

Analiză Macroeconomică și
Strategie

Raport Trimestrial
UniCredit Bank



6 octombrie 2017

“ Mirajul creșterii ”

Perspective economice: Creșterea economică de peste 5% anticipată pentru anul 2017 ascunde dezechilibre fiscale tot mai mari. Măsuri ad-hoc, majorări de taxe și reduceri ale investițiilor publice ar putea menține deficitul bugetar sub 3% din PIB anul acesta, dar nu și în 2018. Creșterea consumului privat și intrările reduse de fonduri europene vor conduce la ieșiri nete de capital din România. În plus, creșterea salariilor într-un ritm mai accelerat decât cel al creșterii productivității indică faptul că leul ar trebui să se deprecieze în anii următori. BNR a majorat dobânda la facilitatea de depozit cu 25 de puncte de bază până la 0,5% în octombrie și anticipăm o nouă majorare de 25 de puncte de bază în noiembrie, urmând ca în prima jumătate a anului 2018 să decidă majorarea dobânzii de politică monetară de trei ori.

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

Mirajul creșterii

Creșterea economică rapidă este pusă în pericol de accentuarea dezechilibrelor fiscale și externe. La mai puțin de 10 ani de la unul dintre cele mai dure programe de austeritate din Europa, guvernul României repetă multe dintre greșelile care au condus la recesiunea severă din 2009-2010.

Dezechilibrele fiscale sunt în creștere...

Politica fiscală reprezintă cel mai mare risc la adresa stabilității macroeconomice. Guvernul continuă să implementeze măsuri populiste, deși resursele sunt limitate: anticipăm o creștere de doar 1,2% a veniturilor din taxe anul acesta, în pofida unei creșteri nominale a PIB de 9,9%. Mai mult, salariile din sectorul public și cheltuielile sociale ar putea crește cu 16,6% în 2017 față de 2016. În căutarea unor venituri suplimentare guvernul a devenit mai creativ, dar nu neapărat și mai eficient: 1. a anulat decizii anterioare de relaxare fiscală (cum ar fi supraacciza la carburanți eliminată în luna ianuarie și re-introdusă în septembrie-octombrie); 2. a temperat anumite măsuri anunțate anterior (84% din majorarea de anul viitor a salariilor din sectorul public va fi anulată de transferul contribuțiilor sociale în totalitate în sarcina angajaților); 3. a transferat bani de la companiile deținute majoritar de stat (prin repartizarea de dividende din profiturile anului 2016 și din rezervele societăților¹); 4. a redus cheltuielile pentru investiții publice cu echivalentul a 1,3% din PIB în comparație cu planificarea originală, și 5. a redus rambursările de TVA pentru a compensa – cel puțin temporar – slaba colectare a veniturilor fiscale.

...iar deficitul bugetar va depăși nivelul de 3% din PIB în 2018

În urma rectificării bugetare semnificative, deficitul anului 2017 ar putea rămâne în preajma sau sub nivelul de 3% din PIB (conform metodologiei europene), mai ales dacă o parte a investițiilor realizate anul acesta vor fi clasificate drept cheltuieli pentru apărare. Cu toate acestea, guvernul riscă să încheie anul 2018 cu un deficit bugetar de aproximativ 3,7% din PIB, pentru că veniturile bugetare nu pot finanța relaxarea fiscală planificată pentru anul viitor. Această estimare a deficitului ia în calcul o continuare a reducerii investițiilor publice.

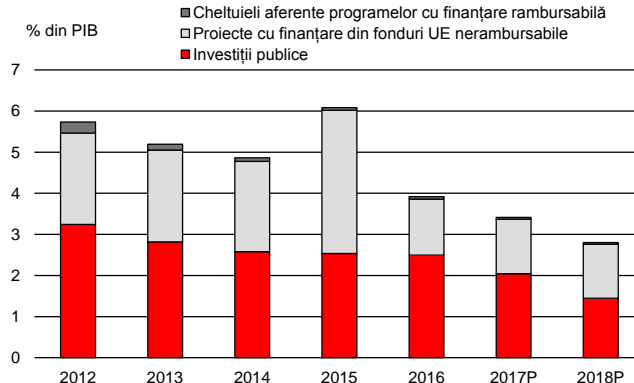
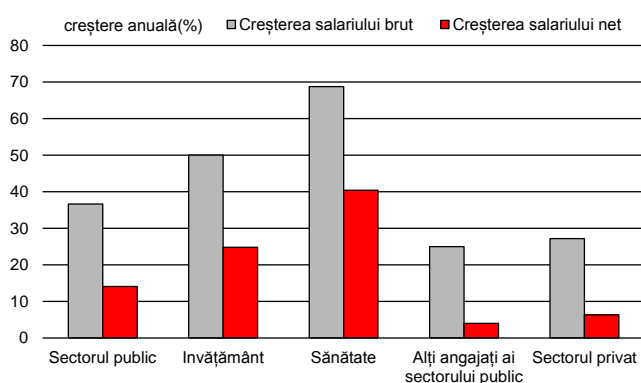
Anticipăm o creștere economică de 5,3% în 2017 și 3,6% în 2018...

Creșterea economică ar putea încetini de la 5,3% în 2017 la 3,6% în 2018 pe fondul unei temperări a principalilor factori de creștere, anume consumul și stocurile. Creșterea alertă a salariului va continua să susțină consumul privat, însă veniturile nete vor crește mai încet decât salariile brute. Angajații sectorului public se vor bucura de o creștere a salariului brut de 25-70% în 2018, cu cele mai mari creșteri planificate în educație și sănătate. Deși celor din urmă li s-a promis o majorare salarială de 148%, anticipăm o majorare de doar 70%, deoarece cheltuielile bugetare suplimentare până la acel nivel ar fi echivalente cu 0,8% din PIB. Mai mult, transferul contribuțiilor sociale în sarcina

STRUCTURA CONSUMULUI PUBLIC NU SUȘȚINE CREȘTEREA PE TERMEN LUNG

Salariile nete vor crește într-un ritm mai lent decât cele brute în 2018

Investițiile publice vor scădea la un minim istoric în 2017-18



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

¹ În opinia Consiliului Fiscal, până la 1,5 miliarde de lei vor fi excluse din venituri conform metodologiei europene (suma care depășește profiturile operaționale aferente anului 2016 ale companiilor deținute majoritar de stat).

...stimulată în principal de consumul privat...

angajatului va menține ritmul mediu de creștere a salariilor nete din sectorul public într-un interval de „doar” 4 - 40%. În același timp, salariul mediu net din sectorul privat ar putea crește cu 6% anul viitor, similar majorării din 2017. Creșterea corespunzătoare a salariului mediu brut este de 27%, dacă guvernul forțează companiile private să majoreze salariile brute ale angajaților cu echivalentul contribuțiilor sociale pe care nu le vor mai plăti. Stocurile vor crește în urma recoltei mari de cereale, însă investițiile vor fi afectate de amânarea lucrărilor de infrastructură și de creșterea capacităților de producție neutilizate în industrie (în contrast cu tendința din Europa centrală).

Exporturile nete vor continua să frâneze creșterea economică...

Exporturile nete vor frâna creșterea economică, deoarece expansiunea comerțului cu amănuntul este acoperită preponderent din import. Mai mult, majorările frecvente ale salariului minim pe economie vor continua să erodeze marjele de profit ale exportatorilor români, care ar avea nevoie de un leu mai slab pentru a-și îmbunătăți situația financiară. Cererea internă și europeană puternice vor sprijini producția industrială, cu toate că ritmul de creștere al acesteia s-ar putea tempera în 2018 pe fondul unor efecte de bază, al investițiilor reduse, al costurilor salariale mai mari și al creșterii lente a producției de energie. Serviciile vor continua să crească rapid, unele din cele mai performante sectoare fiind transportul internațional (pe măsură ce comerțul internațional își continuă revenirea), IT (criza de personal e mai puțin stringentă decât în restul Europei centrale) și comerțul cu amănuntul (stimulat de creșterile salariale). Estimăm o creștere de două cifre a construcțiilor din sectorul privat pe toate subcomponentele acestora: spații comerciale, logistice, rezidențiale și construcții industriale.

...în timp ce serviciile vor continua să crească într-un ritm alert

Fluxurile nete de capital stabil ar putea deveni negative anul acesta și anul viitor...

Fluxurile nete de capital stabil ar putea fi negative anul acesta și anul viitor, în contrast puternic cu tendințele regionale. Anticipăm o majorare a deficitului comercial cu bunuri la peste 8% din PIB, conducând la o adâncire a deficitului de cont curent, în pofida exporturilor de servicii mai puternice. Investițiile străine directe ar putea consta în principal în profituri reinvestite, păstrându-și nemodificată ponderea în PIB. Mai îngrijorător este faptul că guvernul a renunțat la îmbunătățirea absorbției fondurilor UE anul acesta, reducând co-finanțarea planificată. Intrările de fonduri structurale și de coeziune s-au redus la 274 milioane de euro în primele șapte luni ale anului 2017 (conform Ministerului Finanțelor Publice) și s-ar putea situa sub 1% din PIB anul acesta. Îmbunătățirea de anul viitor ar putea fi minoră, ținând cont de majorarea constrângerilor bugetare, context în care este puțin probabil să fie inițiate noi proiecte mari de infrastructură.

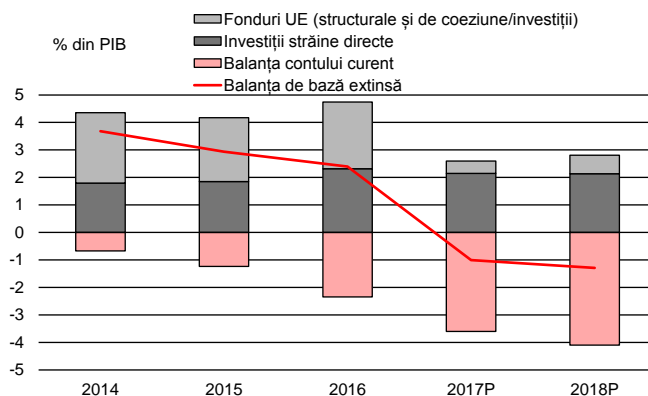
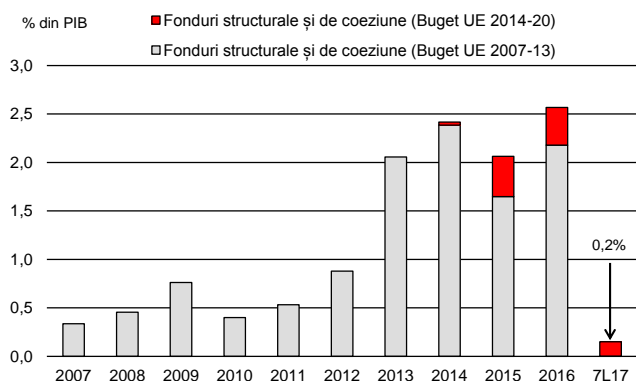
...menținând leul sub presiune

Leul este supraevaluat în continuare din cauza intrărilor de capital în scădere și a majorării costului unitar cu forța de muncă. Tendința de depreciere caracteristică lunilor de toamnă, împreună cu riscurile fiscale și politice ar putea menține cursul EUR-RON în preajma sau chiar desupra nivelului de 4,60 până la finalul anului. Suntem de părere că

FLUXURILE DE CAPITAL S-AR PUTEA ÎNRĂUȚĂȚI, MENȚINÂND LEUL SUB PRESIUNE

Absorbția fondurilor structurale și de coeziune este 0,2% în 2017

Balanța de bază extinsă va deveni negativă anul acesta



Sursa datelor: Eurostat, Ministerului Finanțelor Publice, BNR, UniCredit Research

BNR ar putea majora dobânda la facilitatea de depozit cu 0,5 de puncte procentuale anul acesta...

...și dobânda de politică monetară până la 2,5% în prima jumătate a anului 2018

România riscă două conflicte cu UE legate de sustenabilitatea fiscală și de independența justiției

BNR va îngădui o depreciere graduală a leului, iar tranziția spre intervalul de tranzacționare de 4,60-4,70 se va produce în primul trimestru al anului 2018, coincizând cu începutul ciclului de majorare a dobânzii de politică monetară.

BNR a început înăsprirea monetară prin majorarea dobânzii la facilitatea de depozit cu 25 de puncte de bază până la 0,5% în octombrie și anticipăm o nouă majorare până la 0,75% în noiembrie 2017. Până atunci, inflația anuală ar putea accelera peste 2% din cauza reintroducerii accizei la carburanți și a scumpirii energiei electrice și gazelor naturale, toate reflectate în prețurile plătite de consumatori. Inflația totală și cea de bază ar putea depăși ținta BNR în ianuarie 2018, din cauza efectelor de bază nefavorabile și a creșterii prețurilor produselor nealimentare și serviciilor. BNR ar putea reacționa majorând dobânda de politică monetară de trei ori, până la nivelul de 2,5% în intervalul februarie-mai 2018.

Există riscul a două conflicte cu autoritățile europene, unul legat de sustenabilitatea fiscală și al doilea legat de independența justiției. Comisia Europeană dispune de mai multe instrumente pentru a pedepsi România decât în cazul Poloniei și al Ungariei, în contextul existenței Mecanismului de Cooperare și Verificare pentru reforme judiciare.

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

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

Laurian Georgescu
Economist
UniCredit Bank
+40 (0)21 200 1355
Laurian.Georgescu@unicredit.ro

DATE MACROECONOMICE ȘI PROGNOZE

	2014	2015	2016	2017P	2018P
PIB (mld. EUR)	150,3	160,0	169,6	183,3	191,8
Populație (mln.)	20,0	19,9	19,8	19,6	19,6
PIB pe locuitor (EUR)	7.534	8.049	8.581	9.333	9.797
Economia reală, creștere anuală (%)					
PIB	3,1	3,9	4,8	5,3	3,6
Consum gospodăriei populație	4,7	6,0	7,4	6,6	4,0
Investiții fixe	3,2	8,3	-3,3	-2,2	-1,3
Consum colectiv sector public	0,8	0,1	4,5	1,9	1,6
Exporturi	8,0	5,4	8,3	8,8	6,0
Importuri	8,7	9,2	9,8	10,2	7,4
Salariul nominal lunar (EUR)	531	576	643	724	922
Salariul real creștere an-la-an (%)	4,2	9,1	14,6	13,3	24,8
Rata șomajului (%)	6,8	6,8	5,9	5,1	4,8
Conturi fiscale (% din PIB)					
Balanța bugetară	-1,4	-0,8	-3,0	-3,0	-3,7
Balanța primară	0,1	0,5	-1,7	-1,8	-2,2
Datoria publică	39,4	38,0	37,6	38,1	39,0
Conturi externe					
Balanța contului curent (mld. EUR)	-1,0	-2,0	-4,0	-6,5	-7,8
Balanța contului curent (% PIB)	-0,7	-1,2	-2,3	-3,5	-4,1
Balanța de bază extinsă (% PIB)	3,7	2,9	2,4	-1,0	-1,3
ISD nete (% PIB)	1,8	1,8	2,3	2,1	2,1
Datoria externă brută (% PIB)	63,0	56,5	54,5	51,3	49,9
Rezerve valutare (mld. EUR)	32,2	32,2	34,2	33,4	32,0
Luni de importuri (bunuri și servicii) acoperite de rezerva valutară	6,2	5,8	5,7	4,9	4,4
Inflație/Rate de piață/Curs de schimb					
IPC (medie)	1,1	-0,6	-1,5	1,1	3,4
IPC (sfârșit perioadă)	0,8	-0,9	-0,5	2,2	3,1
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	1,35	2,52
USDRON (sfârșit perioadă)	3,69	4,15	4,30	3,86	3,74
EURRON (sfârșit perioadă)	4,48	4,52	4,54	4,63	4,68
USDRON (medie)	3,35	4,01	4,06	4,04	3,80
EURRON (medie)	4,44	4,44	4,49	4,57	4,63
Curs de schimb real efectiv, 2000=100	126,0	124,2	121,6	118,5	113,8
Evoluție (%)	0,9	-1,5	-2,1	-2,5	-4,0

NECESAR BRUT DE FINANȚARE A GUVERNULUI

Mld. EUR	2016	2017P	2018P
Nevoie brută de finanțare	14,3	13,5	16,2
Deficit bugetar	4,1	5,8	7,1
Amortizarea datoriei publice	10,2	7,8	9,1
Local	8,6	6,6	6,3
Obligațiuni pe termen lung	6,3	3,5	3,5
Obligațiuni pe termen scurt	2,0	2,8	2,5
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	13,5	16,2
Împrumuturi locale	10,7	10,2	10,6
Obligațiuni pe termen lung	7,8	7,6	8,0
Obligațiuni pe termen scurt	2,8	2,5	2,5
Împrumuturi	0,1	0,1	0,1
Împrumuturi externe	4,1	3,5	3,7
Obligațiuni pe termen mediu și lung	3,3	2,8	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)	-0,5	-0,1	1,9

NECESAR BRUT DE FINANȚARE EXTERNĂ

Mld. EUR	2016	2017P	2018P
Nevoie brută de finanțare	41,8	41,8	42,7
Deficit cont curent	4,0	6,5	7,8
Amortizarea datoriei pe termen mediu și lung	26,1	22,8	22,2
Guvern/Banca centrală	3,6	2,9	4,3
Bănci	8,0	6,8	6,1
Companii/Altele	14,5	13,0	11,7
Amortizarea datoriei pe termen scurt	11,6	12,6	12,7
Guvern/Banca centrală	0,0	0,3	0,3
Bănci	4,9	3,2	4,0
Companii/Altele	6,8	9,1	8,4
Finanțare	41,8	41,8	42,7
ISD (net)	3,9	3,8	4,1
Capital acționari, net	0,1	0,4	0,1
Împrumuturi pe termen mediu și lung	23,2	23,7	23,9
Guvern/Banca centrală	4,5	4,3	4,6
Bănci	5,6	6,4	5,8
Companii/Altele	13,0	12,9	13,5
Împrumuturi pe termen scurt	12,2	12,3	11,8
Fonduri structurale și de coeziune UE	4,1	0,8	1,3
Alte surse	0,0	0,0	0,0
Modificări ale rezervei valutare (- = creștere)	-1,8	0,8	1,4
Memorandum:			
Cumpărări de obligațiuni în lei ale nerezidenților	1,4	1,9	1,6
Emisiuni obligațiuni internaționale, net	1,8	2,8	1,5

Sursa: Eurostat, INS, BNR, Ministerului Finanțelor Publice, UniCredit Research

Clauze de limitare a răspunderii

Analiza noastră se bazează pe informații obținute din surse publice, sau care se bazează pe surse publice pe care le considerăm relevante, dar pentru a căror completitudine și acuratețe nu ne asumăm nicio responsabilitate. Toate estimările și opiniile și proiecțiile și prognozele incluse în acest raport reprezintă raționamentul independent al analiștilor la data publicării, cu excepția cazului în care este specificată o altă dată. Acest raport poate conține referințe la site-uri ale unor terțe părți, al căror conținut nu este controlat de UniCredit Bank. Nu ne asumăm responsabilitatea pentru conținutul acestor website-uri ale părților terțe. Ne rezervăm dreptul să modificăm opiniile prezentate în acest raport în orice moment fără notificare. Mai mult decât atât, ne rezervăm dreptul de a nu actualiza aceste informații și de a întrerupe publicarea raportului fără notificări suplimentare.

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

Aceste informații sunt furnizate cu scop de informare și în consecință nu trebuie înțelese ca un substitut al obținerii de consiliere individuală. Investitorii trebuie să își analizeze singuri oportunitatea 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 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, 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, Marie-Curie-Str. 24-28, 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), Schottengasse 6-8, 1010 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 Praga 1, Republica Cehă

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

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

CONFLICTE POTENȚIALE DE INTERESE

UniCredit S.p.A. acționează ca dealer specializat sau dealer primar pentru obligațiunile de stat emise de Italia sau Grecia și ca formator de piață pentru anumite obligațiuni și titluri de stat emise de Spania și Portugalia. Principalele atribuții ale dealerului specializat sunt participarea continuă și eficientă la licitațiile în instrumentele financiare guvernamentale, de a contribui la eficiența pieței secundare prin activitățile de formare a piețelor și îndeplinirea cerințelor de cotare și pentru a contribui la administrarea datoriei publice și la politica de emisiune a datoriei, inclusiv prin activități de cercetare. În România, UniCredit Bank S.A. are calitatea de dealer primar și formator de piață pentru anumite obligațiuni și titluri de stat emise de Ministerul Finanțelor Publice (MFP). În calitatea sa de dealer primar, UniCredit Bank S.A. poate participa pe piața primară la licitațiile organizate de MFP, colaborează la operațiunile de administrare a datoriei publice derulate de MFP și de asemenea, poate emite rapoarte de cercetare și analiză, inclusiv cu privire la situația macroeconomică. În calitatea sa de formator de piață pentru anumite obligațiuni și titluri de stat emise de Ministerul Finanțelor Publice, UniCredit Bank S.A. contribuie la eficientizarea pieței secundare prin activitatea de formare de piață și prin îndeplinirea obligațiilor de furnizare de cotații ferme.

DECLARAȚII ALE ANALIȘTILOR

Remunerația autorilor nu a fost, și nu va fi legată de recomandările sau opiniile exprimate în acest studiu, nici direct și nici indirect.

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

Pentru a preveni sau a remedia conflictele de interese, UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Bank Austria AG, UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka d.d., UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, ZAO UniCredit Bank Russia, UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia Slovakia Branch, UniCredit Bank Romania, UniCredit Bank AG New York Branch au stabilit o serie de măsuri organizaționale necesare din punct de vedere juridic și de supraveghere, a căror respectare este monitorizată de către Direcția Conformitate. Conflictele de interes care pot apărea sunt gestionate prin stabilirea unor bariere informaționale menite să restricționeze fluxul de informații între departamentele entităților UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Bank Austria AG, UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka d.d., UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, ZAO UniCredit Bank Russia, UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia Slovakia Branch, UniCredit Bank Romania, UniCredit Bank AG New York Branch și altele. În particular, echipa de Cercetare Macroeconomică are propria sa barieră informațională pentru a împiedica 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 participatii semnificative în capitalurile proprii ale companiilor care fac obiectul acestui raport; (ii) societățile care fac obiectul acestui raport nu dețin participatii 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

Această analiză poate fi distribuită 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 reprezentația că este îndreptățit să primească un astfel de raport, în acord cu și bazat pe restricțiile incluse în această secțiune de "Clauze de limitare a răspunderii" și este de acord să se supună acestor restricții.

Anunț pentru investitorii din Coasta de Fildeș

Informațiile cuprinse în prezentul raport au fost obținute prin Unicredit Bank AG din surse considerate a fi de încredere, cu toate acestea, nu se face nici o declarație expresă sau implicată 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, reprodușă sau republicată integral sau parțial în nici un scop, fără acordul prealabil al UniCredit Bank AG.

Anunț pentru investitorii din Noua Zeelandă

Acest raport este destinat pentru distribuție numai persoanelor care sunt "clienți wholesale", în sensul legii privind consilierii financiari 2008 ("FAA") și prin primirea acestui raport, aceștia susțin și sunt de acord că (i) sunt un "client wholesale" sub semnificația FAA; (ii) nu vor distribui acest raport nici unei 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
& Regulatory Control
+49 89 378-13952
ingo.heimig@unicredit.de

Economics & FI/FX Research**Economics Research****European Economics Research**

Marco Valli, Head of Macro Research,
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, Chief 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., Chief UK & Senior
Global Economist
+44 207 826-7805
daniel.vernazza@unicredit.eu

US Economics Research

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

EEMEA Economics Research

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

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

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, Munich or Frankfurt), UniCredit Bank AG London Branch (UniCredit Bank, London), UniCredit Bank AG Milan Branch (UniCredit Bank, Milan), UniCredit Bank New York (UniCredit Bank, New York), UniCredit Bank Austria AG (Bank Austria), UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka d.d., UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, ZAO UniCredit Bank Russia (UniCredit Russia), UniCredit Bank Romania.