

Analiză Macroeconomică și
Strategie

Raport Trimestrial
UniCredit Bank



4 octombrie 2016

“ Primele semne de încetinire a economiei ”

Perspective economice: Partidul Social Democrat, cel mai probabil, va câștiga alegerile parlamentare care vor avea loc pe 11 decembrie și va forma următorul guvern de coaliție. Indiferent de componența viitorului guvern, politica fiscală ar putea să devină mai restrictivă în S2 2017 pentru a menține deficitul bugetar sub 3% din PIB. Ne așteptăm ca investițiile să aibă din nou de suferit. Drept urmare, riscul principal al relaxării fiscale din trecut este o creștere economică mai slabă în următorii ani. Inflația ar putea rămâne aproape de țintă în 2017, iar BNR ar putea menține neschimbată dobânda de politică monetară pentru a preveni aprecierea leului.

Informațiile din acest raport conțin viziunea UniCredit Group asupra României, așa cum a fost inclusă în raportul CEE Quarterly, distribuit în data 29 septembrie 2016.

Primele semne de încetinire a economiei

PSD este favoritul pentru a forma viitorul guvern de coaliție

Partidul Social Democrat (PSD), cel mai probabil, va câștiga alegerile parlamentare programate pentru data de 11 decembrie, în timp ce Partidul Național Liberal (PNL) ar putea fi al doilea clasat. Mai multe partide mici se află în prezent în apropierea pragului de 5%, printre acestea numărându-se UDMR, ALDE și Partidul Mișcarea Populară (PMP) al fostului președinte Traian Băsescu. Rezultatul cel mai probabil este un guvern PSD-ALDE, care ar putea include PMP și/sau UDMR. O coaliție între PSD și PNL are o probabilitate mai mică și ar necesita ca cele două partide să obțină un procent similar de voturi și ca un număr ridicat de partide mici să intre în parlament. Cel mai puțin probabil în acest moment este un guvern condus de PNL, care în prezent este în urma PSD în sondaje cu 5-10pp.

Politica fiscală va trebui înăspriată în 2017

Indiferent de coaliția care va conduce România din decembrie, politicile guvernului vor fi constrânse de angajamentele fiscale din anii anteriori. Luând în calcul încetinirea creșterii economice și reducerea spațiului fiscal (de măsurile de tăiere a taxelor și creșterile salariale), noul guvern va trebui să înăsprească politica fiscală până la finalul anului 2017 pentru a menține deficitul bugetar sub nivelul de 3% din PIB. Acest prag nu ar trebui să fie depășit: cea mai mare parte a deficitului bugetar este înregistrată în ultimul trimestru al fiecărui an, astfel încât guvernul va ști exact cât de mult poate cheltui pentru a se încadra în ținta bugetară. În aceste condiții, unele dintre promisiunile din trecut ar putea fi amânate (cum ar fi creșterea de salarii în sistemul public sau reducerea cotei TVA cu 1pp la 19% în ianuarie 2017).

Creșterea economică va atinge un vârf în 2016

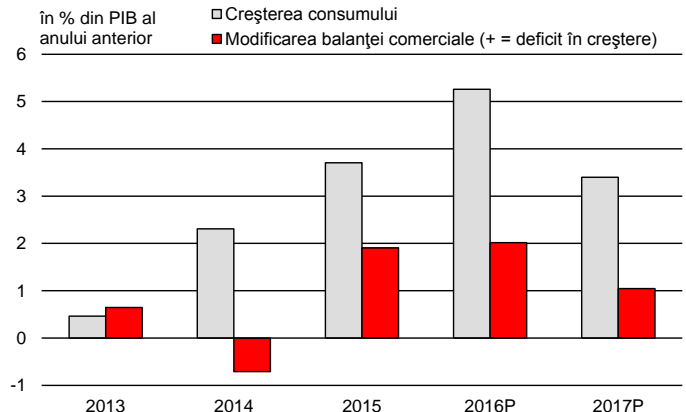
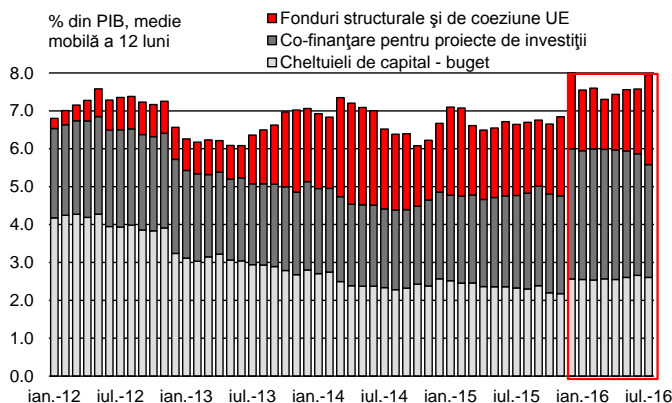
Investițiile publice vor fi probabil cele mai afectate de înăsprirea fiscală. Actualul guvern a finalizat cadrul de absorbție a fondurilor UE până în 2020, dar aceasta nu este o garanție pentru performanța viitoare. Cofinanțarea fondurilor UE de către stat și cheltuielile de infrastructură ar putea fi înlocuite de alte tipuri de cheltuieli publice, așa cum s-a întâmplat în 2012-2015. În aceste condiții, principalul risc fiscal nu este un deficit bugetar în creștere, ci o creștere economică mai lentă.

Creșterea PIB-ului ar putea ajunge în acest an la cel mai ridicat nivel după criza financiară, de 4,4%. Cu toate acestea, excluzând agricultura, creșterea a atins un maxim anul trecut (4,2% în 2015 față de 4,1% în 2016). Creșterea puternică a consumului privat ar putea genera importuri mai mari decât în toate celelalte țări din Europa Centrală (EC), având în vedere că producători locali nu reușesc să valorifice accelerarea vânzărilor cu amănuntul. De asemenea, exporturile vor crește mai lent decât în restul EC din cauza absenței proiectelor mari de investiții în ultimii ani.

CREȘTEREA CERERII INTERNE AR PUTEA ÎNCETINI ÎN 2017

Investițiile publice au crescut în 2016, dar ar putea să scadă în 2017

Creșterea consumului a dus la accelerarea importurilor



Sursa datelor: Markit, CZSO, UniCredit Research

Un semn încurajator este faptul că investițiile fixe cresc mai rapid decât în EC din trei motive: 1) România a continuat să atragă fonduri UE din exercițiul bugetar 2007-2013 chiar și în anul 2016, acestea ajungând la 2,9 miliarde de euro în primele opt luni ale anului; 2) guvernul actual cheltuiește mai mult decât anul trecut pe investițiile publice și, în special, pe cofinanțarea de fonduri UE; și 3) construcțiile rezidențiale înregistrează o revenire.

Primele semne de încetinire a economiei sunt deja prezente

Anticipăm o decelerare a creșterii economice până la 3,4% anul viitor, iar primele semne de încetinire ar putea fi vizibile începând de anul acesta. În primul rând, contribuția agriculturii la PIB va fi mai redusă (sau va lipsi) în anul 2017 după recolta foarte bună din 2016. În al doilea rând, creditarea nouă în lei a atins un punct de vârf în acest an și urmează să încetinească în 2017. În 2016, guvernul a alocat 2,7 miliarde de lei (0,4% din PIB) în garanții pentru programul Prima Casă (principalul element de susținere al creditelor ipotecare). Începând de anul viitor, autoritățile ar putea reduce valoarea garanțiilor și introduce un criteriu de eligibilitate bazat pe venit pentru a orienta programul către persoanele care au nevoie de asistență din partea guvernului. În al treilea rând, creșterea salariului real poate încetini anul viitor, pe fondul creșterilor mai mici de venituri și al inflației mai mari.

Inflația ar putea rămâne aproape de țintă...

Inflația anuală ar putea crește de la aproape zero la sfârșitul anului 2016 la peste 1% în T1 2017, atingând 2% în T2 2017. Cu toate acestea, nu ne așteptăm ca inflația să depășească ținta de 2,5%, chiar dacă prețul petrolului ar crește la 65 dolari/ baril până la finalul anului viitor. Principalele motive pentru această dinamică sunt: prețuri scăzute pentru alimente, importuri ieftine din zona euro și o contribuție mică la inflație a prețurilor administrate.

...iar BNR

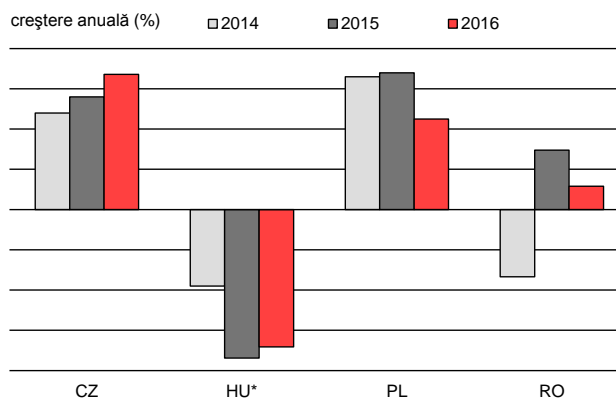
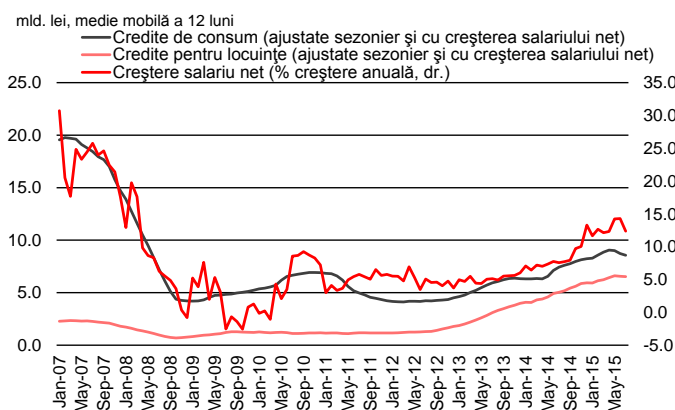
În cazul în care scenariul nostru de inflație va fi confirmat, BNR ar putea menține actualul nivel al dobânzii de politică monetară pe parcursul anului 2017. Mai mult decât atât, banca centrală poate amâna restrângerea coridorului de facilitate din jurul dobânzii de politică monetară din două motive: 1. o rată mai mare de depozit ar putea accentua intrările de capital în România și 2. un coridor de dobândă mai restrâns ar putea duce la o volatilitate mai mare pentru EUR-RON, ceva ce BNR încearcă să evite.

Leul rămâne o monedă mai puternică în termeni reali comparativ cu celelalte monede din regiune. Având în vedere că stocul de credite în valută se află încă la 45%, o depreciere puternică a leului rămâne exclusă. Astfel, EUR-RON ar putea să rămână în partea superioară a intervalului 4,40-4,50 pentru cea mai mare parte a anului 2017. Însă, o înăsprire monetară ar putea împinge cursul de schimb mai jos. În cazul în care refinanțarea creditelor din valută în lei va continua, EUR-RON poate depăși limita superioară a acestui interval.

TEMERILE LEGATE DE O SUPRÎNCĂLZIRE INDUSĂ DE EXAPANSIUNEA CREDITARII SUNT EXAGERATE

Creditarea nouă în lei a încetinit odată cu salariile

Ajustând evoluția cursului de schimb, creditele cresc mai încet decât în EC



Sursa datelor: UniCredit Research

Creșterea deficitului de cont curent și procesul de dezintermediere financiară sunt acoperite în continuare de investițiile străine directe și de intrările de fonduri UE, dar marja de acoperire este mai redusă decât în celelalte țări din EC, lăsând cursul EUR-RON expus fluxurilor volatile de capital.

Temerile legate de o supraîncălzire indusă de expansiunea creditării sunt exagerate

Temerile legate de o supraîncălzire a economiei indusă de expansiunea creditării sunt exagerate din trei motive. În primul rând, creșterea rapidă a creditării în lei este legată de o refinanțare treptată a creditelor din valută în lei. Deși ponderea creditelor în valută a scăzut cu aproximativ 6pp pe an în ultimii doi ani, stocul de credite în valută va rămâne peste mediile regionale pe termen mediu fără o conversie administrativă. În al doilea rând, creditele pentru locuințe rămân dependente de programul Prima Casă. Guvernul a majorat recent plafonul pentru programul Prima Casă (pentru a doua oară în acest an), dar volumul de garanții disponibile este mult mai mic decât în primul semestru al anului. Mai mult decât atât, limitarea prețului de achiziției a locuințelor la 70,000 de euro temperează creșterea prețurilor locuințelor. În al treilea rând, volumul de credite de consum nou-acordate a scăzut pe parcursul verii. Având în vedere corelația puternică a acestuia cu evoluția salariilor, încetinirea ar putea continua.

Dan Bucșa
Lead CEE Economist
UniCredit Research
+44 207 826 7954
Dan.Bucsa@unicredit.eu

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

Mihai Pătrulescu
Economist Senior
UniCredit Bank
+40 (0)21 200 1323
Mihai.Patrulescu@unicredit.ro

DATE MACROECONOMICE ȘI PROGNOZE

	2013	2014	2015	2016P	2017P
PIB (mld. EUR)	144.3	150.2	160.4	168.7	179.8
Populație (mln.)	20.0	19.9	19.9	19.8	19.8
PIB pe locuitor (EUR)	7,205	7,530	8,071	8,514	9,103
Economia reală, creștere anuală (%)					
PIB	3.5	3.0	3.8	4.4	3.4
Consum gospodării populație	0.7	3.8	6.1	8.6	5.4
Investiții fixe	-5.4	2.5	8.8	5.9	2.7
Consum colectiv sector public	-4.6	0.3	1.6	2.1	0.6
Exporturi	19.7	8.6	5.5	3.9	2.9
Importuri	8.8	8.9	9.1	8.7	5.3
Salariul nominal lunar (EUR)	507	531	576	640	689
Salariul real creștere an-la-an (%)	1.0	4.2	9.1	13.7	5.6
Rata șomajului (%)	7.1	6.8	6.8	6.2	6.0
Conturi fiscale (% din PIB)					
Balanța bugetară	-2.2	-1.4	-1.1	-3.0	-3.0
Balanța primară	-0.5	0.1	0.3	-1.6	-1.5
Datoria publică	38.0	39.8	38.4	38.9	39.5
Conturi externe					
Balanța contului curent (mld. EUR)	-1.5	-1.0	-1.8	-4.1	-4.3
Balanța contului curent (% PIB)	-1.1	-0.7	-1.1	-2.5	-2.4
Balanța de bază extinsă (% PIB)	3.0	3.7	2.9	1.9	2.0
ISD nete (% PIB)	2.0	1.8	1.7	2.1	2.0
Datoria externă brută (% PIB)	67.8	63.1	56.1	52.9	49.6
Rezerve valutare (mld. EUR)	32.5	32.2	32.2	32.6	33.5
Luni de importuri (bunuri și servicii) acoperite de rezerva valutară	6.7	6.2	5.8	5.6	5.5
Inflație/Rate de piață/Curs de schimb					
IPC (medie)	4.0	1.1	-0.6	-1.4	1.9
IPC (sfârșit perioadă)	1.6	0.8	-0.9	-0.2	2.0
Țintă inflație BNR	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
Rată politică moentară (sfârșit perioadă)	4.00	2.75	1.75	1.75	1.75
Dobândă interbancară 3 luni (media decembrie)	2.58	1.69	1.03	0.75	0.75
USDRON (sfârșit perioadă)	3.26	3.69	4.15	4.02	3.91
EURRON (sfârșit perioadă)	4.48	4.48	4.52	4.50	4.50
USDRON (medie)	3.33	3.35	4.01	4.03	3.96
EURRON (medie)	4.42	4.44	4.44	4.49	4.49
Curs de schimb real efectiv, 2000=100	105.80	106.90	105.00	102.20	99.40
Evoluție (%)	4.7	1.0	-1.8	-2.7	-2.7

NECESAR BRUT DE FINANȚARE A GUVERNULUI

Mld. EUR	2015	2016P	2017P
Nevoie brută de finanțare	13.2	14.7	12.5
Deficit bugetar	2.3	4.5	5.3
Amortizarea datoriei publice	10.9	10.2	7.2
Local	6.9	8.6	6.0
Obligațiuni pe termen lung	4.2	6.3	3.6
Obligațiuni pe termen scurt	2.4	2.0	2.1
Împrumuturi	0.3	0.3	0.3
Extern	4.0	1.6	1.2
Obligațiuni și credite	1.0	1.5	0.0
FMI/CE/Alte IFI	3.0	0.1	1.2
Finanțare	13.2	14.7	12.5
Împrumuturi locale	7.8	11.1	9.8
Obligațiuni pe termen lung	5.5	8.9	7.9
Obligațiuni pe termen scurt	2.0	2.1	1.8
Împrumuturi	0.3	0.1	0.1
Împrumuturi externe	2.8	4.0	2.7
Obligațiuni pe termen mediu și lung	2.0	3.2	2.0
FMI/UE/Alte IFI	0.8	0.8	0.7
Privatizării/Alte surse	0.0	0.0	0.0
Modificarea rezervei fiscale (+ scădere stoc/- creștere stoc)	2.6	-0.4	0.0

NECESAR BRUT DE FINANȚARE EXTERNĂ

Mld. EUR	2015	2016P	2017P
Nevoie brută de finanțare	32.5	30.8	29.3
Deficit cont curent	1.8	4.1	4.3
Amortizarea datoriei pe termen mediu și lung	19.7	14.5	12.9
Guvern/Banca centrală	6.2	3.5	3.0
Bănci	6.4	5.0	4.0
Companii/Altele	7.1	6.0	5.9
Amortizarea datoriei pe termen scurt	11.0	12.2	12.1
Guvern/Banca centrală	0.4	0.1	0.2
Bănci	3.5	4.9	4.5
Companii/Altele	7.1	7.2	7.4
Finanțare	32.5	30.8	29.3
ISD (net)	2.8	3.6	3.6
Capital acționari, net	0.1	0.1	0.1
Împrumuturi pe termen mediu și lung	14.8	12.1	10.7
Guvern/Banca centrală	3.8	5.1	3.8
Bănci	4.5	2.0	2.0
Companii/Altele	6.5	5.0	4.9
Împrumuturi pe termen scurt	11.8	11.7	11.4
Fonduri structurale și de coeziune UE	3.7	3.8	4.3
Alte surse	0.0	0.0	0.0
Modificări ale rezervei valutare (reducere (+)/creștere(-))	-0.7	-0.4	-0.8
Memorandum:			
Cumpărări de obligațiuni în lei ale nerezidenților	-2.2	1.3	1.2
Emisiuni obligațiuni internaționale, net	1.0	1.7	2.0

Sursa: INS, BNR, Ministerul de Finanțe, 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 incluse în acest raport reprezintă raționamentul independent al analiștilor la data publicării. Acest raport poate conține referințe la site-uri ale unor terțe părți, al căror conținut nu este controlat de UniCredit Bank. Nu ne asumăm responsabilitatea pentru conținutul acestor website-uri ale părților terțe. Ne rezervăm dreptul să modificăm opiniile prezentate în acest raport în orice moment fără notificare. Mai mult decât atât, ne rezervăm dreptul de a nu actualiza aceste informații și de a întrerupe publicarea raportului fără notificări suplimentare.

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

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

UniCredit Bank, UniCredit Bank London, UniCredit Bank Milan, UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka, UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, Bank Pekao, UniCredit Russia, UniCredit Bank Romania 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), Am Tucherpark 16, 80538 Munich, Germany, (responsabilă și pentru §34b WpHG). Compania aparține UniCredit Group.

Autoritate de reglementare: "BaFin" – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt, Germania.

b) UniCredit Bank AG London Branch (UniCredit Bank London), Moor House, 120 London Wall, London EC2Y 5ET, United Kingdom.

Autoritate de reglementare: "BaFin" – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt, Germania and subject to limited regulation by the Financial Conduct Authority, 25 The North Colonnade, Canary Wharf, Londra E14 5HS, Marea Britanie and 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, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt, Germania.

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

Autoritate de reglementare: Financial Supervision Commission (FSC), 33 Shar Planina str., 1303 Sofia, Bulgaria

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

Autoritate de reglementare: Croatian Agency for Supervision of Financial Services, Miramarska 24B, 10000 Zagreb, Croația

f) UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, Na Příkopě 858/20, CZ-11121 Praga, Republica Cehă

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

g) Bank Pekao, ul. Grzybowska 53/57, PL-00-950 Varșovia, Polonia

Autoritate de reglementare: Polish Financial Supervision Authority, Plac Powstańców Varșovia 1, 00-950 Varșovia, Polonia

h) ZAO UniCredit Bank (UniCredit Rusia), Prechistenskaya emb. 9, RF-19034 Moscova, Rusia

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

i) 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

j) 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

k) UniCredit Bank AG Hong Kong Branch (UniCredit Bank Hong Kong), 25/F Man Yee Building, 68 Des Voeux Road Central, Hong Kong

Autoritate de reglementare: Hong Kong Monetary Authority, 55th Floor, Two International Financial Centre, 8 Finance Street, Central, Hong Kong

l) UniCredit Bank AG Singapore Branch (UniCredit Bank Singapore), Prudential Tower, 30 Cecil Street, #25-01, Singapore 049712

Autoritate de reglementare: Monetary Authority of Singapore, 10 Shenton Way MAS Building, Singapore 079117

m) UniCredit Bank AG Tokyo Branch (UniCredit Tokyo), Otemachi 1st Square East Tower 18/F, 1-5-1 Otemachi, Chiyoda-ku, 100-0004 Tokyo, Japonia

Autoritate de reglementare: Financial Services Agency, The Japanese Government, 3-2-1 Kasumigaseki Chiyoda-ku Tokyo, 100-8967 Japonia, The Central Common Government Offices No. 7.

n) UniCredit Bank New York (UniCredit Bank NY), 150 East 42nd Street, New York, NY 10017

Autoritate de reglementare: "BaFin" – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt, Germania and New York State Department of Financial Services, One State Street, New York, NY 10004-1511

CONFLICTE POTENȚIALE DE INTERESE

UniCredit Bank AG acționează ca dealer specializat sau dealer primar pentru obligațiunile de stat emise de Italia, Portugalia și Grecia. 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.

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

Pentru a preveni sau a atenua conflictele de interese, UniCredit Bank, UniCredit Bank London, UniCredit Bank Milan, UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka, UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, Bank Pekao,

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

INFORMAȚII SUPPLEMENTARE NECESARE SUB LEGILE ȘI REGLEMENTĂRILE JURISDICȚIILOR INDICATE

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

Anunț pentru investitorii din Austria

Această analiză poate fi distribuită doar clienților profesionali (Professionelle Kunden), așa cum sunt definiți în articolul 58 al Securities Supervision Act.

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 poate fi distribuit doar "clienților profesionali" așa cum sunt definiți în Programul 1 al Securities and Futures Ordinance (Capitolul 571, Legile Hong Kong) și orice reguli prevăzute de acesta și 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 Fildes

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

Anunț pentru investitorii din Noua Zeelandă

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

Anunț pentru investitorii din Oman

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

Anunț pentru investitorii din Pakistan

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

Anunț pentru investitorii din Polonia

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

Anunț pentru investitorii din Serbia

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

Anunț pentru investitorii din Marea Britanie

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

UniCredit Research*

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
 +49 89 378-13952
 ingo.heimig@unicredit.de

Economics & FI/FX Research
Economics Research
European Economics

Marco Valli, Chief Eurozone Economist
 +39 02 8862-0537
 marco.valli@unicredit.eu

Dr. Andreas Rees, Chief German Economist
 +49 69 2717-2074
 andreas.rees@unicredit.de

Stefan Bruckbauer, Chief Austrian Economist
 +43 50505-41951
 stefan.bruckbauer@unicreditgroup.at

Tullia Bucco, Economist
 +39 02 8862-0532
 tullia.bucco@unicredit.eu

Edoardo Campanella, Economist
 +39 02 8862-0522
 edoardo.campanella@unicredit.eu

Dr. Loredana Federico, Lead Italy Economist
 +39 02 8862-0534
 loredanamaria.federico@unicredit.eu

Dr. Tobias Rühl, Economist
 +49 89 378-12560
 tobias.ruehl@unicredit.de

Chiara Silvestre, Economist
 chiara.silvestre@unicredit.eu

Dr. Thomas Strobel, Economist
 +49 89 378-13013
 thomas.strobel@unicredit.de

Daniel Vernazza, Ph.D., Lead UK Economist
 +44 207 826-7805
 daniel.vernazza@unicredit.eu

US Economics

Dr. Harm Bandholz, CFA, Chief US Economist
 +1 212 672-5957
 harm.bandholz@unicredit.eu

EEMEA Economics & FI/FX Strategy

Lubomir Mitov, Chief CEE Economist
 +44 207 826-1772
 lubomir.mitov@unicredit.eu

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

Anca Maria Aron, Senior Economist, Romania
 +40 21 200-1377
 anca.aron@unicredit.ro

Anna Bogdyukevich, CFA, Russia
 +7 495 258-7258 ext. 11-7562
 anna.bogdyukevich@unicredit.ru

Dan Bucșa, Lead CEE Economist
 +44 207 826-7954
 dan.bucsa@unicredit.eu

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

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

Marcin Mrowiec, Chief Economist, Poland
 +48 22 524-5914
 marcin.mrowiec@pekao.com.pl

Kristofor Pavlov, Chief Economist, Bulgaria
 +359 2 9269-390
 kristofor.pavlov@unicreditgroup.bg

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

Dumitru Vicol, Economist
 +44 207 826-6081
 dumitru.vicol@unicredit.eu

Global FI Strategy

Michael Rottmann, Head, FI Strategy
 +49 89 378-15121
 michael.rottman1@unicredit.de

Dr. Luca Cazzulani, Deputy Head, FI
 Strategy
 +39 02 8862-0640
 luca.cazzulani@unicredit.eu

Chiara Cremonesi, FI Strategy
 +44 207 826-1771
 chiara.cremonesi@unicredit.eu

Alessandro Giongo, FI Strategy
 +39 02 8862-0538
 alessandro.giongo@unicredit.eu

Elia Lattuga, FI Strategy
 +44 207 826-1642
 elia.lattuga@unicredit.eu

Kornelius Purps, FI Strategy
 +49 89 378-12753
 kornelius.purps@unicredit.de

Herbert Stocker, Technical Analysis
 +49 89 378-14305
 herbert.stocker@unicredit.de

Global FX Strategy

Dr. Vasileios Gkionakis, Global Head,
 FX Strategy
 +44 207 826-7951
 vasileios.gkionakis@unicredit.eu

Kathrin Goretzki, CFA, FX Strategy
 +44 207 826-6076
 kathrin.goretzki@unicredit.eu

Kiran Kowshik, EM FX Strategy
 +44 207 826-6080
 kiran.kowshik@unicredit.eu

Roberto Mialich, FX Strategy
 +39 02 8862-0658
 roberto.mialich@unicredit.eu

Publication Address

UniCredit Research
 Corporate & Investment Banking
 UniCredit Bank AG
 Arabellastrasse 12
 D-81925 Munich
 globalresearch@unicredit.de

Bloomberg
 UCCR

Internet
 www.research.unicredit.eu

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