

Analiză Macroeconomică și
Strategie

Raport Trimestrial
UniCredit Bank



10 aprilie 2017

“ **Abateri de la drum** ”

Perspective economice: Cheltuielile fiscale de la începutul anului 2017 vor susține probabil consumul, însă vor afecta investițiile în a doua jumătate a anului 2017 și în anii următori. Anticipăm o reducere graduală a creșterii economice în 2017 și 2018, mai degrabă decât o creștere majoră a deficitelor bugetare. Leul s-ar putea deprecia, pe măsură ce deficitul contului curent se va majora. BNR pare să prefere condiții monetare mai restrictive, deși este puțin probabil ca acțiunile băncii centrale să influențeze semnificativ condițiile de lichiditate. Inflația ar putea rămâne în interiorul intervalului țintit până la finalul anului 2018 pe fondul unui impact puternic al reducerii impozitării și al inflației importate scăzute. Cu toate acestea, există riscul ca inflația să depășească ținta în 2018.

Informațiile din acest raport conțin viziunea UniCredit Group asupra României, așa cum a fost inclusă în raportul CEE Quarterly, distribuit în martie 2017.

Abateri de la drum

În timp ce ritmul de creștere a economiei va rămâne unul alert, aceasta se va baza prea mult pe consum (atât cel privat, cât și cel public) și ar putea genera o creștere a dezechilibrelor macroeconomice. În același timp, cheltuielile sociale mai mari vor reduce potențialul de creștere a economiei.

Anticipăm o temperare a creșterii economice...

Anticipăm o temperare a creșterii economice sub 4% anul acesta, atât timp cât deficitul bugetar rămâne sub 3% din PIB. Guvernul va mări chetuielile cu salariile, pensiile și pe cele de asigurări sociale, în timp ce autoritățile locale vor primi mai multe fonduri decât în anii anteriori. O relaxare legislativă va permite administrațiilor locale să cheltuiască fonduri peste nivelul bugetat, făcând astfel posibilă o întoarcere la indisciplina fiscală care a cauzat deficitele structurale foarte mari în trecut. Prognozele macroeconomice care stau la baza bugetului și cele referitoare la veniturile bugetare sunt prea optimiste, generând o creștere a riscurilor fiscale. Comisia Europeană (CE) a avertizat deja guvernul că deficitul bugetar ar putea atinge 3,6% din PIB anul acesta. CE a solicitat guvernului să prezinte înainte de mijlocul lunii aprilie măsurile pe care le va lua pentru a reduce deficitul bugetar, pentru a evita întoarcerea la procedura de deficit excesiv (PDE).

...pe fondul slăbirii stimulilor fiscali în a doua jumătate a anului 2017

Deficitul bugetar ar putea fi menținut sub nivelul de 3% din PIB...

Suntem de părere că o întoarcere la PDE este prematură. În primul rând, guvernul ar putea menține deficitul sub nivelul de 3% din PIB anul acesta prin reducerea investițiilor publice. Dacă fiind absorbția foarte lentă a fondurilor UE, investițiile statului vor scădea probabil, afectând negativ creșterea economică în a doua jumătate a anului 2017 și în anii următori. În consecință, suntem de părere că principalul risc al cheltuielilor fiscale este o creștere economică mai lentă, mai degrabă decât o creștere abruptă a deficitelor bugetare. În al doilea rând, datoria publică a României se situează sub nivelul de 40% din PIB (pe baza metodologiei europene ESA), iar o creștere semnificativă a acesteia este puțin probabilă.

...dar riscurile au crescut

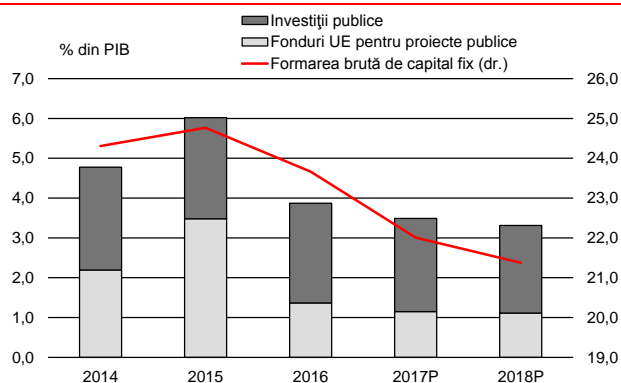
Problemele fiscale se vor accentua anul viitor, când cheltuielile publice nediscreționare vor continua să crească. În cazul în care creșterea economică va încetini în anul 2018, guvernul poate lua în calcul o creștere a deficitului bugetar. Din punct de vedere al veniturilor bugetare, o îmbunătățire a gradului de colectare a taxelor este puțin probabilă înainte de conectarea caselor de marcat ale magazinelor la autoritatea fiscală. Termenul de implementare a fost amânat până în 2018. În cazul în care încasările bugetare vor fi sub așteptări, guvernul ar putea introduce impozite suplimentare și chiar înlocui cota unică de impozitare cu una progresivă care să includă niveluri mai mari de taxe.

Majorările salariului minim reduc competitivitatea

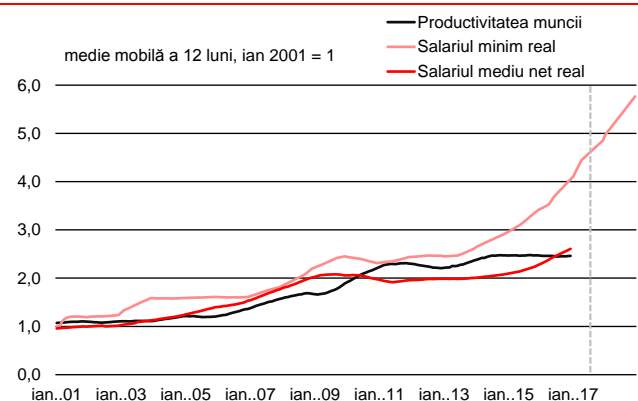
Salariile vor continua să crească în cel mai alert ritm din Europa centrală, stimulate de majorări succesive ale salariului minim pe economie. Dacă fiind faptul că productivitatea nu poate ține pasul, costurile unitare cu forța de muncă au cauzat deja primele victime printre producătorii cu valoare adăugată mică. Mediul fiscal incert reprezintă un alt factor

UN MODEL DEZECHILIBRAT DE CREȘTERE

Investițiile publice ar putea fi limitate de alte tipuri de cheltuieli bugetare



Majorările planificate ale salariului minim pe economie sunt nesustenabile



Sursa datelor: INS, Ministerul Muncii, MinFin, UniCredit Research

care împreună cu competitivitatea redusă, va contribui la scăderea investițiilor private, în pofida creșterii robuste a cererii interne. O nouă lege a salarizării unitare promite majorări salariale fără bază economică și va mări cheltuielile cu salariile din sectorul public la niveluri nemaîntânite de la criza financiară.

Creșterea deficitului contului curent...

Companiile locale nu beneficiază pe deplin de creșterea cererii interne. În schimb, importurile vor continua să crească într-un ritm mai alert decât exporturile. Ca urmare, deficitul balanței comerciale cu bunuri se va majora, neputând fi acoperit de creșterea exporturilor de servicii. Acestea din urmă ar putea fi limitate de competiția pentru personalul calificat din IT, domeniu în care salariile se apropie de nivelurile din vestul Europei. Repatrierile semnificative de profit ale companiilor multinaționale ar putea accelera creșterea deficitului contului curent. Acesta din urmă a fost acoperit cu ușurință de fondurile UE și de investițiile străine directe (ISD) până în 2016, însă fluxurile mai mici de capital stabil ar putea mări vulnerabilitatea leului la fluxurile de capital speculativ.

...va împinge treptat cursul de schimb EUR-RON spre niveluri mai mari

BNR a admis că leul este prea puternic, situație pe care am semnalat-o de peste un an. Ca rezultat, cursul EUR-RON s-a mutat în jumătatea de jos a intervalului de variație 4,50-4,60. Anticipăm o creștere graduală a cursului de schimb, din cauza creșterii rapide a costurilor cu forța de muncă. Aceasta duce la supraevaluarea leului care ar putea să se accentueze chiar și în cazul în care cursul EUR-RON va fi mai ridicat în comparație cu nivelurile anului anterior.

Îngrijorările BNR cu privire la presiunile inflaționiste sunt probabil premature

În raportul asupra inflației publicat în februarie, prognoza de inflație pentru 2018 a fost mărită spre limita superioară a intervalului țintit de 1.5-3.5%. BNR anticipează un exces de cerere de peste 3% la finalul anului 2018, dublul estimării noastre. Această evaluare în creștere a presiunilor inflaționiste ar putea face posibile două majorări ale dobânzii la facilitatea de depozit, care în prezent se situează la 0,25%. Majorarea dobânzii de politică monetară ar putea fi amânată până în anul 2018. Suntem de părere că o majorare a dobânzilor nu este necesară, din trei motive principale.

Este anticipată o înăsprire a condițiilor de lichiditate pentru maturitățile scurte

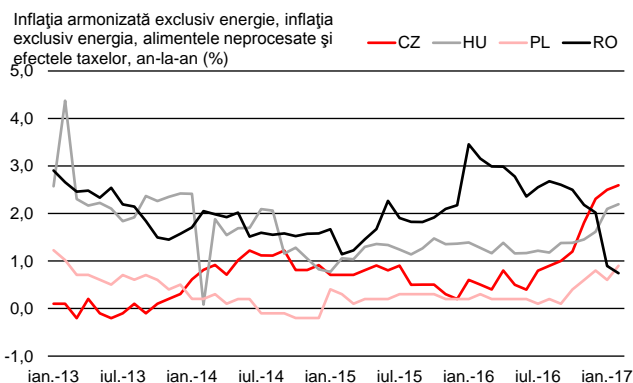
În primul rând, dobânzile interbancare și cele pentru swapuri cresc deja, pe măsură ce surplusul de lichiditate al pieței interbancare scade. Surplusul s-a redus mai puțin decât anticipam în luna februarie, probabil din cauza conformării fiscale reduse. În cazul în care gradul de colectare se va îmbunătăți, dobânda ROBOR la o lună ar putea crește spre nivelul de 0,75% fără ca BNR să fie nevoită să mărească dobânda la facilitatea de depozit.

Inflația anticipată se situează în interiorul intervalului țintit în 2017-18

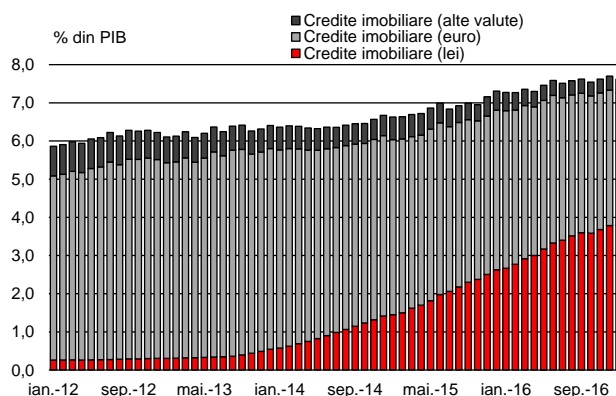
În al doilea rând, presiunile inflaționiste rămân limitate. În timp ce prețurile volatile măresc inflația, inflația care exclude prețurile energiei, alimentelor neprocesate și efectele taxelor este în scădere de mai bine de un an și în momentul de față se situează

MAJORAREA DOBÂNZILOR NU ESTE NECESARĂ ÎN ACEST MOMENT

Inflația de bază este mai redusă în România decât în regiune



Creditele imobiliare în valută continuă să reprezinte jumătate din stocul total de credite



Sursa datelor: Eurostat, BNR, UniCredit Research

sub 1%, conform datelor Eurostat. Acest lucru nu înseamnă că o creștere abruptă a inflației de bază poate fi exclusă în 2018, însă suntem de părere că deficitul de cont curent în creștere ar putea menține inflația la niveluri reduse pe fondul presiunilor limitate asupra prețurilor din Zona Euro. Riscurile ca inflația să se situeze peste nivelurile anticipate sunt legate de o potențială recoltă slabă, prețurile petrolului în creștere și/sau un leu mai slab.

Conversia naturală a creditelor din valută în lei trebuie să continue

În al treilea rând, conversia naturală a creditelor din valută în lei trebuie să continue după ce Curtea Constituțională a decis că o conversie forțată la cursul de schimb istoric este neconstituțională. Conversia graduală a creditelor în valută ar trebui să schimbe prioritatea băncii centrale de la un curs de schimb stabil la dobânzi reduse și stabile. Dacă stocul creditelor în valută va rămâne mare, în special cel al gospodăriilor populației, deprecierea leului ar putea avea un efect negativ asupra avuției acestora, fapt care ar putea limita consumul clasei de mijloc.

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

DATE MACROECONOMICE ȘI PROGNOZE

	2014	2015	2016	2017P	2018P
PIB (mld. EUR)	150,3	160,0	169,1	179,3	190,2
Populație (mln.)	20,0	19,9	19,8	19,7	19,6
PIB pe locuitor (EUR)	7.534	8.051	8.556	9.100	9.685
Economia reală, creștere anuală (%)					
PIB	3,1	3,9	4,8	3,9	3,3
Consum gospodării populație	4,7	6,0	7,4	4,3	2,9
Investiții fixe	3,2	8,3	0,0	-3,3	0,3
Consum colectiv sector public	0,8	0,1	2,5	2,7	1,6
Exporturi	8,0	5,4	7,6	5,4	4,0
Importuri	8,7	9,2	9,3	6,5	5,0
Salariul nominal lunar (EUR)	531	576	643	702	746
Salariul real creștere an-la-an (%)	4,2	9,1	14,6	9,1	3,7
Rata șomajului (%)	6,8	6,8	5,9	5,3	5,1
Conturi fiscale (% din PIB)					
Balanța bugetară	-0,8	-0,8	-2,4	-3,0	-3,5
Balanța primară	0,7	0,5	-1,1	-1,7	-2,1
Datoria publică	39,4	38,0	37,6	39,2	39,8
Conturi externe					
Balanța contului curent (mld. EUR)	-1,0	-1,9	-4,1	-5,4	-6,0
Balanța contului curent (% PIB)	-0,7	-1,2	-2,4	-3,0	-3,2
Balanța de bază extinsă (% PIB)	3,7	3,0	2,3	0,1	0,0
ISD nete (% PIB)	1,8	1,8	2,3	2,2	2,2
Datoria externă brută (% PIB)	63,0	56,5	54,7	50,7	47,0
Rezerve valutare (mld. EUR)	32,2	32,2	34,2	32,7	31,0
Luni de importuri (bunuri și servicii) acoperite de rezerva valutară	6,2	5,8	5,7	5,1	4,6
Inflație/Rate de piață/Curs de schimb					
IPC (medie)	1,1	-0,6	-1,5	1,0	2,8
IPC (sfârșit perioadă)	0,8	-0,9	-0,5	1,7	2,7
Țintă inflație BNR	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Rată politică moentară (sfârșit perioadă)	2,75	1,75	1,75	1,75	2,50
Dobândă interbancară 3 luni (media decembrie)	1,69	1,03	0,83	1,23	2,10
USDRON (sfârșit perioadă)	3,69	4,15	4,30	4,16	3,97
EURRON (sfârșit perioadă)	4,48	4,52	4,54	4,58	4,60
USDRON (medie)	3,35	4,01	4,06	4,21	4,01
EURRON (medie)	4,44	4,44	4,49	4,53	4,55
Curs de schimb real efectiv, 2000=100	126,1	124,2	121,7	118,1	115,3
Evoluție (%)	0,9	-1,5	-2,1	-2,9	-2,4

NECESAR BRUT DE FINANȚARE A GUVERNULUI

Mld. EUR	2016	2017P	2018P
Nevoie brută de finanțare	14,3	13,2	16,3
Deficit bugetar	4,1	5,4	6,8
Amortizarea datoriei publice	10,2	7,8	9,5
Local	8,6	6,6	6,6
Obligațiuni pe termen lung	6,3	3,5	3,5
Obligațiuni pe termen scurt	2,0	2,8	2,8
Împrumuturi	0,3	0,3	0,3
Extern	1,6	1,2	2,9
Obligațiuni și credite	1,5	0,0	1,5
FMI/UE/Alte IFI	0,1	1,2	1,4
Finanțare	14,3	13,2	16,3
Împrumuturi locale	10,7	10,8	10,9
Obligațiuni pe termen lung	7,8	7,9	8,0
Obligațiuni pe termen scurt	2,8	2,8	2,8
Împrumuturi	0,1	0,1	0,1
Împrumuturi externe	4,0	3,7	3,7
Obligațiuni pe termen mediu și lung	3,2	3,0	3,0
FMI/UE/Alte IFI	0,8	0,7	0,7
Privatizări/Alte surse	0,0	0,0	0,0
Modificarea rezervei fiscale (- = creștere stoc)	-0,4	-1,3	1,7

NECESAR BRUT DE FINANȚARE EXTERNĂ

Mld. EUR	2016	2017P	2018P
Nevoie brută de finanțare	43,6	41,0	39,2
Deficit cont curent	4,1	5,4	6,0
Amortizarea datoriei pe termen mediu și lung	26,0	22,9	22,6
Guvern/Banca centrală	3,6	2,8	4,5
Bănci	8,0	7,2	6,5
Companii/Altele	14,4	12,9	11,6
Amortizarea datoriei pe termen scurt	13,5	12,7	10,6
Guvern/Banca centrală	0,0	0,3	0,2
Bănci	4,9	3,2	2,8
Companii/Altele	8,6	9,2	7,6
Finanțare	43,6	41,0	39,2
ISD (net)	3,9	4,0	4,2
Capital acționari, net	0,1	0,4	0,1
Împrumuturi pe termen mediu și lung	23,0	23,2	21,4
Guvern/Banca centrală	4,5	4,7	4,7
Bănci	5,6	5,7	5,2
Companii/Altele	12,9	12,8	11,5
Împrumuturi pe termen scurt	12,2	10,2	9,9
Fonduri structurale și de coeziune UE	4,1	1,7	1,9
Alte surse	0,0	0,0	0,0
Modificări ale rezervei valutare (- = creștere)	0,3	1,5	1,7
Memorandum:			
Cumpărări de obligațiuni în lei ale nerezidenților	1,4	1,2	1,2
Emissioni obligațiuni internaționale, net	1,7	3,0	1,5

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 anumii investitori în funcție de obiectivele lor specifice de investiții și de orizontul de timp avut în vedere sau de situația lor financiară. Printre aceste riscuri se numără, fără a se limita la: fluctuația preturilor sau a valorii investițiilor, modificări ale ratelor de schimb valutar, ale dobânzii sau ale randamentelor care ar putea să aibă un efect negativ asupra valorii investițiilor. Mai mult decât atât, performanța anterioară nu este neapărat un indicator al rezultatelor viitoare. Analizele și concluziile noastre au caracter general și nu iau în considerare obiectivele individuale ale investitorilor.

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

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

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

Responsabilitatea pentru conținutul acestei publicații este a:

Grupul UniCredit și subsidiarele sale fac subiectul regulamentelor Băncii Centrale Europene

a) UniCredit Bank AG (UniCredit Bank), Arabellastraße 12, 81925 Munich, Germany, (responsabilă și pentru §34b WpHG). Compania aparține UniCredit Group. Autoritate de reglementare: "BaFin" – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt, Germania.

b) UniCredit Bank AG London Branch (UniCredit Bank London), Moor House, 120 London Wall, 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, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt, Germania.

d) UniCredit Bank Austria AG (Bank Austria), Julius-Tandler-Platz 3, 1090 Viena, Austria

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

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

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

f) 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

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

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

h) 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

i) 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

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

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

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

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

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

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

CONFLICTE POTENȚIALE DE INTERESE

UniCredit 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 AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Bank Austria AG, UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka d.d., UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, Bank Pekao, ZAO UniCredit Bank Russia, UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia Slovakia Branch, UniCredit Bank Romania, UniCredit Bank AG New York Branch au stabilit o serie de măsuri organizaționale necesare din punct de vedere juridic și de supraveghere, a căror respectare este monitorizată de către Direcția Conformitate. Conflictele de interes care pot apărea sunt gestionate prin stabilirea unor bariere informaționale menite să restricționeze fluxul de informații între departamentele entităților UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Bank Austria AG, UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka d.d., UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, Bank Pekao, ZAO UniCredit Bank Russia, UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia Slovakia Branch, UniCredit Bank Romania, UniCredit Bank AG New York Branch și altele. În particular, echipa de Cercetare Macroeconomică are propria sa barieră informațională pentru a împiedica dezvăluirea sau circulația neadecvată a informațiilor confidențiale sau privilegiate. Rapoartele de cercetare economică includ informații publice referitoare la conflicte de interese și alte interese materiale. Analiștii sunt supervizați și coordonați în activitatea zilnică de manageri care nu au

responsabilități și nu desfășoară activități de investiții sau de finanțare, sau alte activități legate de vânzarea de instrumente financiare către clienți.

INFORMAȚII SUPPLEMENTARE NECESARE SUB LEGILE ȘI REGLEMENTĂRILE JURISDICȚIILOR INDICATE

Puteți găsi o listă a dezvăluirilor suplimentare necesare sub incidența legilor și regulamentelor jurisdicțiilor indicate pe site-ul 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

Aceast 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 clijenți), 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

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

Javier Sánchez, CFA, CEE Fixed Income Strategist
 +44 207 826-6077
 javier.sanchezbarrueco@unicredit.eu

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 Austria AG (Bank Austria), UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka d.d., UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, Bank Pekao, ZAO UniCredit Bank Russia (UniCredit Russia), UniCredit Bank Romania.