însă în a doua parte a anului când pragul de deținere a fost ridicat.

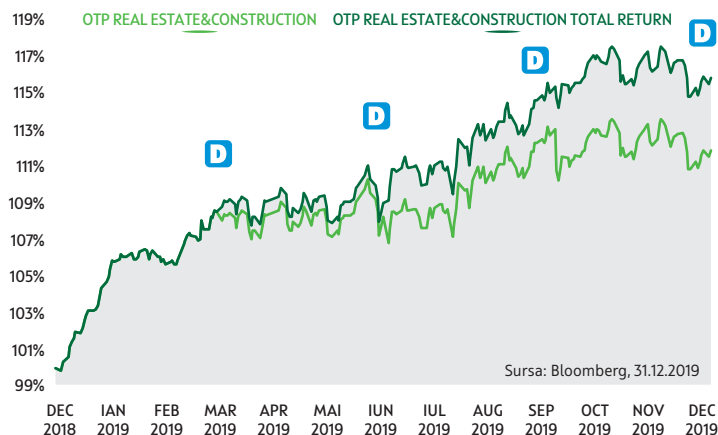
REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS (REITS)

OTP Real Estate & Construction a plătit în anul 2019 patru dividende trimestriale în valoare totală de 26,03 lei/unitate de fond, reprezentând un randament al dividendului de 5,51%.

Am mizat puternic pe REIT-urile Industriale

În contextul menționat mai sus, definit de re poziționarea Rezervei Federale, portofoliul fondului OTP Real Estate & Construction a fost rebalansat chiar de la începutul anului 2019. Am mizat puternic pe REIT-urile Industriale, a căror pondere a crescut de la 3.79% (decembrie 2018) până la 19.96% (noiembrie 2019), sector care a supraproformat. În același timp am introdus un nou subsector, cel al trusturilor specializate,

Evoluție OTP Real Estate & Construction în 2019



mizând în special pe companiile care dețin și operează centre de date precum Equinix, companie care a ocupat prima poziție a portofoliului. Aceasta s-a apreciat cu 63.57% (inclusiv dividendele distribuite) până la finalul lunii noiembrie 2019. Totodată, am crescut ponderea companiilor din zona rezidențială, care dețin și operează apartamente și case, în special din zona premium din punct de vedere al confortului, dar și al prețului. Acestea nu au dezamăgit, situându-se printre performerele anului, pe fondul cererii crescute din parte generației Millennials.

Reit-urile ipotecare au scăzut ca pondere de la peste 20% la aproximativ 15%. Acestea oferă stabilitate portofoliului și un flux de numerar ridicat, comparativ cu celelalte subsectoare. Pentru diversificare, am păstrat relativ constante ponderile companiilor din zona construcțiilor și a serviciilor medicale și am redus expunerea pe centrele comerciale. În același timp am eliminat Reit-urile care dețin mall-uri, cât și ponderea celor diversificate.

A large, bold, white number '4' is centered in the upper half of the image, superimposed over the mountain range. The background is a high-angle, wide shot of a mountain valley. The foreground shows steep, rocky slopes with patches of green vegetation and dense evergreen forests. In the middle ground, a wide, light-colored valley floor, possibly a dry riverbed or a glacial deposit, leads towards a range of jagged, snow-capped mountains in the distance. The sky is filled with large, white, fluffy clouds, and the overall lighting is bright, suggesting a clear day.

Așteptări

OBLIGAȚIUNI

În 2020 ne așteptăm la o încetinire a creșterii economice la nivel global, valorile înregistrate în SUA și țările Uniunii Europene să fie sub cele din 2019. Odată cu alegerile câștigate de Boris Johnson în Marea Britanie, ne așteptăm ca în prima parte a anului 2020 să asistăm la finalizarea primei etape a Brexit-ului. Cel mai probabil, incertitudinea se va menține pe fondul alegerilor prezidențiale din SUA și a războiului comercial dintre SUA și China (și posibilul război comercial dintre SUA și UE). Nu trebuie să uităm că ne aflăm în cel mai lung ciclu de creștere economică din SUA (130 luni de creștere înregistrate în decembrie 2019) și chiar dacă nu sunt semnale clare că pe parcursul anului 2020 economia mondială va intra în recesiune, credem că suntem relativ aproape de finalul acestui ciclului economic. În contextul celor menționate mai sus, ne așteptăm ca băncile centrale (FED, ECB) să rămână în expectativă, să continue politica monetară relaxată și să fie pregătite să intervină la nevoie. Rămânem astfel pozitivi, atât pe obligațiunile denominate în USD, cât și pe cele denominate în EUR. Credem că obligațiunile corporative și cele ale țărilor emergente -precum România- au pe termen mediu un potențial mai mare de câștig față de obligațiunile cele mai sigure (rating A, AA, AAA).

Rămânem astfel pozitivi, atât pe obligațiunile denominate în USD, cât și pe cele denominate în EUR

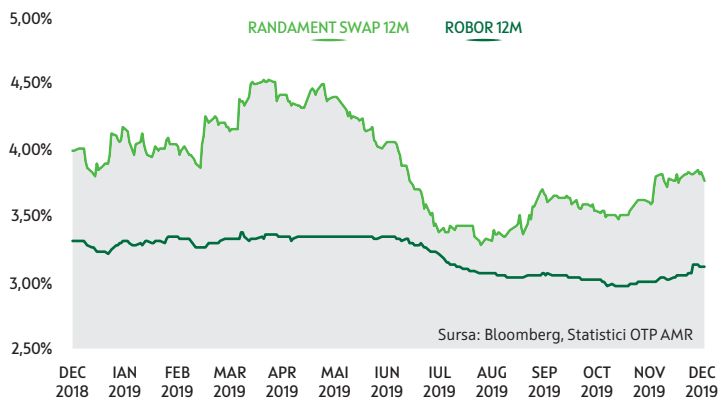
Anul 2020 este un an electoral important în România, cu alegeri, atât locale, cât și parlamentare. În contextul anului electoral 2020 există o probabilitate mică spre medie ca actualul guvern să nu implementeze politicile fiscale necesare pentru echilibrarea deficitului bugetar, caz în care sunt șanse ridicate ca în decursul anului 2020 să asistăm la declanșarea procedurii de deficit excesiv, cât și la reducerea ratingului de țară pentru România din partea S&P. Procedura de deficit excesiv poate fi declanșată în cazul în care o țară membră are

un deficit bugetar care depășește 3% din PIB, iar la finalul lunii aprilie 2020 o să primim confirmarea. În condițiile în care România a fost în 2019 singura țară membră a UE cu deficit de peste 3% și în lipsa unor măsuri fiscale de balansare a deficitului credibile (creșteri de taxe sau eliminarea tuturor excepțiilor asupra cotei unice care fac ca, de facto, România să aibă impozit regresiv, nu cotă unică), există o probabilitate ridicată de declasare a procedurii de deficit excesiv.

În contextul celor menționate mai sus, volatilitatea este cuvântul de ordine pentru obligațiunile emise de România în EUR, USD sau RON. Dacă ne uităm la randamentele la care se tranzacționează obligațiunile emise de România putem spune că în prețuri/randamente este deja inclusă pierderea ratingului de „investment grade” a României din partea S&P. Astfel că, momentele de corecție suplimentare pot reprezenta momente bune de creștere a expunerii pe obligațiunile României.

Dacă ne uităm la randamentele la care se tranzacționează obligațiunile emise de România putem spune că în prețuri/randamente este deja inclusă pierderea ratingului de „investment grade” a României din partea S&P

Randament EURRON swap 12M vs. ROBOR 12M



În zona fondurilor de obligațiuni denumite în RON sau USD, punctele SWAP EURRON și EURUSD ne așteptăm să aducă și în 2020 oportunități de investiții. Aceste oportunități au fost fructificate în 2019 și vom continua să menținem ridicată ponderea activelor denumite în EUR și a contractelor SWAP pentru a maximiza randamentele fondurilor.

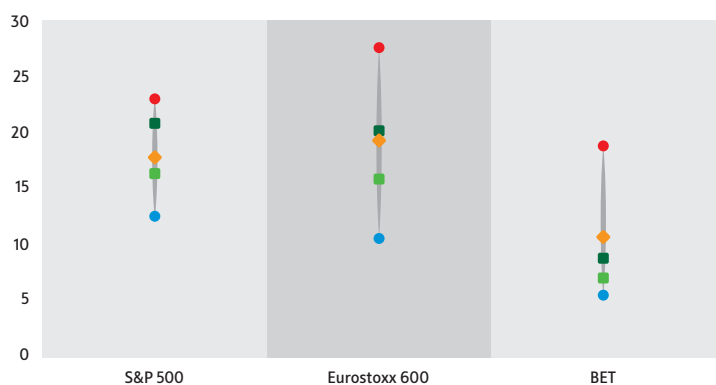
ACȚIUNI

La final de 2018 asistăm la temeri legate de creșterea ratelor de dobândă, o încetinire a creșterii economice și o escaladare a războiului comercial. De asemenea, tot atunci se vorbea despre cel mai lung *trend bull* din istorie. După un an, toate acestea nu s-au confirmat: odată cu scăderea ratelor de dobândă de către FED și temerile privind încetinirea creșterii globale s-au redus, în războiul comercial asistăm la un prim acord între cele 2 părți, iar *trend bull* a depășit 11 ani.

În pofida creșterii din 2019, acțiunile românești și europene sunt încă ieftine.

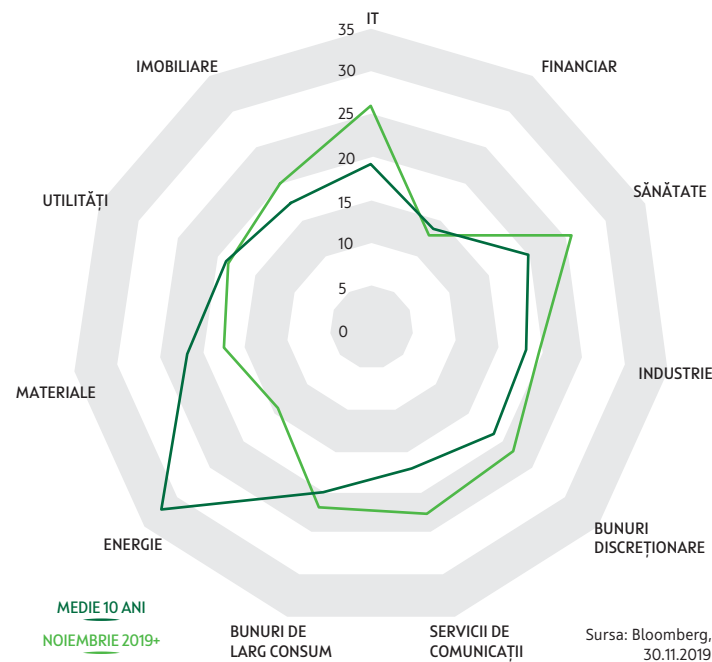
Ținând cont că în ultimii 10 ani indicele S&P 500 a adus un randament de peste 250%, iar acțiunile globale mai mult de 100%, după creșterile din 2019 este rezonabil să ne așteptăm la o rentabilitate redusă în 2020. Creșterile au fost influențate și de către evaluările companiilor, care, după scăderile din 2018, au făcut ca acestea să se tranzacționeze la un nivel atractiv prin prisma evaluărilor pe baza profiturilor. Dacă ne uităm la evoluția PER înregistrată de S&P 500, Eurostoxx 600 și BET în decembrie 2018 putem observa faptul că acest raport, se afla mult sub media istorică, astfel încât, acel moment a marcat un bun punct de intrare pentru majorarea expunerii pe acțiuni. Dacă este să comparăm PER-ul indicilor din decembrie 2018, cu cel de la 30 noiembrie 2019, se remarcă ceva și mai interesant: dacă PER-ul indicelui S&P 500 și-a depășit media din ultimii zece ani și s-a apropiat de maximul acestor ani, în Europa, după toate creșterile din 2019, PER-ul abia și-a depășit media multi-anuală.

Evoluție PE 2010-2019



Sursa: Bloomberg, 30.11.2019

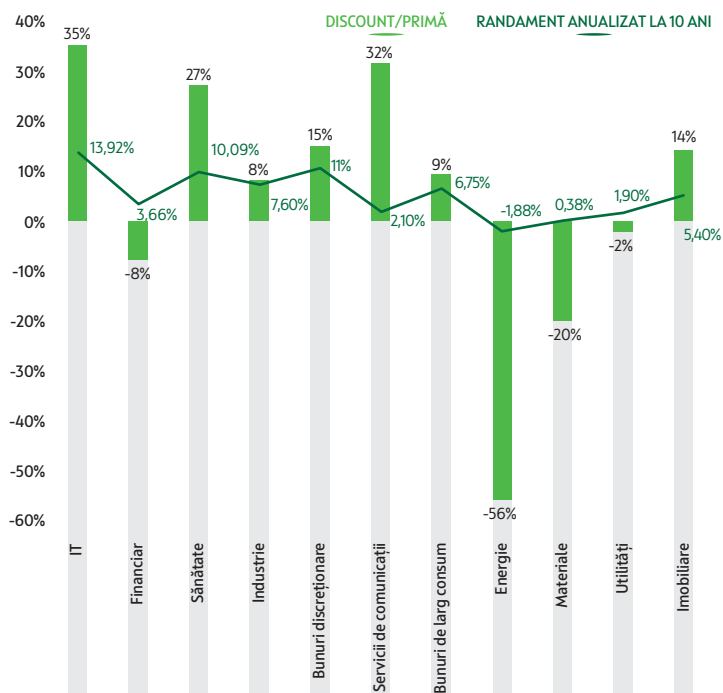
MSCI sectoare de activitate



Sursa: Bloomberg, 30.11.2019

Cu toate că în SUA evaluările companiilor sunt ridicate, sentimentul investitorilor pare să rămână pozitiv așteptându-se la o creștere economică în 2020 ținând cont de piața muncii și cheltuielile solide ale consumatorilor.

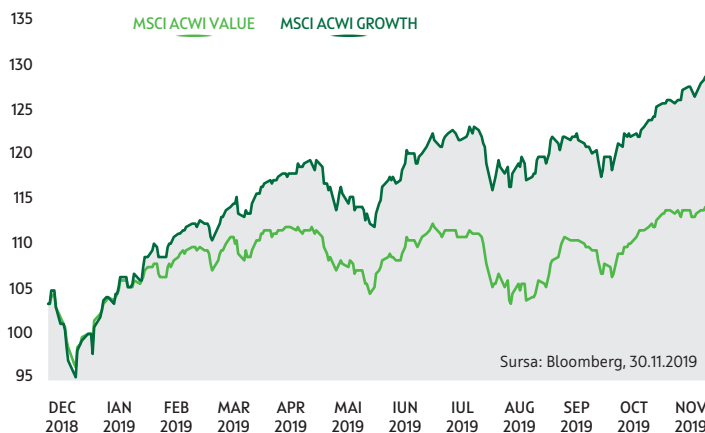
Sectoare globale MSCI - discount/prima PE & randamente anualizate (10 ani)



Sursa: Bloomberg, 30.11.2019

Raportul PE al câtorva dintre sectoarele bursiere globale se situează mult deasupra mediei lor la 10 ani în ciuda creșterii reduse din ultimii ani. Acestea includ chiar și sectoare defensive, precum cel al bunurilor de consum pentru care, până în Q3 2019 investitorii erau dispuși să plătească o primă semnificativă pentru siguranță. Pe de altă parte, sectorul tehnologic se tranzacționează la cea mai mare primă, însă pentru un

Indicele MSCI ACWI Growth vs Indicele MSCI ACWI Value



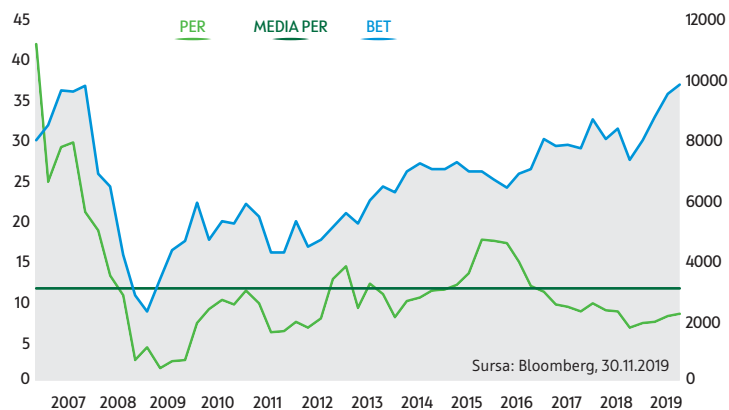
motiv bun: sectorul a generat cea mai mare creștere a veniturilor în ultimii ani.

Creșterile din ultimul an, au împins companiile *growth* să se tranzacționeze la multipli ridicați, astfel cele de tip *value* au ajuns să se tranzacționeze foarte ieftin. Ca și refugiu pentru anul 2020, ar fi de preferat companiile *value* doar din prisma evaluărilor.

Evoluția acțiunilor românești susținută de avansul profiturilor

În România în schimb, după o creștere a indicelui BET de peste 30% de la începutul anului, PER-ul nici măcar nu și-a depășit media multi-anuală. Astfel, putem spune că această apreciere a indicelui este susținută de creșterea mult mai mare a profiturilor. În graficul din pagina următoare se poate observa faptul că din anul 2009 până în anul 2016 evoluția PER-ului avea aceeași mișcare ca și cea a indicelui BET. Indicele s-a apreciat mai mult decât creșterea profiturilor, însă din anul 2016 acest trend s-a schimbat în sensul în care asistăm la o divergență. Profiturile companiilor sunt mult mai ridicate decât creșterea indicelui BET. Din acest punct de vedere companiile românești sunt în continuare de preferat și în anul 2020, în special cele cu un randament al dividendului ridicat.

Evoluția PER a indicelui BET



REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS (REITs)

Pentru anul 2020 perspectiva generală este una pozitivă, însă variază de la un subsector la altul. Pe de o parte avem sectoarele care evoluează bine din punct de vedere fundamental și care se tranzacționează la primă (prețul de tranzacționare peste valoarea activelor), precum și sectoare care experimentează un mediu cu multe provocări și care se tranzacționează la discount (prețul de tranzacționare sub valoarea activelor). În prima categorie putem include companii din zona infrastructurii de telecomunicații, centrelor de date, rezidențială și industrială. Credem că acestea vor putea să-și ducă la bun sfârșit proiectele de creștere prin atragerea de capital și în acest fel vor putea oferi randamente atractive și în 2020.

Oportunități noi și vechi în 2020 în zona REITs

Mediul de dobânzi scăzute, cât și sumele semnificative care urmează să acceseze piața (numai în 2018 au intrat 50 mld dolari, iar în 2019 100 mld dolari) vor adăuga valoarea trusturilor de real estate și le vor face în continuare o opțiune atractivă comparativ cu alte investiții care oferă un randament al

venitului scăzut (titluri de stat, acțiuni). Estimăm o creștere a chiriilor și în același timp păstrarea unui grad ridicat de ocupare pentru sectoarele tranzacționate la primă.

În același timp se observă o revenire importantă a REIT-urilor din sfera serviciilor medicale care au beneficiat de reducerea costului capitalului și care au reluat achizițiile într-o piață destul de fragmentată. Pe termen lung, îmbătrânirea populației și creșterea speranței de viață rămâne principalul motor de creștere.

La polul opus, REIT-urile care se tranzacționează la discount precum centrele comerciale, mall-urile, cazinourile, hotelurile și spațiile de birouri vor fi nevoite, fie să-și elimine participația în clădirile cu un grad ridicat de neocupare, fie să dezvolte proiecte interne care să creeze valoare pentru acționari.

În linii mari ne așteptăm la un randament mediu de aproximativ 10% pentru anul 2020, incluzând dividendul oferit de companii, care tinde să fie de 4%, în medie. Totuși, riscurile care planează în jurul activității economice, sunt riscuri și pentru fundamentele REIT-urilor. Incertitudinea comercială, dar și o încetinire a economiei ar putea impacta cererea chirișilor.

A large, bold white number '5' is centered in the upper half of the image, overlaid on a dramatic mountain landscape. The background features jagged, snow-capped mountain peaks under a cloudy sky, with a valley below showing a mix of rocky slopes and dense green forests.

5

Riscuri

De fiecare dată când vorbim despre estimări asupra evoluției piețelor financiare trebuie să ținem seama că există o serie de riscuri semnificative care pot să determine modificări puternice la nivelul piețelor.

În aceste condiții, în acest capitol ne propunem să trecem în revistă o serie de riscuri majore care pot altera în mod semnificativ evoluțiile viitoare așteptate de către echipa de Investiții a OTP Asset Management România.

Războiul comercial și creșterea economică globală

Având în vedere că în prezent suntem în cel mai lung ciclu economic de creștere din istorie, există o probabilitate relativ ridicată ca acest ciclu de creștere să se întrerupă în viitorul apropiat. Chiar dacă în prezent principalii indicatori macro-economiци la nivel global ne indică doar o încetinire a creșterii economice internaționale, există un risc relativ ridicat să asistăm mai devreme sau mai târziu la o deteriorare profundă a evoluției economice în SUA, Uniunea Europeană, dar și la nivel global.

Din ce în ce mai multe companii americane își exprimă îngrijorarea și pesimismul referitor la politicile protecționiste practicate de către administrația Trump. În același timp, China, cu o economie care înregistrează o creștere din ce în ce mai scăzută și cu o datorie corporativă imensă în spate, își dorește foarte mult să se poată ajunge la un acord comercial cu SUA.

Asistăm în prezent la o încetinire a creșterii economice, atât în SUA, cât și la nivel internațional, marjele de profit ale companiilor fiind erodate de creșterea cheltuielilor cu forța de muncă, dar și de efectele politicilor protecționiste.

Războiul comercial agravează mediul deja foarte competitiv între SUA și China. Sancțiunile americane impuse unor companii de tehnologie din China, inclusiv Huawei, liderul tehnologiei 5G, este un exemplu. Multe guverne din economiile avansate, în special SUA, sunt îngrijorate de Strategia *Made in China 2025*, pe care China intenționează să o folosească pentru a deveni lider global în zece sectoare economice critice care includ produse IT&C, cum ar fi robotica

și producția de semiconductori. Aceste noi tehnologii, în special dezvoltarea rapidă a inteligenței artificiale (AI), sunt susceptibile de a aduce modificări semnificative la metodele actuale de producție.

O continuare sau o reaprindere la cote mai înalte a războiului comercial chino-american poate fi declanșatorul unei recesiuni, atât în cele două state protagoniste ale acestei confruntări, cât și la nivel global. O aterizare dură a economiei Chinei, o recesiune în SUA bazată pe o cerere slabă și încetinirea investițiilor de capital, toate acestea pot avea efecte puternice la nivelul piețelor financiare.

Evoluțiile politice din SUA și în Europa

Un alt factor de risc important pentru anul 2020 este reprezentat de incertitudinea legată de alegerile prezidențiale din SUA, alegeri programate pentru finalul anului. Aceste incertitudini se referă în primul rând la cele de ordin fiscal, dar și la cele privind posibile noi reglementări în domenii diferite ale economiei SUA.

În condițiile în care contracandidații democrați ai actualului președinte au în programele lor electorale o serie întregă de măsuri economice privind reglementarea unor domenii importante de activitate, cu impact în industria farmaceutică și de sănătate americană, sau cea privind tehnologia informației, este de așteptat ca estimările privind locatarul de la Casa Alba pentru următorii ani să fie o sursă constantă de volatilitate pentru piețele financiare.

Balansarea spre stânga a politicii americane, întărirea reglementărilor, inclusiv cele privind confidențialitatea și protejarea vieții private, taxarea companiilor din domeniul tehnologic, creșterea accentului pe economia verde și protejarea mediului în detrimentul industriilor clasice, pot avea impact asupra evoluției dorinței companiilor de a face investiții de capital și în cele din urmă vor avea impact asupra profiturilor viitoare.

Creșterea continuă a inegalității sociale și mișcările populiste

Pe fondul creșterii continue a inegalităților sociale, mișcările populiste în Europa au luat amploare. Indiferent dacă vorbim de Franța, Italia, Germania sau Polonia, mișcările populiste, liberale, naționaliste și anti-europene câștigă din ce în ce mai mulți adepți. Pe de altă parte, se poate observa că acestea ocupă locul lăsat liber de fostele partide de centru-stânga și centru-dreapta.

Mulți analiști au considerat că mișcările populiste au câștigat teren în primii ani după Criza economică din 2008 - 2009 datorită suferințelor economice prin care a trecut populația. Cu toate că în ultimii ani, economia Europei a creat noi locuri de muncă, șomajul a fost în scădere, micile afaceri au funcționat, partidele populiste și-au continuat creșterea. Acestea au reușit să impună pe agenda publică alte teme importante cum ar fi emigrația, pierderea suveranității naționale în fața unor organisme internaționale (Comisia Europeană, Parlamentul European, etc), liberalizarea și toleranța culturală, etc.

Ascensiunea acestor partide populiste poate duce la un moment dat la un derapaj major al politicilor publice a uneia sau a mai multor țări din Uniunea Europeană, cu consecințe asupra integrității monedei Euro sau chiar a UE. În mod evident într-un astfel de scenariu piețele financiare internaționale ar fi puternic impactate.

Conflicte armate, războaie înghețate

În continuare posibilitatea unui conflict armat deschis între NATO și Rusia are o probabilitate foarte scăzută, dar ținând cont de repercusiunile potențiale trebuie menționat.

Orice înrăutățire semnificativă a relațiilor deja fragile dintre NATO și Rusia, indiferent dacă vorbim de incidente la granița țărilor Baltice sau în Marea Neagră, poate avea impact asupra piețelor financiare globale.

Tot în aceeași notă putem aminti de riscurile emergente din zona Orientului Apropiat. Dosarul Iranian este cât se poate de actual și riscul declanșării unor conflicte deschise în zona Golfului Persic cu implicare Americană/Israeliană trebuie luat

în considerare. Un conflict deschis în Orientul Apropiat poate avea implicații extrem de puternice asupra aprovizionării cu petrol la nivel mondial și implicit poate duce la accentuarea încetinirii economiei mondiale.

CONTRIBUTORI



Dan POPOVICI
CEO
OTP Asset Management România



Frigyes Ferdinand HEINZ
Deputy CEO
OTP Fund Management
Ungaria



Mihály András Kovács
Senior Advisor
OTP Bank Nyrt.
Ungaria



Dragoș MANOLESCU, CFA
Deputy CEO
OTP Asset Management
România



Alexandru ILISIE
Investment Director
OTP Asset Management
România



Daniel Dumitrescu
Portfolio Manager
OTP Asset Management
România



Adrian ANGHEL
Head of Sales
OTP Asset Management
România

Note legale

Această comunicare nu conține o analiză comprehensivă a aspectelor descrise. Acest material este emis doar cu scop informativ și nu ar trebui interpretat ca fiind o sugestie, o invitație sau o ofertă de a iniția vreo tranzacție sau ca fiind vreo formă de recomandare de investiții și nu constituie un sfat legal, fiscal sau contabil. De asemenea, nu este și nu ar trebui să fie considerat ca fiind o recomandare de investiții în instrumente financiare, conform Regulamentelor ASF în vigoare.

Orice formă de reproducere sau redistribuire, inclusiv prin publicarea în întregime sau parțială pentru orice scop, este interzisă, cu excepția cazurilor în care există un acord scris exprimat de către OTP Asset Management România SAI SA. Deși informația din acest document a fost elaborată cu bună-credință, din surse pe care OTP Asset Management România SAI SA le consideră a fi de încredere, nu reprezentăm și nu garantăm acuratețea acestor date, iar astfel de informații pot fi incomplete sau condensate. Emitentul acestui material nu pretinde că informațiile prezentate în acest document sunt perfect precise sau complete. Cu toate acestea, se bazează pe surse disponibile publicului larg și considerate a fi, la nivel general, de încredere. De asemenea, opiniile și estimările prezentate în acest document reflectă o judecată subiectivă profesională la data originală a publicării fiind astfel susceptibile schimbărilor ulterioare, fără necesitatea vreunei notificări. Mai mult, nu pot exista garanții conform cărora piețele vor evolua în linie cu estimările prezentate. Opiniile și estimările reprezintă judecata noastră și se pot modifica, fără notificare.

OTP Asset Management România SAI SA este posibil să fi emis rapoarte care sunt diferite de sau inconsecvente cu informațiile exprimate în acest material și acesta nu se află sub obligația de a actualiza sau a menține la zi informațiile incluse aici.

OTP Asset Management România SAI SA prin fondurile pe care le administrează poate menține o poziție sau acțiunea ca vânzător sau cumpărător pe piață pe instrumentul financiar al oricărui emitent inclus aici. Acest document nu este intenționat să furnizeze baza pentru vreo evaluare a instrumentelor financiare dezbătute în acesta. OTP Asset Management România SAI SA nu acționează ca un fiduciar sau consultant pentru vreun posibil cumpărător al instrumentelor financiare descrise în acest document și nu este responsabil pentru determinarea legalității sau adecvării unei investiții în instrumentele financiare pentru niciun posibil investitor.

Acest material nu este intenționat să influențeze în niciun mod sau să fie considerat a fi un substitut pentru activitatea de cercetare și consultanță centrată pe obiectivele și restricțiile specifice de investiții ale destinatarului (inclusiv în ce privește aspectele fiscale) și astfel investitorii ar trebui să apeleze la consiliere financiară individuală. Înainte de achiziția sau vânzarea instrumentelor financiare sau angajarea serviciilor de investiții, vă rugăm să analizați prospectele de emisiune, regulile, documentele cheie destinate investitorilor (DIC) și orice alte documente relevante privind fondurile de investiții descrise în acest document, pentru a putea lua o decizie investițională în baza unei consultări solide. Vă rugăm să apelați la consultantul dumneavoastră competent pentru sfaturi privind riscurile, comisioanele, taxele, potențialele pierderi și orice alte condiții relevante, înainte de a lua o decizie investițională privind fondurile de investiții descrise în acest document. OTP Asset

Management România SAI SA, în conformitate cu legislația aplicabilă, nu își asumă nicio responsabilitate, obligație, garanție sau asigurare de niciun soi pentru orice fel de daună directă sau indirectă (inclusiv pierderi generate de investiții) sau pentru costurile sau cheltuielile, consecințele juridice detrimentale sau alte sancțiuni (inclusiv daune punitive sau consecvențiale) suferite de orice persoană fizică sau juridică, ca urmare a cumpărării sau vânzării de fonduri de investiții descrise în acest document, chiar dacă OTP Asset Management România SAI SA a fost avertizată de posibilitatea unor astfel de instanțe.

Citiți prospectul de emisiune și Informațiile Cheie Destinate Investitorilor (DIC) înainte de a investi în fonduri de investiții.

Performanțele anterioare ale fondurilor nu reprezintă o garanție a realizărilor viitoare. Prospectul de emisiune și Informațiile Cheie Destinate Investitorilor (DIC), precum și informații complete puteți obține de la sediile Distribuitorilor OTP Bank România, sediul OTP Asset Management România SAI SA, precum și pe website www.otpfonduri.ro. Toate drepturile rezervate – **OTP Asset Management România SAI SA** - Aleea Alexandru 43, Sector 1, 011822, București, Societate administrată în sistem dualist. Tel:+40313085563; Fax:+40313085555, office@otpfonduri.ro CUI22264941, ORC nr. J40/15502/15.08.2007, Decizie autorizație ASF nr.2620/18.12.2007, Înregistrată în Registrul ASF nr. PJR05SAIR/400023, Capital social: 5.795.323 RON. Înregistrare ANSPDCP Nr. 8236

Depozitar: Banca Comercială Română SA Sursa: OTP Asset Management România S.A.I. S.A

Distribuitor: OTP Bank România Strada Buzești, nr. 66-68, sector 1, București, România; cod de identificare fiscală RO 7926069, înregistrată în Registrul Bancar sub RB-PJR-40-028/1999.

OTP ComodisRO – Decizia ASF nr. 377/27.02.2008, Nr. Înreg. Registrul ASF CSC06FDIR/400049, Cod ISIN: ROFDIN0001C1

OTP Obligațiuni – Decizia ASF nr. 501/26.05.2011, Nr. Înreg. Registrul ASF CSC06FDIR/400048, Cod ISIN: ROFDIN0001B3

OTP Euro Bond – Decizia ASF nr. 1083/20.08.2010, Nr. Înreg. Registrul ASF CSC06FDIR/400069, Cod ISIN: ROFDIN0001J6

OTP Dollar Bond – Autorizația ASF nr. A/2/09.01.2014, Nr. Înreg. Registrul ASF nr. CSC06FDIR/400085, Cod ISIN: ROFDIN0001X7

OTP Global Mix – Autorizație ASF 230/29.10.2015, Nr. Înreg. Registrul ASF CSC06FDIR/400098, Cod ISIN: ROFDIN000275

OTP Premium Return – Aviz ASF 55/26.04.2016, Nr. Înreg. Registrul ASF CSC06FDIR/400099, Cod ISIN: ROFDIN0002A3

OTP Euro Premium Return – Autorizație ASF 231/29.10.2015, Nr. Înreg. Registrul ASF CSC06FDIR/400097, Cod ISIN: ROFDIN000283

OTP Real Estate & Construction – Autorizație ASF206/13.07.2018 Nr. Înreg. Registrul ASF CSC 06FDIR/400109, Cod ISIN: ROTOW22GGA16

OTP AvantisRO – Decizia ASF nr. 376/27.02.2008, Nr. Înreg. Registrul ASF CSC06FDIR/400050, Cod ISIN ROFDIN0001A5

OTP Expert – Autorizația ASF nr. 134/05.07.2017, Nr. Înreg. Registrul ASF CSC06FDIR/400104, Cod ISIN ROFDIN0002G0

Imagine copertă - Simon Migaj/Unsplash

Imagine capitol - Simon Fitall/Unsplash

Imagine antet conținut - Etienne Bösiger/Unsplash