

Analiză Macroeconomică și
Strategie

Raport Trimestrial
UniCredit Țiriac Bank



10 decembrie 2014

“ În căutarea unui model sustenabil de creștere ”

Perspective economice: Creșterea economică ar putea încetini ușor spre 2,5% în 2015, de la 2,7% în 2014, iar factorul de susținere va veni din partea cererii interne, pe fondul îmbunătățirii activității de creditare în lei și al impulsului fiscal pozitiv. O accelerare a creșterii pe mai departe are nevoie însă de o restructurare a politicilor fiscale. Ne așteptăm ca ultimul acord de tip stand-by cu FMI să se încheie toamna viitoare. Evoluția EUR-RON este de așteptat să rămână relativ stabilă în condițiile în care investițiile straine directe și intrările de fonduri europene vor acoperi deficitul de cont curent și dezintermedierea din sistemul bancar.

În căutarea unui model sustenabil de creștere

Un mediu politic volatil înainte de alegerile din 2016 va afecta procesul de reforme.

România intră în anul 2015 confruntându-se cu o posibilă redesenare a scenei politice înainte de alegerile generale din toamna anului 2016. Până atunci însă, ne așteptăm la un ritm lent al reformelor indiferent de rezultat (dacă actuala formula de centru-stânga rămâne la guvernare sau dacă o nouă coaliție de centru-dreapta se va cristaliza în jurul noului președinte Klaus Iohannis).

Este nevoie ca politicile fiscale să se îmbunătățească...

Politicile fiscale ad-hoc rămân principala provocare pentru creșterea economică a României. Cu deficite bugetare sub 3% din PIB, este nevoie de o creștere a calității și volumului investițiilor publice pentru a accelera potențialul de creștere economică. Investițiile publice și cofinanțarea proiectelor finanțate prin fonduri UE au scăzut cu mai mult de 10% an la an în primele zece luni din 2014. Acest fapt reflectă deficiențele în procedurile de achiziții publice, presiunile din partea sistemului judiciar precum și viziunea pe termen scurt asupra cheltuielilor legate de asigurările sociale și consumul public. Guvernul încearcă să rezolve unele dintre aceste probleme prin crearea unui plan multianual pentru perioada 2014-2030, precum și prin optimizarea sistemului de licitații publice pentru sectorul construcțiilor.

...astfel încât investițiile să crească...

...și să se poată încheia acordul cu FMI în toamna anului 2015

România a agreeat împreună cu FMI și Comisia Europeană un deficit bugetar de 1,83% din PIB pentru 2015 (termeni cash), însă estimarea noastră pentru deficitul ESA este de 2,1% din PIB. Ajungerea la o înțelegere setează cadrul ca acordul cu FMI să se finalizeze în toamna anului 2015 (termenul stabilit), chiar dacă vor rămâne anumite aspecte cheie nerezolvate - precum reducerea pierderilor companiilor de stat din transport și îmbunătățirea colectării taxelor.

Creșterea economică se va situa sub 3% în 2015 și 2016...

Creșterea este de așteptat să încetinească ușor spre 2,5% în 2015 de la 2,7% în 2014, în pofida unui efect important de inerție din 2014¹, dar să revină la 3% în 2016. Principalele motoare vor fi consumul privat și investițiile. Ne așteptăm totuși la o încetinire a ritmului de creștere a consumului la 3,3% în 2015, față de 3,8% în 2014 pe fondul convergenței dinamicii salariale către cea a productivității (aflată pe un trend descendent).

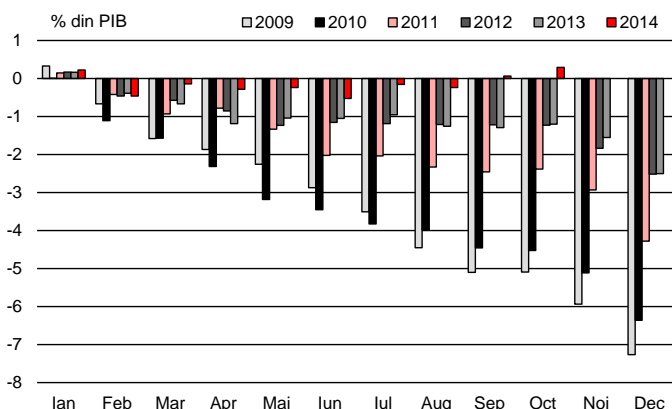
...generată de consum...

...și o ușoară revenire a investițiilor...

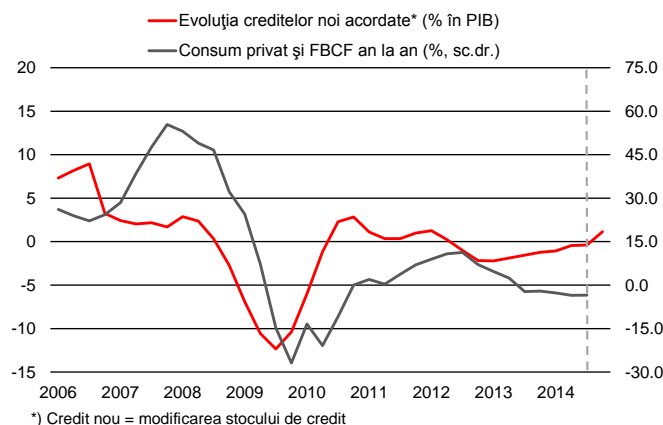
Absorbția de fonduri europene și nivelul scăzut al investițiilor din 2014 ar putea genera o creștere de 2,5% an la an a investițiilor în 2015. După ce intrările de fonduri structurale au depășit 3,5mld euro în 2014, perspectivele pentru 2015 sunt pozitive, fiind ultimul an în care se primesc fondurile alocate pentru programul 2007-2013. În 2016 totuși, am putea asista la o scădere a intrărilor de fonduri europene ca urmare a slabei programări pentru 2014-2020, respinsă în repetate ori de către Comisia Europeană. Importurile cel mai probabil vor depăși exporturile, ultimele fiind așteptate a încetini spre 4,5% an la an în 2015 în absența proiectelor mari în industria prelucrătoare. Efectele de bază pozitive asociate creșterii producției auto s-au sfârșit, în timp ce cele asociate producției de electronice ar mai putea rezista câteva trimestre.

...însă exportul net ar putea limita creșterea

Un impuls fiscal pozitiv în 2015 ar putea urma austerității din 2014



Impulsul creditării ar putea deveni pozitiv pe fondul încetirii scăderii creditului



¹ După trecerea la metodologia SEC 2010, evoluția trimestrială a PIB s-a îmbunătățit în T2 și T3 2014. Dar o mare parte din această îmbunătățire este generată de discrepanța statistică.

Sursa datelor: Ministerul de Finanțe, Banca Națională a României, UniCredit Research

Inflația va rămâne sub țintă în 2015...

Prețurile reduse la petrol ar putea ține inflația sub țintă în cea mai mare parte a anului 2015. Astfel BNR este de așteptat să mai reducă rata dobânzii de politică monetară încă o dată pe data de 7 ianuarie și să o mențină la nivelul inflației țintă (2,5%). Însă asta nu va însemna sfârșitul ciclului de relaxare monetară, BNR putând să reducă rezervele minime obligatorii la lei la 6% (sau mai jos), de la nivelul actual de 10%. Deprecierea ar putea fi o soluție suplimentară de relaxare a condițiilor monetare reale, însă stocul ridicat de credite în valută rămâne o problemă.

...fiind nevoie de încă o tăiere de dobândă la 2,5% și reducerea RMO

Revenirea creditării în lei va continua...

Creditarea în lei este de așteptat să accelereze în 2015, compensând parțial scăderea creditului în valută și generând un impuls pozitiv al creditului pentru cererea internă. Faptul că dobânzile la lei și valută pentru creditele pentru locuințe au devenit comparabile fac mai ușoară refinanțarea datoriilor în valută, însă pierderile trecute generate de scăderea valorii colateralului și deprecierea leului încetinește procesul. Astfel, ponderea creditului total în valută a scăzut în septembrie 2014 la 56,8% din creditul acordat sectorului privat, însă rămâne la un nivel prea ridicat pentru ca să permită băncii centrale să aibă o abordare mai relaxată asupra evoluției cursului de schimb. Băncile si-au redus rata creditelor neperformante cu 5 puncte procentuale în cinci luni până la 15,3% în septembrie 2014 (ceea ce corespunde unui nivel de cca 10% conform metodologiei EBA). Acest proces a fost determinat de scoaterea în afara bilanțului a creditelor integral provizionate (5,4mld lei) și a vânzărilor de portofolii (6mld lei). Pierderea generată în sistemul bancar în 2014 poate fi acoperită de poziția de capital foarte bună (rata de adecvare a capitalului a fost de 17,06% în septembrie).

...iar în același timp băncile vor continua procesul de curățare a bilanțurilor

Atractivitatea titlurile de stat românești ar putea persista în 2015...

O combinație între condiții monetare relaxate, nevoi de finanțare reduse și o dependență redusă de investitorii străini, face ca titlurile de stat românești să rămână atractive în 2015. Nevoia brută de finanțate a statului va scădea în 2015 la mai puțin de 9% din PIB, cu o emisiune netă de 1,5-2% din PIB acoperită în mare parte de investitorii locali. O dependență redusă față de capitalul străin se suprapune cu o rotație a investitorilor din SUA către investitori din zona euro, Asia și bănci centrale pentru capitalul nou investit, ceea ce crește probabilitatea ca prețul bondurilor să crească în pofida randamentelor aflate la minime istorice. Majoritatea fondurilor noi investite în titlurile de stat românești au costul legat la dobânzile de politica monetară din zona euro și Japonia mai degrabă decât de cele din SUA. În cazul creșterii aversiunii la risc, ministerul de finanțe ar putea apela la rezerva fiscală, ce se află la un nivel ridicat (acoperă mai mult de patru luni din nevoia brută de finanțare).

...pe fondul nevoilor reduse de finanțare...

...al schimbării structurii investitorilor ...

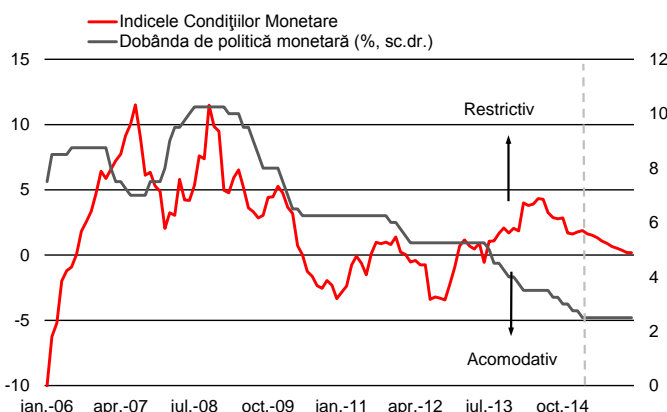
...și al unei rezerve fiscale semnificative

Deficitul de cont curent va rămâne scăzut...

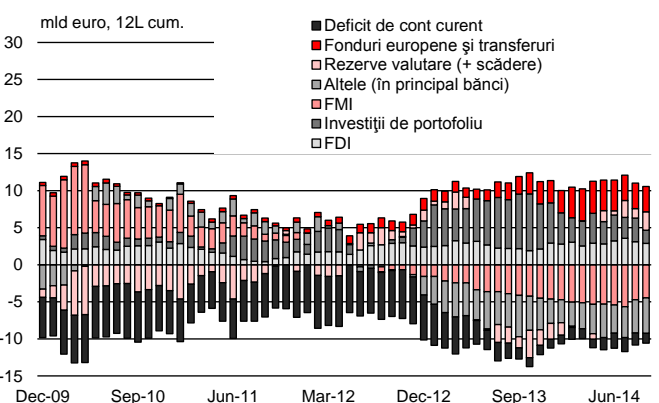
Ne așteptăm ca deficitul de cont curent să rămână la un nivel relativ scăzut (1,1% din PIB în 2015 și 1,4% din PIB în 2016), pe fondul creșterii exporturilor pe servicii și o diminuare a repatrierii de dividende obținute de companiile multinaționale. În timp ce deficitul de cont curent va fi acoperit de investițiile străine directe și fonduri europene, sistemul bancar cel mai probabil va continua să-și reducă pasivele externe cu circa 1mld euro pe an până când ponderea acestora în finanțarea băncilor se va apropia de nivelele din regiune. În același timp, potențialul pentru intrări semnificative de investiții de portofolii rămâne intact: ponderea deținerilor străine în titlurile de stat

...fiind acoperit de investițiile străine directe și fonduri europene...

Este nevoie de relaxare monetară suplimentară pentru condiții monetare reale acomodative



Îleșirile de capital către FMI și cele din sistemul bancar limitează deficitul de cont curent



Sursa datelor: MFP, Ministerul Fondurilor Europene, INS, UniCredit Research

...și nu ne așteptăm la ieșiri mari de investiții de portofoliu

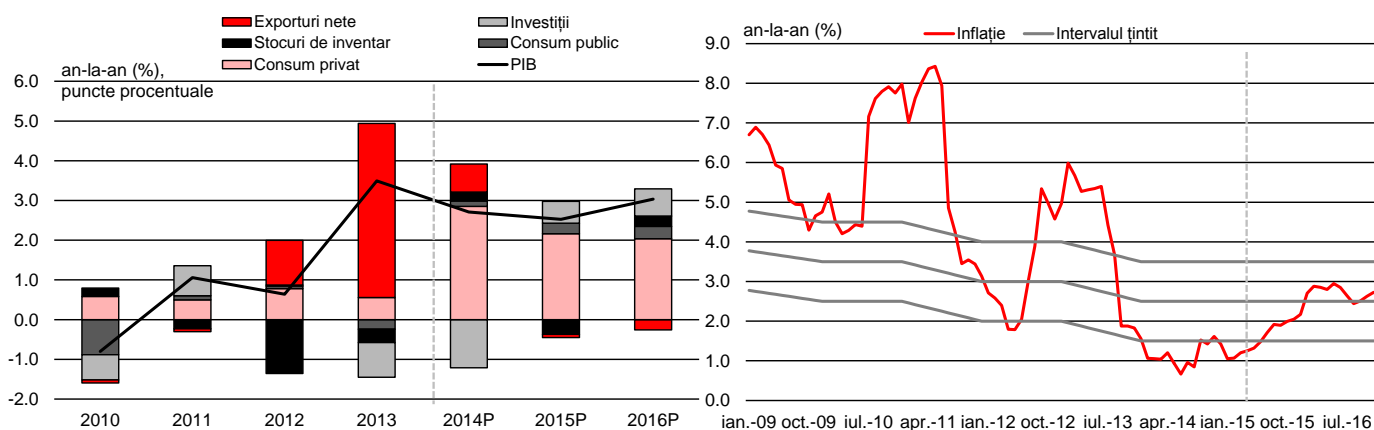
denominate în lei era sub 20% în septembrie, nereușind totuși să crească în contextul unui apetit la risc favorabil. Aceasta denotă că investitorii nu dețin o expunere mai mare pe titlurile românești decât ponderea din indicii internaționali. Marjele reduse precum și ieșirea graduală a investitorilor americani vor induce cel mai probabil o stabilitate în ponderea deținerilor străine.

Ne așteptăm la o relativă stabilitate a EUR-RON

În acest context, leul se confruntă cu ușoare presiuni de apreciere, însă ne așteptăm ca BNR să intervină dacă EUR-RON ar ieși din intervalul deja „preferat” 4,40-4,50. Aprecierea leului ar putea afecta competitivitatea externă, în timp ce impactul negativ generat de o posibilă depreciere a leului asupra debitorilor în valută ar putea pune presiune pe termenii comerciali ai exportatorilor.

Cererea internă va susține creșterea economică din 2015 și 2016

În timp ce inflația este de așteptat să revină în intervalul țintă



Sursa datelor: BNR, MFP, INS, UniCredit Research

Catalina Molnar
Economist Șef
+40 (0)21 200 1376
Catalina.Molnar@unicredit.ro

Mihai Patrulescu
Economist Senior
+40 (0)21 200 1378
Mihai.Patrulescu@unicredit.ro

Anca Aron
Economist
+40 (0)21 200 1377
Anca.Aron@unicredit.ro

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

DATE MACROECONOMICE ȘI PROGNOZE

	2011	2012	2013	2014P	2015P	2016P
PIB (mld EUR)	133.3	133.9	144.7	151.3	158.7	170.9
Populație (mln)	20.2	20.1	20.0	19.9	19.9	19.8
PIB pe locuitor	6601	6663	7226	7585	7983	8619
Economia reala an-la-an (%)						
PIB	1.1	0.6	3.5	2.7	2.5	3.0
Consum privat	1.1	1.7	0.5	3.8	3.3	3.1
Investiții fixe	2.9	0.1	-3.2	-4.9	2.5	3.0
Consum public	-2.7	-5.6	-1.2	5.0	1.8	2.2
Exporturi	11.9	1.0	21.4	6.6	4.5	5.4
Importuri	10.2	-1.8	8.5	4.8	4.6	5.9
Salariul nominal lunar (EUR)	479	479	507	529	548	574
Rata șomajului (%)	7.1	6.9	7.0	7.0	6.9	6.7
Conturi fiscale (% PIB)						
Balanța bugetului	-5.6	-2.9	-2.3	-1.6	-2.1	-1.6
Balanța primara	-4.1	-1.1	-0.6	-0.1	-0.6	-0.2
Datoria publică	34.2	37.3	37.8	39.7	37.8	37.0
Conturi Externe						
Balanța contului curent (mld EUR)	-6.2	-6.1	-1.2	-1.5	-1.7	-2.5
Balanța contului curent (% PIB)	-4.6	-4.5	-0.8	-1.0	-1.1	-1.4
Balanța de bază (% PIB)	-6.0	-6.3	-2.8	0.3	0.2	-0.1
ISD nete (mld EUR)	-1.8	-2.4	-2.9	2.0	2.0	2.2
ISD nete (% PIB)	-1.3	-1.8	-2.0	1.3	1.3	1.3
Datorie externă brută (mld EUR)	99.9	100.9	98.1	95.3	92.3	92.2
Datorie externă brută (% PIB)	74.9	75.3	67.8	63.0	58.2	53.9
Rezerve valutare (mld EUR)	33.2	31.2	32.5	31.5	31.6	31.6
Inflație/Rate de piață						
IPC (medie)	5.8	3.3	4.0	1.2	1.6	2.7
IPC (sfârșit perioada)	3.1	5.0	1.6	1.4	2.2	2.6
Țintă inflație BNR	3.0	3.0	2.5	2.5	2.5	2.5
Rată politică monetară (sf perioadă)	6.00	5.25	4.00	2.75	2.50	2.50
Dobândă interbancară 3 luni (sf perioadă)	6.30	6.04	2.44	1.60	1.90	2.40
USDRON (sf perioadă)	3.34	3.36	3.26	3.65	3.83	3.71
EURRON (sf perioadă)	4.32	4.43	4.48	4.45	4.40	4.38
USDRON (medie)	3.05	3.47	3.33	3.36	3.82	3.72
EURRON (medie)	4.24	4.46	4.42	4.44	4.42	4.39

Necesar brut de finanțare a guvernului

Mld EUR	2014P	2015P	2016P
Nevoie brută de finanțare	13.2	13.1	13.1
Deficit bugetar	3.1	3.3	2.8
Amortizarea datoriei publice	10.1	9.7	10.3
Local	8.9	6.9	8.6
Obligațiuni pe termen mediu și lung	6.3	4.2	6.3
Obligațiuni pe termen scurt	2.2	2.4	2.0
Împrumuturi	0.4	0.3	0.3
Extern	1.2	2.9	1.7
FMI/CE	1.0	1.7	0.0
Finanțare	14.2	13.1	13.1
Împrumuturi locale	9.3	10.3	11.1
Obligațiuni pe termen mediu și lung	6.6	7.9	9.3
Obligațiuni pe termen scurt	2.4	2.0	1.5
Împrumuturi	0.4	0.4	0.3
Împrumuturi externe	4.9	2.8	2.0
Obligațiuni pe termen mediu și lung	4.3	2.7	2.0
FMI/CE/BM	0.6	0.1	0.0
Alte surse	0.0	0.0	0.0
Rezerva fiscală (- = creștere)	-1.0	0.0	0.0

Necesar brut de finanțare externă

Mld EUR	2014P	2015P	2016P
Nevoie brută de finanțare	41.1	37.6	34.8
Deficit cont curent	1.5	1.7	2.5
Amortizarea datoriei pe termen mediu și lung	17.9	16.8	13.7
Guvern/Banca centrală	5.2	4.7	2.7
Bănci	5.9	5.4	5.0
Companii	6.8	6.7	6.0
Amortizarea datoriei pe termen scurt	19.2	18.1	17.1
Guvern/Banca centrală	0.3	0.3	0.2
Bănci	4.8	3.2	2.5
Companii	14.2	14.6	14.4
Alte nevoi	2.5	1.1	1.5
Finanțare	41.1	37.6	34.8
ISD	2.0	2.0	2.2
Capital acționari	0.3	0.1	0.1
Împrumuturi	34.3	31.9	30.7
Guvern/Banca centrală	6.2	4.4	3.9
Bănci	8.1	7.5	7.0
Companii	20.0	20.0	19.8
Fonduri Europene	3.5	3.7	1.9
Modificări ale rezervei valutare BNR (reducere (+)/creștere(-))	1.0	0.0	0.0

Sursa: BNR, Ministerul de Finanțe, UniCredit Research

Clauze de limitare a răspunderii

Recomandările noastre se bazează pe informații obținute din surse publice, sau sunt obținute din surse publice pe care le considerăm relevante, dar pentru a căror completitudine și acuratețe nu ne asumăm nici o responsabilitate. Toate estimările și opiniile incluse în acest raport reprezintă raționamentul independent al analiștilor la data publicării. 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 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 intenționat să fie 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. Oportunitățile de investiții discutate în acest raport 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. Prețul sau valoarea investițiilor discutate poate să fluctueze. Este posibil ca investitorii să primească înapoi mai puțini bani decât au investit. Modificări ale ratelor de schimb valutar ar putea să aibă efect negativ asupra valorii investițiilor. Mai mult decât atât, performanța trecută nu este neapărat un indicator al rezultatelor viitoare. În particular, riscurile asociate unui instrument financiar, de investiții nu sunt explicate în acest raport în totalitate.

Aceste informații sunt furnizate cu scop de informare și în consecință și nu ar trebui 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 meritelor și riscurilor asociate, și pe baza 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 conectate cu indemnul 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 Vienna Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Securities, UniCredit Menkul Değerler A.Ş., UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka, UniCredit Bank, Bank Pekao, Yapi Kredi, UniCredit Tiriac Bank, ATF Bank, 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 care să fie conectate cu acest document.

Această analiză este distribuită electronic sau prin poștă către investitori profesioniști, 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, reproduși sau republicată integral sau parțial în nici un scop.

Responsabilitatea pentru conținutul acestei publicații este a:

- UniCredit Bank AG, Am Tucherpark 16, 80538 Munich, Germany, (responsabil și pentru §34b WpHG). Compania aparține UniCredit Group.
Autoritate de reglementare: "BaFin" – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt, Germania.
- UniCredit Bank AG London Branch, Moor House, 120 London Wall, London EC2Y 5ET, United Kingdom.
Autoritate de reglementare: "BaFin" – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt, Germania și parțial de Financial Services Authority (FSA), 25 The North Colonnade, Canary Wharf, London E14 5HS, United Kingdom. Detalii legate de gradul de reglementare de către Financial Services Authority sunt disponibile la cerere.
- UniCredit Bank AG Milan Branch, Via Tommaso Grossi 10, 20121 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.
- UniCredit Bank AG Vienna Branch, Julius-Tandler-Platz 3, 1090 Viena, Austria
Autoritate de reglementare: Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Viena, Austria și parțial de "BaFin" – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt, Germany. Detalii legate de gradul de reglementare de către Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht sunt disponibile la cerere.
- UniCredit Bulbank, Sveta Nedelya Sq. 7, BG-1000 Sofia, Bulgaria
Autoritate de reglementare: Financial Supervision Commission (FSC), 33 Shar Planina str., 1303 Sofia, Bulgaria
- Zagrebačka banka, Paromlinska 2, HR-10000 Zagreb, Croatia
Autoritate de reglementare: Croatian Agency for Supervision of Financial Services, Miramarska 24B, 10000 Zagreb, Croatia
- UniCredit Bank Republica Cehă (UniCredit Bank Czechia), 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
- 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
- ZAO UniCredit Bank (UniCredit Rusia), Prechistsenskaya emb. 9, RF-19034 Moscova, Rusia
Autoritate de reglementare: Federal Service on Financial Markets, 9 Leninsky prospekt, Moscova 119991, Rusia
- UniCredit Bank Slovacia (UniCredit Slovacia), Šancova 1/A, SK-813 33 Bratislava, Slovacia
Autoritate de reglementare: National Bank of Slovakia, Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava, Slovacia
- UniCredit Tiriac Bank (UniCredit Tiriac), Bulevardul Expoziției nr. 1F, RO-012101 Bucharest 1, România
Autoritate de reglementare: Banca Națională a României, Strada Lipsicani nr. 25, sector 3, București, și CNVM, Romanian National Securities Commission, Strada Foișorului, nr.2, sector 3, București, România
- ATF Bank, 100 Furmanov Str., KZ-050000 Almaty, Kazakhstan
Autoritate de reglementare: The Republic of Kazakhstan on the state regulation and supervision of financial market and financial organisations, 050000, Almaty, 67 Aiteke Bi str., Kazakhstan

CONFLICTE POTENȚIALE DE INTERESE

UniCredit Bank AG acționează ca dealer specializat sau primar pentru obligațiunile de stat emise de Italia, Portugalia și Grecia. Principalele sarcini ca dealer specializat sunt de a participa în mod continuu și eficient la licitațiile organizate de statele respective, de a contribui la eficientizarea pieței secundare prin activitatea de formare de piață și prin cerințe de cotare, de a contribui la administrarea datoriei publice și la politicile de emisiune, prin activități de cercetare și de consultanță.

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.

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

Pentru a preveni și a remedia conflictele de interese, UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Bank AG Vienna Branch, UniCredit România, UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka, UniCredit Bank Czechia, Bank Pekao, UniCredit Rusia, UniCredit Slovacia, UniCredit Tiriac și ATF Bank au făcut anumite aranjamente cerute din punct de vedere juridic și de supervizare, la a căror aderare este monitorizată de către departamentul de conformitate. Conflictele de interes care apar sunt administrate prin bariere juridice și fizice și non-fizice (în mod colectiv denumite "Chinese Walls") menite să restricționeze fluxul de informații între departamentele entităților UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Bank AG Vienna Branch, UniCredit România, UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka, UniCredit Bank Czechia, Bank Pekao, UniCredit Rusia, UniCredit Slovacia, UniCredit Tiriac Bank și ATF Bank. În particular, unitățile de Investment Banking, inclusiv Corporate Finance, activități legate de piața de capital, consultanță financiară și alte activități care sunt legate de atragere de capital, sunt segregate prin bariere fizice și non-fizice de unitățile departamentului Markets, și de asemenea și de departamentul de cercetare economică. Execuțiile de ordine pentru acțiuni de către UniCredit Bank AG Milan Branch, altele decât cele asociate facilitării accesului clienților sau pentru delți hedging-ul asociat produselor OTC și produselor derivate listate, nu fac subiectul tranzacționării în nume propriu. În rapoartele de cercetare economică se dau informațiile referitoare la conflictele de interese și la alte interese materiale. Analiștii sunt supervizați și conduși în activitatea zilnică de manageri care nu au responsabilități de Investment Banking, inclusiv Corporate Finance, sau alte activități legate de vânzarea de instrumente financiare către clienți.

INFORMAȚII ADIȚIONALE NECESARE SUB LEGILE ȘI REGLEMENTĂRILE JURISDICȚIILOR INDICATE

Anunț pentru investitorii din Australia

Această publicație este destinată clienților corporate din Australia sub următoarele condiții:

UniCredit Bank AG și sucursalele sale nu dețin licență din partea Australian Financial Services, dar sunt exonerate de necesitatea de a deține o licență sub incidența actului cu privire la serviciile financiare destinate clienților corporate. UniCredit Bank AG și sucursalele sale sunt reglementate de BaFin sub legile germane, care diferă de legile australiene. Acest document are ca singur scop distribuirea către clienții corporate conform definiției din secțiunea 761G din actul corporațiilor. UniCredit Bank AG și sucursalele sale nu sunt instituții autorizate pentru colectarea depozitelor conform actului băncilor 1959 și nu sunt autorizate pentru activitate bancară în Australia.

Anunț pentru investitorii din Austria

Acest document nu constituie și nu face parte din orice ofertă de vânzare sau subscriere, sau solicitare de cumpărare a oricăror titluri de valoare, iar acest document sau oricare parte a acestuia nu va constitui baza și nu va fi utilizat ca încurajare/recomandare pentru intra în orice contract sau angajament.

Acest document este confidențial și este adresat strict destinatarului în scop informativ și nu poate fi reprodus, redistribuit sau transmis unor terți sau publicat, în întregime sau parțial pentru nici un scop.

Anunț pentru investitorii din Republica Cehă

Acest raport este destinat clienților UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Bank AG Vienna Branch, UniCredit România, UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka, UniCredit Bank Czechia, Bank Pekao, UniCredit Rusia, UniCredit Slovacia, UniCredit Tiriac și ATFBank din Republica Cehă și nu poate fi utilizat de orice persoană pentru alte scopuri.

Anunț pentru investitorii din Italia

Acest raport nu poate fi distribuit clienților retail conform definiției din articolul 25, paragraful 1(e) din Regulamentul nr. 16190 aprobat de CONSOB pe 29 octombrie, 2007. În cazul analizelor compacte, invităm investitorii să citească raportul conex al companiei, ce poate fi găsit pe site-ul UniCredit Research www.research.unicreditgroup.eu.

Anunț pentru investitorii din Japonia

Acest raport nu constituie și nu face parte din orice ofertă de vânzare sau subscriere, sau solicitare de cumpărare a oricăror titluri de valori, iar acest document sau oricare parte a acestuia nu va constitui baza și nu va fi utilizat ca încurajare/recomandare pentru intră în orice contract sau angajament.

Anunț pentru investitorii din Polonia

Conform cunoștințelor noastre, nu toate instrumentele financiare la care s-a făcut referire în această analiză sunt înregistrate sub legea fereală cu privire la piața instrumentelor financiare a Federației Ruse datată din 22 aprilie 1996 și amendată ("Legea"), și ca atare nu sunt oferite sau vândute și nu li se face publicitate în Federația Rusă. Această analiză este destinată investitorilor calificați, definiți conform Legii și nu va fi distribuită sau diseminată publicului sau oricărei persoane care nu este un investitor calificat.

Anunț pentru investitorii din Rusia

Conform cunoștințelor noastre, nu toate instrumentele financiare la care s-a făcut referire în această analiză sunt înregistrate sub legea fereală cu privire la piața instrumentelor financiare a Federației Ruse datată din 22 aprilie 1996 și amendată ("Legea"), și ca atare nu sunt oferite sau vândute și nu li se face publicitate în Federația Rusă. Această analiză este destinată investitorilor calificați, definiți conform Legii și nu va fi distribuită sau diseminată publicului sau oricărei persoane care nu este un investitor calificat.

Anunț pentru investitorii din Turcia

Informațiile de investiție, comentariile și recomandările menționate în această analiză nu sunt cuprinse în scopul activității de consultanță investițională. Serviciile de consultanță investițională sunt oferite în urma unui contract de angajare a serviciilor de consultanță investițională cu o instituție de brokeraj, companie de gestionare a portofoliului, bănci neautorizate pentru colectarea depozitelor și clienții. Comentariile și recomandările menționate în această analiză au la bază opinii individuale ale analiștilor. Aceste opinii ar putea să nu satisfacă statutul financiar sau preferințele de risc și profit ale clientului. Din acest motiv, luarea unor decizii de investiție exclusiv pe baza informațiilor din această analiză ar putea avea consecințe diferite de așteptările clientului.

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 România, UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka, UniCredit Bank Czechia, Bank Pekao, UniCredit Rusia, UniCredit Slovacia, UniCredit Tiriac Bank 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.

Anunț pentru investitorii din Statele Unite ale Americii

Această informație este furnizată destinatarilor din SUA în conformitate cu Regula 15a-6 ("Regula 15a-6") din actul bursei de valori mobiliare din SUA din 1934, amendat. Fiecare destinatar a acestei analize reprezintă și își dă acordul, prin acceptarea acestui raport, că este un "investitor instituțional de mare importanță" (conform definiției din Regula 15a-6) și că înțelege riscurile generate de executarea unor tranzacții cu astfel de instrumente. Orice destinatar din SUA al acestui raport care dorește să discute sau să primească informații adiționale cu privire la titlurile de valoare sau emitenții menționate în această analiză sau angajarea în orice tranzacție de cumpărare sau vânzare sau solicitare de cumpărare sau vânzare ale acestor titluri de valoare, ar trebui să contacteze un reprezentant înregistrat al UniCredit Capital Markets, LLC.

Orice tranzacție a persoanelor din SUA (în afara broker-ilor sau dealer-ilor înregistrați în SUA sau băncilor care acționează în capacitate de broker-dealer) trebuie să fie realizată cu sau prin intermediul UniCredit Capital Markets.

Titlurile de valoare la care s-a făcut referire în acest raport pot să nu fie înregistrate sub actul titlurilor de valoare din 1933, amendat, iar emitenții acestor titluri de valoare poate să nu facă obiectul reglementărilor de raportare din SUA sau a altor exigențe. Informațiile disponibile referitoare la acești emitenți ar putea fi limitate, iar acești emitenți ar putea să nu facă obiectul aceluiași standarde de raportare și auditare a emitenților din SUA.

Informația inclusă în acest raport este destinată exclusiv unor anumiți "investitori instituționali de mare importanță" și nu poate fi folosită de către orice altă persoană pentru orice scop. Această informație este furnizată exclusiv în scop informativ și nu constituie o solicitare de cumpărare sau ofertă de vânzare a unor titluri de valoare conform actului valorilor mobiliare din 1933, amendat, sau sub orice altă lege, regulă sau reglementare federală cu privire la titlurile de valoare. Oportunitățile de investiție discutate în acest raport ar putea fi nepotrivite pentru anumiți investitori în funcție de obiectivele lor de investiție, toleranța la risc și poziția financiară a acestora. În jurisdicțiile în care UniCredit Capital Markets nu este înregistrat sau licențiat pentru a tranzacționa valori mobiliare, mărfuri sau alte produse financiare, tranzacțiile pot fi executate doar în conformitate cu legislația aplicabilă, ce poate varia de la o jurisdicție la alta și care ar putea necesita ca tranzacția să fie efectuată în conformitate cu excepțiile și dispensările de la legislația cu privire la necesitatea înregistrării sau licențierii.

Informația din această publicație este bazată pe surse atent selecționate, considerate fiabile, dar UniCredit Capital Markets nu își asumă răspunderea cu privire la gradul de completitudine sau acuratețea acestora. Toate opiniile exprimate în această analiză reflectă opinia autorului la momentul publicării, indiferent de data la care destinatarul primește raportul, și pot fi modificate fără notificări suplimentare.

UniCredit Capital Markets poate să fi emis alte rapoarte inconsistente cu, și care ajung la alte concluzii decât, informațiile prezentate în acest raport. Aceste publicații reflectă diferite ipoteze, opinii și metode de analiză ale autorilor. Performanța din trecut nu ar trebui să constituie un indicator sau o garanție a performanței viitoare și nu se oferă nici o garanție, explicită sau implicită, cu privire la performanța viitoare.

UniCredit Capital Markets și orice altă companie afiliată acesteia poate să, cu privire la titlurile de valoare discutate în această analiză: (a) să își asume o poziție long sau short și să cumpere sau să vândă astfel de titluri de valoare; (b) să acționeze ca bancă comercială sau de investiție pentru emisiunea acestor titluri de valoare; (c) să acționeze ca formator de piață pentru aceste titluri de valoare; (d) să facă parte din consiliul de administrație al emitenților titlurilor de valoare; (e) să acționeze în poziția de consultant sau consilier al emitenților.

Informația inclusă în acest raport poate să includă analize de perspectivă în înțelesul legilor federale cu privire la titlurile de valoare, care sunt supuse unor anumite riscuri și incertitudini. Factorii care pot duce la o diferență între rezultatele efective ale unei companii și așteptări pot include, dar fără a se limita la: incertitudini de ordin politic, modificări ale condițiilor economice generale care afectează nivelul cererii pentru produsele și serviciile furnizate de companie, modificări ale condițiilor din piețele valutare internaționale, modificări ale condițiilor din piețele financiare internaționale și locale și în mediul de competiție și ale oricăror alți factori asociați condițiilor enumerate mai devreme. Toate analizele de perspectivă din acest raport intră sub incidența afirmațiilor de mai sus.

Acest document nu poate fi distribuit în Canada.

UniCredit Research*

Michael Baptista
Global Head of Research
+44 207 826-1328
michael.baptista@unicredit.eu

Dr. Ingo Heimig
Head of Research Operations
+49 89 378-13952
ingo.heimig@unicreditgroup.de

Economics & FI/FX Research

Erik F. Nielsen, Global Chief Economist
+44 207 826 1765
erik.nielsen@unicredit.eu

Economics & Commodity Research
European Economics

Marco Valli, Chief Eurozone Economist
+39 02 8862-8688
marco.valli@unicredit.eu

Dr. Andreas Rees, Chief German Economist
+49 89 378-12576
andreas.rees@unicreditgroup.de

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

Tullia Bucco, Economist
+39 02 8862-2079
tullia.bucco@unicredit.eu

Chiara Corsa, Economist
+39 02 8862-2209
chiara.corsa@unicredit.eu

Dr. Loredana Federico, Economist
+39 02 8862-3180
loredana.federico@unicredit.eu

Mauro Giorgio Marrano, Economist
+39 02 8862-8222
mauro.giorgiomarrano@unicredit.eu

Alexander Koch, CFA
+49 89 378-13013
alexander.koch1@unicreditgroup.de

Chiara Silvestre, Economist
chiara.silvestre@unicredit.eu

US Economics

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

China Economics

Nikolaus Keis, Economist
+49 89 378-12560
nikolaus.keis@unicreditgroup.de

Commodity Research

Kathrin Goretzki, Economist
+49 89 378-15368
kathrin.goretzki@unicreditgroup.de

Jochen Hitzfeld, Economist
+49 89 378-18709
jochen.hitzfeld@unicreditgroup.de

EEMEA Economics & FI/FX Strategy

Gillian Edgeworth, Chief EEMEA Economist
+44 207 826-1772
gillian.edgeworth@unicredit.eu

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

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

Dan Bucsa, Economist
+44 207 826-7954
dan.bucsa@unicredit.eu

Hrvoje Dolenc, Chief Economist, Croatia
+385 1 6006 678
hrvoje.dolenc@unicreditgroup.zaba.hr

Hans Holzhaecker, Chief Economist, Kazakhstan
+7 727 244-1463
h.holzhaecker@atfbank.kz

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

Catalina Molnar, Chief Economist, Romania
+40 21 200-1376
catalina.molnar@unicredit.ro

Marcin Mrowiec, Chief Economist, Poland
+48 22 656-0678
marcin.mrowiec@pekao.com.pl

Carlos Ortiz, Economist, EEMEA
+44 207 826-12288
carlos.ortiz@unicredit.eu

Mihai Patrulescu, Senior Economist, Romania
+40 21 200-1378
mihai.patrulescu@unicredit.ro

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

Dmitry Veselov, Ph.D., Economist, EEMEA
+44 207 826-1808
dmitry.veselov@unicredit.eu

Global FI Strategy

Michael Rottmann, Head, FI Strategy
+49 89 378-15121
michael.rottmann1@unicreditgroup.de

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

Chiara Cremonesi, FI Strategy
+44 20 7826-1771
chiara.cremonesi@unicredit.eu

Elia Lattuga, FI Strategy
+39 02 8862-2027
elia.lattuga@unicredit.eu

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

Herbert Stocker, Technical Analysis
+44 20 7826-1771
herbert.stocker@unicreditgroup.de

Global FX Strategy

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

Armin Mekelburg, FX Strategy
+49 89 378-14307
armin.mekelburg@unicreditgroup.de

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
Tel. +49 89 378-18927

Bloomberg
UCCR

Internet
www.research.unicreditgroup.eu