

Analiză Macroeconomică și
Strategie

Raport Trimestrial
UniCredit Bank



22 martie 2016

“ **Entuziasmul pentru activele românești
a dispărut** ”

Perspective economice: Impulsul pentru continuarea reformelor a încetinit înaintea alegerilor locale și parlamentare de anul acesta. Anticipăm o adâncire a deficitului bugetar și a celui de cont curent, existând riscul ca cel dintâi să depășească 3% din PIB în 2017 în absența majorărilor de taxe. Consumul privat și agricultura vor conduce la o creștere de peste 4% anul acesta. Creșterea ar putea încetini în 2017 pe fondul importurilor puternice și a exporturilor modeste. Ne așteptăm ca inflația să rămână în interiorul intervalului țintit, iar BNR să mențină dobânda de politică monetară neschimbată în 2016 și 2017. Pe termen scurt, banca centrală menține retorica de restrângere a condițiilor monetare, dată fiind politica fiscală laxă.

Informațiile din acest raport conțin viziunea UniCredit Group asupra României, așa cum a fost inclusă în raportul CEE Quarterly, distribuit în data 21 martie 2016.

Entuziasmul pentru activele românești a dispărut

Nu există riscuri majore în 2016, însă nici motivație pentru continuarea reformelor

Social Democrații sunt favoriziți atât pentru câștigarea alegerilor locale cât și a celor generale...

... însă liberalii ar putea cu toate acestea să formeze o coaliție de guvernare în decembrie

Următorul guvern va fi nevoit să înapsească politicile fiscale ...

... pentru a menține deficitul sub 3% din PIB

Creșterea PIB va depăși probabil 4% în 2016, însă va încetini în 2017...

Guvernul tehnocrat care va fi în fruntea țării pe parcursul a două runde de alegeri anul acesta a reușit să limiteze cheltuielile publice și să evite derapajele democratice. Însă, este nevoie de mai mult pentru a impulsiona activele românești. Cu toate acestea, o vânzare semnificativă a activelor românești rămâne improbabilă.

Alegerile locale care vor fi organizate în data de 5 iunie, vor stabili coordonatele pentru alegerile generale din noiembrie-decembrie 2016. Introducerea sistemului electoral cu un singur tur de scrutin avantajează substanțial Partidul Social Democrat (PSD), partidul aflat anterior la guvernare. Cel mai probabil, adeversarii politici ai PSD nu vor reuși să conteste în timp util constituționalitatea acestui sistem și să obțină o decizie de revenire la sistemul de alegeri în două tururi până în iunie. Victoria în alegerile locale oferă de obicei un avantaj în sondajele referitoare la alegerile parlamentare, însă transferurile de la guvernul central către cele locale pentru a recompensa alegătorii vor fi probabil limitate anul acesta de guvernul tehnocrat. PSD (în coaliție cu partidele populiste mici) ar putea câștiga alegerile generale, în pofida faptului că sondajele îi arată în urma partidului liberal PNL, deoarece electoratul țintit de acesta este mai disciplinat. Mai mult, PNL nu reușește să atragă acea categorie e electoratului pro-reformă, care a votat în semn de protestat și al cărei vot a condus la victoria neașteptată a Președintelui Klaus Iohannis în decembrie 2014. În consecință, o înfrângere la o diferență mică va permite PNL să formeze o coaliție de guvernare cu partidul minorității maghiare UDMR și posibil cu Mișcarea Populară (PMP) a fostului Președinte Traian Băsescu. Domnul Băsescu încearcă să atragă voturile emoționale care merg de obicei către partidele populiste și naționaliste.

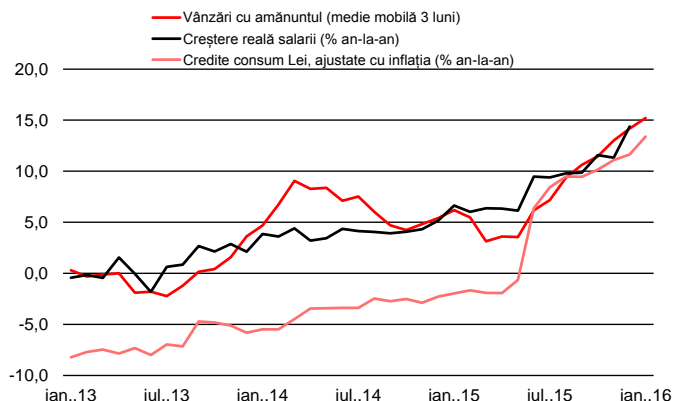
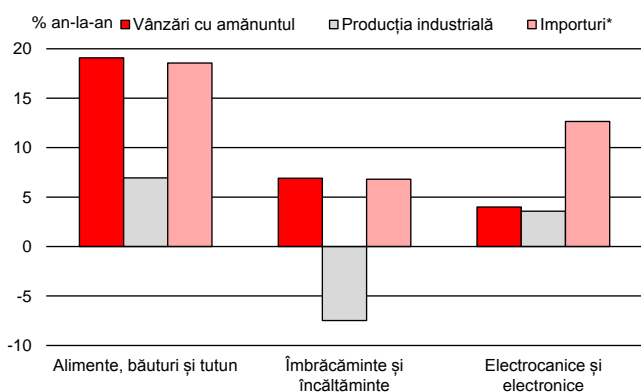
Din punct de vedere al politicilor economice, este foarte probabil ca diferențele dintre o coaliție condusă de PSD și una condusă de PNL să fie mici. Următorul guvern va moșteni un buget care conține cheltuieli pro-ciclice masive, cu un deficit estimat în creștere la peste 3% din PIB în 2017 în absența unor modificări de restrângere fiscală. În timp ce deficitul bugetar ar putea fi limitat la 3% din PIB anul acesta, un rezultat similar pentru 2017 ar necesita o creștere economică de peste 4,5% și o îmbunătățire semnificativă a gradului de colectare al taxelor. Deși autoritățile mizează pe o îndeplinire a celor două condiții menționate anterior, suntem de părere că prognozele lor sunt prea optimiste.

Creșterea PIB va depăși nivelul de 4% anul acesta dacă recolta din 2016 va fi una excepțională, însă va încetini în 2017 din cauza faptului că o porțiune mai mare a creșterii consumului este acoperită de produsele din import. Creșterea accelerată a creditului și a salariului real, alături de reducerile de TVA vor susține creșterea alertă a

CREȘTEREA VA FI STIMULATĂ DE CEREREA DOMESTICĂ

Consumul puternic stimulează importurile într-o măsură mai mare decât stimulează producția locală

Salariile și creditarea în lei cresc în cel mai alert ritm înregistrat din 2008 până în prezent



*Pentru electrocasnice și electronice, importurile includ mașini și utilaje

Sursa datelor: INS, BNR, UniCredit Research

... din cauza creșterii importurilor care contracarează parțial creșterea consumului ...

... în timp ce exporturile și investițiile rămân în urmă

Legea Dării în Plată ar putea înăspri condițiile financiare

Deficitul bugetar și cel de cont curent se vor adânci probabil anul acesta...

... făcând posibile majorări de taxe în 2017...

... și o reducere a capacității de finanțare externă în 2016...

... care ar putea afecta negativ leul

Anticipăm că BNR va menține dobânda de politică monetară neschimbată în 2016 și 2017...

comerțului cu amănuntul. Cu toate acestea, producătorii locali nu beneficiază pe deplin de cererea puternică, iar producția domestică de bunuri de consum și alimente este în scădere sau crește mult mai încet decât comerțul cu amănuntul. Mai mult, creșterea exporturilor va fi probabil inferioară creșterii exporturilor din alte țări din Europa Centrală din cauza lipsei unor noi capacități de producție. Riscurile care planează asupra creșterii afectează și serviciile. Transportul, unul din cei mai mari contributory la intrările de cont curent, ar putea suferi dacă spațiul Schengen va fi suspendat și vor fi reintroduse controalele la frontiere. În timp ce băncile anticipează o revenire a activității, legea Dării în Plată ar putea rezulta într-o creștere a avansurilor și costurilor, conducând la o temperare a creditării imobiliare care ar putea încetini revenirea din sectorul construcțiilor rezidențiale.

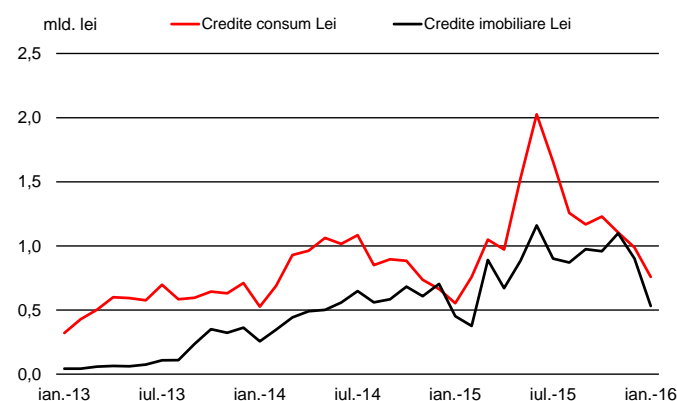
În timp ce legea Dării în Plată¹ ar putea conduce la o înăsprire a condițiilor financiare, efectul asupra creditelor în derulare ar putea fi mai mic decât cel estimat. Legea ar putea fi declarată neconstituțională deoarece modifică retroactiv contractele de credit. În caz contrar, cei care vor apela la lege și-ar putea pierde accesul la piața creditelor ipotecare pentru o perioadă îndelungată.

Pentru prima dată de la criza financiară, România se confruntă cu o adâncire a deficitului bugetar și a celui extern, într-un moment în care o politică fiscală anticiclică ar necesita o limitare a cheltuielilor. În absența unui cadru menit să îmbunătățească gradul de colectare a taxelor, cum sunt cele din Bulgaria sau Ungaria, România ar putea fi nevoită să majoreze taxele în 2017 pentru a menține deficitul sub 3% din PIB. În același timp, deficitul comercial se va adânci anul acesta pe fondul consumului puternic și a exporturilor modeste. În timp ce deficitul de cont curent în creștere ar putea fi acoperit de intrări de investiții străine directe (ISD) și fonduri europene, capacitatea de finanțare externă va scădea în 2016. Dacă luăm în calcul și volatilitatea apetitului global pentru risc, perechea EUR-RON ar putea tranzacționa în jumătatea superioară a intervalului 4.40-4.50 pentru cea mai mare parte a anului, în timp ce BNR va interveni probabil dacă volatilitatea cursului de schimb va crește.

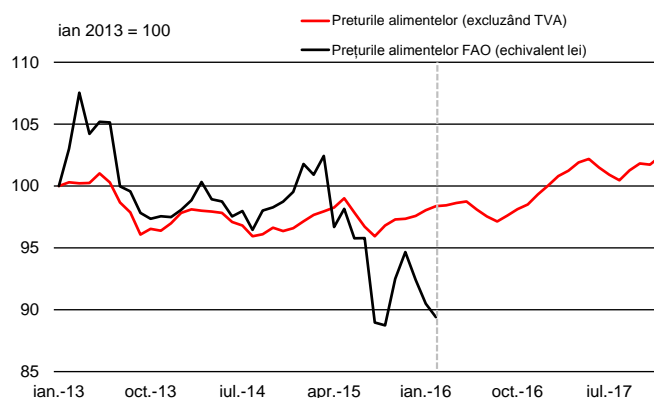
Comentariile BNR recente în favoarea restrângerii condițiilor monetare sunt în contrast cu poziția adoptată de celelalte bănci centrale din Europa Centrală. BNR și-a ajustat în sus așteptările de inflație² și a semnalat ca ar putea înăspri politica monetară pe fondul unui exces de cerere și politicii fiscale laxă. În timp ce BNR ar putea îngusta coridorul de

EXISTĂ MOTIVE PENTRU CARE BNR NU AR TREBUI SĂ SE GRĂBEASCĂ SĂ RESTRÂNGĂ CONDIȚIILE MONETARE

Creditarea nouă în lei încetinește



Prețurile internaționale ale alimentelor au scăzut abrupt datorită recoltelor excepționale



Sursa datelor: BNR, INS, FAO, UniCredit Research

¹ Legea prevede că un debitor individual va putea da băncii proprietatea achiziționată pentru a-și șterge datoria, indiferent dacă valoarea proprietății acoperă sau nu valoarea reziduală a creditului. Legea este aplicabilă creditelor în derulare, inclusiv celor acordate cu o garanție de stat în cadrul programului "Prima Casă".

² Prognoza pentru rata anuală a inflației este de 3,4% pentru finalul anului 2017, aproape de limita superioară a intervalului țintit, de 1.5-3.5%. În același timp, este anticipată o creștere a inflația de bază la 4,3% până în decembrie 2017, cel mai înalt nivel din iunie 2011.

... impactul unei creșteri mai puternice a cererii interne asupra perspectivelor politicii monetare fiind contracarat ...

...de relaxarea BCE și inflația importată redusă

Numirile din sistemul judiciar sunt importante pentru campania anticorupție

facilitate din jurul dobânzii de politică monetară cu 1punct procentual, suntem de părere că ar trebui să amâne majorările dobânzii-cheie din mai multe motive: 1. Mecanismul de transmisie a politicii monetare este slăbit. Cerințe prudentiale mai stricte ar fi mai eficiente în temperarea creșterii creditării; 2. Dobânzile mai mari vor încetini conversia creditelor din valută în lei, dar nu și creditele noi pentru consum, care depind mai grabă de disponibilitatea creditelor și de sentimentul consumatorilor, decât de costul creditării; 3. Factorii care au stimulat în trecut creșterea consumului au început să se tempereze. Creditarea nouă încetinește și legea Dării în Plată ar putea înăspri condițiile financiare. Pe deasupra, ritmul creșterii salariilor va încetini în absența unor majorărilor repetate ale salariului minim pe economie.; 4. Prețurile activelor românești ar putea deveni mai volatile. Diferențialul pozitiv al dobânzilor în raport cu zona euro presupune riscul unei accelerări a intrărilor de capital pe termen scurt. Mai mult, investitorii străini ar putea vinde din titlurile de stat românești deținute dacă vor anticipa o aplatizare a curbei randamentelor prin creșterea randamentelor titlurilor de stat pe termen scurt. 5. Inflația importată redusă va tempera ritmul de creștere al prețurilor de consum.

O serie de numiri cruciale vor fi făcute în sistemul judiciar înaintea alegerilor parlamentare. Ministrul Justiției Raluca Prună va numi probabil judecători și procurori cu înclinații spre reforme, dacă va avea susținerea domnului Iohannis. Doamna Prună a recomandat deja reconfirmarea doamnei Laura Codruța Kövesi ca procuror șef al Direcției Naționale Anticorupție (DNA). Mai important, trei judecători ai Curții Constituționale vor trebui numiți anul acesta pentru mandate de 9 ani. Domnul Iohannis, Senatul și Camera Deputaților vor numi fiecare câte un judecător.

Dan Bucșa

Economist, UniCredit Research
+44 207 826 7954

Dan.Bucsa@unicredit.eu

Anca Maria Aron

Economist Senior
+40 (0)21 200 1377

Anca.Aron@unicredit.ro

Mihaela Mitrea

Economist
+40 (0)21 200 1355

Mihaela.Mitrea@unicredit.ro

DATE MACROECONOMICE ȘI PROGNOZE

	2013	2014	2015	2016P	2017P
PIB (mld. EUR)	144,3	150,2	159,8	168,8	181,7
Populație (mln.)	20,0	19,9	19,9	19,8	19,8
PIB pe locuitor (EUR)	7.205	7.532	8.037	8.513	9.192
Economia reală, creștere anuală (%)					
PIB	3,5	3,0	3,7	4,3	3,8
Consum gospodării populație	0,7	3,8	6,1	6,0	4,3
Investiții fixe	-5,4	2,5	7,5	5,4	6,0
Consum colectiv sector public	-4,6	0,3	1,8	1,4	1,2
Exporturi	19,7	8,6	4,7	4,7	4,6
Importuri	8,8	8,9	8,4	7,9	7,0
Salariul nominal lunar (EUR)	507	531	576	616	654
Salariul real creștere an-la-an (%)	1,0	4,2	9,1	8,6	2,1
Rata șomajului (%)	7,1	6,8	6,8	6,7	6,5
Conturi fiscale (% din PIB)					
Balanța bugetară	-2,2	-1,4	-1,1	-2,9	-3,1
Balanța primară	-0,5	0,1	0,3	-1,6	-1,9
Datoria publică	38,0	39,8	37,9	39,8	39,5
Conturi externe					
Balanța contului curent (mld. EUR)	-1,5	-0,7	-1,8	-3,0	-3,7
Balanța contului curent (% PIB)	-1,1	-0,5	-1,1	-1,8	-2,0
Balanța de bază extinsă (% PIB)	3,0	3,9	3,0	1,1	1,1
ISD nete (% PIB)	2,0	1,8	1,7	1,8	1,9
Datoria externă brută (% PIB)	67,8	63,1	56,9	54,1	46,9
Rezerve valutare (mld. EUR)	32,5	32,2	32,2	34,5	33,4
Luni de importuri (bunuri și servicii) acoperite de rezerva valutară	6,7	6,2	5,8	5,9	5,4
Inflație/Rate de piață/Curs de schimb					
IPC (medie)	4,0	1,1	-0,6	-0,8	3,2
IPC (sfârșit perioadă)	1,6	0,8	-0,9	1,1	3,1
Țintă inflație BNR	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Rată politică moentară (sfârșit perioadă)	4,00	2,75	1,75	1,75	1,75
Dobândă interbancară 3 luni (media decembrie)	2,58	1,69	1,03	1,38	1,88
USDRON (sfârșit perioadă)	3,26	3,69	4,15	4,02	3,77
EURRON (sfârșit perioadă)	4,48	4,48	4,52	4,50	4,45
USDRON (medie)	3,33	3,35	4,01	4,13	3,86
EURRON (medie)	4,42	4,44	4,44	4,48	4,45
Curs de schimb real efectiv, 2000=100	123,80	125,48	123,35	119,03	122,56
Evoluție (%)	4,0	1,4	-1,7	-3,5	3,0

NECESAR BRUT DE FINANȚARE A GUVERNULUI

Mld. EUR	2015	2016P	2017P
Nevoie brută de finanțare	11,7	15,1	13,8
Deficit bugetar	2,3	4,9	5,6
Amortizarea datoriei publice	9,4	10,2	8,2
Local	6,7	8,6	7,0
Obligațiuni pe termen lung	4,7	6,3	3,6
Obligațiuni pe termen scurt	1,7	2,0	3,1
Împrumuturi	0,3	0,3	0,3
Extern	2,7	1,6	1,2
Obligațiuni și credite	1,0	1,5	0,0
FMI/CE/Alte IFI	1,7	0,1	1,2
Finanțare	11,7	15,1	13,8
Împrumuturi locale	7,9	11,1	11,2
Obligațiuni pe termen lung	5,5	8,9	8,9
Obligațiuni pe termen scurt	2,1	2,1	2,2
Împrumuturi	0,3	0,1	0,1
Împrumuturi externe	2,0	4,0	1,5
Obligațiuni pe termen mediu și lung	1,5	2,5	1,0
FMI/CE/Alte IFI	0,5	1,5	0,5
Privatizări/Alte surse	0,0	0,0	0,0
Modificarea rezervei fiscale (+ scădere stoc/- creștere stoc)	1,8	0,0	1,1

NECESAR BRUT DE FINANȚARE EXTERNĂ

Mld. EUR	2015	2016P	2017P
Nevoie brută de finanțare	32,5	30,5	29,8
Deficit cont curent	1,8	3,0	3,7
Amortizarea datoriei pe termen mediu și lung	19,7	14,6	13,2
Guvern/Banca centrală	6,2	3,4	3,0
Bănci	6,4	5,0	4,0
Companii/Altele	7,1	6,2	6,2
Amortizarea datoriei pe termen scurt	11,0	12,9	13,0
Guvern/Banca centrală	0,4	0,1	0,1
Bănci	3,5	4,9	4,9
Companii/Altele	7,1	7,9	8,1
Finanțare	32,5	30,5	29,8
ISD (net)	2,8	3,1	3,5
Capital acționari, net	0,1	0,1	0,1
Împrumuturi pe termen mediu și lung	14,4	15,8	11,6
Guvern/Banca centrală	2,8	6,2	3,0
Bănci	4,8	4,3	3,3
Companii/Altele	6,8	5,3	5,3
Împrumuturi pe termen scurt	11,8	12,0	11,4
Fonduri europene	3,7	1,9	2,1
Alte surse	0,0	0,0	0,0
Modificări ale rezervei valutare (reducere (+)/creștere(-))	-0,3	-2,4	1,2
Memorandum:			
Cumpărări de obligațiuni în lei ale nerezidenților	1,3	2,2	2,0
Emisiuni obligațiuni internaționale, net	0,5	1,0	1,0

Sursa: INS, BNR, Ministerul de Finanțe, UniCredit Research

Clauze de limitare a răspunderii

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

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

Aceste informații sunt furnizate cu scop de informare și în consecință nu trebuie înțelese ca un substitut al obținerii de consiliere individuală. Investitorii trebuie să își analizeze singuri oportunitatea 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, UniCredit Bank London, UniCredit Bank Milan, UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka, UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, Bank Pekao, UniCredit Russia, UniCredit Bank Romania și oricare dintre directorii, funcționarii sau angajații lor nu sunt responsabili (prin neglijență sau din alte motive) de vreo pierdere care ar putea rezulta din utilizarea acestui document sau a conținutului lui sau din alte acțiuni corelate cu acest document.

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

Responsabilitatea pentru conținutul acestei publicații este a:

Grupul UniCredit și subsidiarele sale fac subiectul regulamentelor Băncii Centrale Europene

a) UniCredit Bank AG (UniCredit Bank), Am Tucherpark 16, 80538 Munich, Germany, (responsabilă și pentru §34b WpHG). Compania aparține UniCredit Group.

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

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

Autoritate de reglementare: "BaFin" – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt, Germania and subject to limited regulation by the Financial Conduct Authority, 25 The North Colonnade, Canary Wharf, Londra E14 5HS, Marea Britanie and Prudential Regulation Authority 20 Moorgate, Londra, EC2R 6DA, Marea Britană. Detalii legate de gradul de reglementare sunt disponibile la cerere.

c) UniCredit Bank AG Milan Branch (UniCredit Bank Milan), Piazza Gae Aulenti, 4 - Torre C, 20154 Milano, Italia, autorizată de Banca Italiei pentru furnizarea de servicii de investiții.

Autoritate de reglementare: "Banca Italiei", Via Nazionale 91, 00184 Roma, Italia și Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt, Germania.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

CONFLICTE POTENȚIALE DE INTERESE

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

DECLARAȚII ALE ANALIȘTILOR

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

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

Pentru a preveni sau a atenua conflictele de interese, UniCredit Bank, UniCredit Bank London, UniCredit Bank Milan, UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka, UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, Bank Pekao, UniCredit Russia, și UniCredit Bank România au stabilit o serie de măsuri organizaționale necesare din punct de vedere juridic și de supraveghere, a căror respectare este monitorizată de către Direcția Conformitate. Conflictele

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

INFORMAȚII SUPPLEMENTARE NECESARE SUB LEGILE ȘI REGLEMENTĂRILE JURISDICȚIILOR INDICATE

Puteți găsi o listă a dezvoltărilor suplimentare necesare sub incidența legilor și 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 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 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-sectiunea 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 stimulent pentru intra în orice contract sau angajament de orice fel.

Anunț pentru investitorii din Polonia

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

Anunț pentru investitorii din Serbia

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

Anunț pentru investitorii din Marea Britanie

Această informație este destinată exclusiv clienților UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Bank AG Vienna Branch, UniCredit Bank S.A., UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka, UniCredit Bank Czechia, Bank Pekao, UniCredit Rusia, UniCredit Slovacia și ATFBank care (i)

au experiență profesională în chestiunile legate de investiții sau (ii) sunt persoane sub incidența Articolului 49(2)(a) și (d) (“companiile cu valoare netă ridicată, asociațiile fără răspundere limitată, etc”) al Actului 2000 privind serviciile și piețele financiare din Marea Britanie, ordinul 2005 sau (iii) cărora le este comunicat în mod legal (aceste persoane sunt denumite “persoane relevante”). Persoanele din afara sferei relevante nu trebuie să utilizeze această analiză. Orice investiție sau activitate de investiție la care se referă această analiză este disponibilă exclusiv persoanelor relevante și nu vor fi incluse în aceasta decât persoanele relevante.

UniCredit Research*

Erik F. Nielsen
Group Chief Economist
Global Head of CIB Research
+44 207 826-1765
erik.nielsen@unicredit.eu

Dr. Ingo Heimig
Head of Research Operations
+49 89 378-13952
ingo.heimig@unicreditgroup.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, Economist
+39 02 8862-0534
loredanamaria.federico@unicredit.eu

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

Chiara Silvestre, Economist
chiara.silvestre@unicredit.eu

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

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

US Economics

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

EEMEA Economics & FI/FX Strategy

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Global FI Strategy

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

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