

Analiză Macroeconomică și  
Strategie

**Raport Trimestrial**  
UniCredit Bank



13 ianuarie 2017

## “ Cât poate cheltui guvernul după alegeri? ”

---

**Perspective economice:** Anticipăm o reducere graduală a creșterii economice în 2017 și 2018 la 3,4%, respectiv 3,3%. O absorbție mai mică de fonduri europene și o încetinire a ritmului anual de creștere a salariului real ar putea încetini creșterea cererii interne. Este puțin probabil ca exporturile să accelereze în absența proiectelor mari de investiții străine directe (ISD). Estimăm că inflația va reveni în preajma țintei BNR spre finalul anului 2017. Banca Națională a României ar putea amâna majorările dobânzii de politică monetară cel puțin până în noiembrie 2017.

---

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

## Cât poate cheltui guvernul după alegeri?

România se află la începutul unui nou ciclu politic, caracterizat de o încetinire a creșterii economice și de finanțe publice sub presiune. Noul guvern, condus de Partidul Social Democrat (PSD), a adoptat o serie de măsuri de relaxare fiscală care se adaugă celor deja adoptate de parlamentul anterior. Deși vor încuraja consumul populației, aceste măsuri vor afecta negativ creșterea începând cu a doua jumătate a anului 2017.

**Anticipăm o temperare a creșterii economice anul acesta și următorul**

Anticipăm o temperare a creșterii economice la 3,4% anul acesta și la 3,3% în 2018, pe măsură ce unii dintre factorii care au stimulat creșterea în trecut vor pierde din intensitate. În primul rând, revenirea inflației în teritoriu pozitiv și o temperare a ritmului de creștere a salariului nominal vor influența negativ creșterea veniturilor reale. În al doilea rând, impulsul creditării ar putea deveni negativ pe fondul creșterii reale mai mici a salariului și a reducerii garanțiilor acordate de stat pentru creditele ipotecare în cadrul programului Prima Casă. În al treilea rând, este de așteptat ca absorbția fondurilor europene să scadă în comparație cu 2016. România este codașa regiunii în implementarea proiectelor cu finanțare UE din bugetul aferent perioadei de programare 2014-2020. În al patrulea rând, impulsul fiscal, care va rămâne pozitiv în prima jumătate a anului 2017, ar putea deveni negativ în al patrulea trimestru al anului curent dacă guvernul va dori să mențină deficitul sub nivelul de 3% din PIB. În al cincilea rând, recolta bogată din 2016 va genera un efect de bază negativ pentru anul acesta.

**Deficitul bugetar va fi probabil menținut aproape de limita de 3% din PIB...**

În 2017 și 2018 deficitul bugetar va fi menținut cu dificultate sub nivelul de 3% din PIB. Reducerea cotei TVA (cu 1 punct procentual) și eliminarea accizei suplimentare la carburanți (7 eurocenți/litru) implementate la 1 ianuarie 2017, dar și noile măsuri adoptate la începutul lunii ianuarie<sup>1</sup> ar putea duce deficitul bugetar peste nivelul de 4% din PIB anul acesta. În consecință, există riscul ca investițiile planificate în infrastructură și co-finanțarea pentru absorbția fondurilor europene să fie reduse anul acesta cu peste 1% din PIB pentru a respecta ținta de deficit. Relaxarea fiscală la vârful ciclului economic ar putea avea consecințe negative asupra creșterii economice după sfârșitul lui 2017: spațiul de majorare a investițiilor în 2018 și în anii următori rămâne redus, cu excepția scenariului în care taxele ar fi majorate.

**...prin reducerea investițiilor**

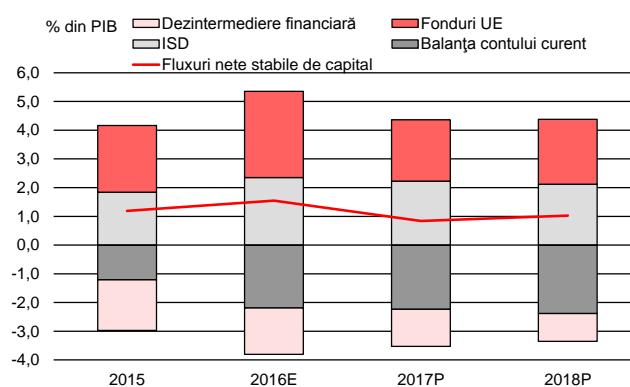
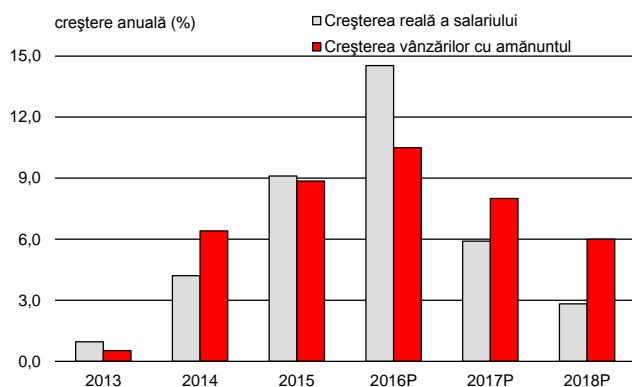
**Exporturile nete ar putea continua să contribuie negativ la creșterea PIB în 2017 și 2018**

Creșterea alertă a consumului privat va continua să adâncească deficitul comercial al comerțului cu bunuri. Este puțin probabil ca exporturile să accelereze în absența proiectelor mari de investiții străine directe (ISD). Anticipăm că ritmul de creștere anuală al exporturilor de bunuri va încetini sub 5% în 2017 și 2018, chiar dacă la nivel global

### CREȘTEREA CERERII INTERNE AR PUTEA ÎNCETINI ÎN 2017

Vânzările cu amănuntul ar putea încetini pe fondul temperării creșterii salariului real

Intrările nete de capital stabil s-ar putea tempera în anii următori



Sursa datelor: INS, BNR, MFE, UniCredit Research

<sup>1</sup> Printre care menționăm noi scutiri de la plata TVA, reduceri de taxe pentru pensionari și activitățile independente, precum și majorări de pensii și salarii.

comerțul va crește mai repede decât în anii trecuți. Cererea de bunuri din țările Europei va rămâne extrem de importantă: 90% din creșterea exporturilor românești în 2016 a fost determinată de cererea din UE, două treimi din aceasta venind din Germania. Dat fiind faptul că producția de autovehicule a atins un vârf în 2015, exporturile de produse electronice și de bunuri cu valoare adăugată scăzută, cum ar fi mobila și produsele alimentare, ar trebui să aibă o evoluție foarte bună pentru a compensa lipsa creșterii în sectorul auto. O astfel de evoluție este dificil de anticipat, din cauză că industria ușoară a fost afectată negativ de marjele de profit în scădere pe fondul creșterii costurilor cu forța de muncă.

#### Fluxurile stabile de capital s-ar putea diminua în 2017

Deficitul comercial în creștere va diminua fluxurile stabile de capital la 2,1% și 2,0% din PIB în 2017, respectiv 2018. Pe lângă absorbția în scădere a fondurilor UE, ISD vor continua să rămână în preajma nivelului de 2% din PIB. România nu are capacitatea de a concura cu țările vecine pentru proiectele mari de investiții în industria prelucrătoare din cauza infrastructurii deficitare și a expertizei reduse la nivel guvernamental.

#### Cursul EUR-RON va continua să fluctueze într-un interval redus

Pierderea competitivității ar putea împinge cursul EUR-RON spre niveluri mai ridicate, însă anticipăm că acesta se va situa în intervalul de variație 4,40-4,50, mai aproape de limita superioară a acestui interval. Deprecierea potențială a monedei este limitată de stocul creditelor acordate în valută, care ar putea depăși 30% din totalul creditelor la finalul anului 2018. Fluxurile stabile de capital mai mici decât în alte țări din Europa Centrală vor continua să acopere dezintermedierea financiară, însă vor oferi o susținere limitată pentru leu. Cu toate acestea, leul ar putea fi protejat de fluctuații ale apetitului pentru risc de faptul că deținerile investitorilor străini de titluri de stat emise pe piața locală rămân reduse, iar investitorii sunt preponderent din Zona Euro. În trecut, banca centrală a contracarat presiunile de apreciere asupra leului prin menținerea unui surplus de lichiditate în piața interbancară. Este puțin probabil ca excedentul structural de lichiditate să fie sterilizat, din cauza costurilor. Cu toate acestea, banca centrală va trebui să ia în considerare varianta înăsprii condițiilor monetare reale pe fondul creșterii accelerate a inflației.

#### Ritmul de creștere al inflației se va intensifica în 2017...

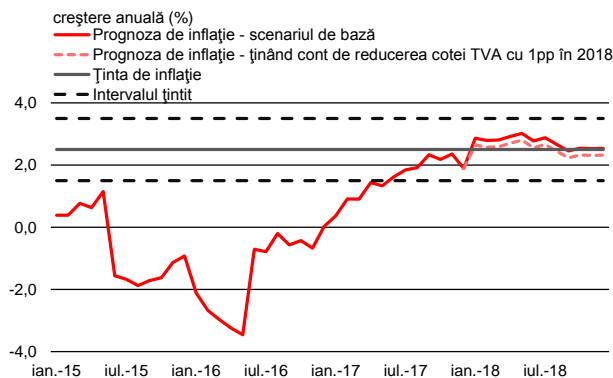
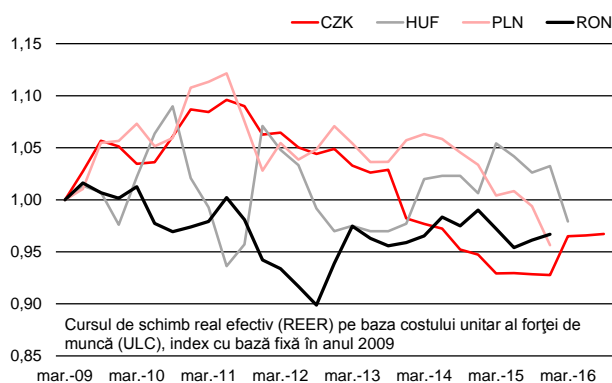
Inflația anuală va reveni în interiorul intervalului țintit de 1,5-3,5% în 2017, însă ar putea rămâne sub ținta centrală de 2,5% pe fondul reducerilor ratei TVA și a accizei. Excluzând impactul reducerilor de taxe, creșterea prețurilor este una generală, cel mai alert ritm fiind înregistrat de prețurile volatile ale combustibililor. Anul viitor, inflația ar putea depăși temporar nivelul țintit, pe măsură ce inflația CORE și prețurile combustibililor continuă să crească. Cu toate acestea, inflația s-ar putea situa la finalul anului 2018 în preajma nivelului de 2,5% sau chiar sub acesta, în cazul în care promisiunea electorală de a reduce cota generală de TVA cu încă 1pp va fi respectată. Banca centrală ar putea majora nivelul dobânzii de politică monetară spre noul nivel al inflației, însă momentul inițierii ciclului de înăsprire monetară rămâne incert. În opinia

#### ... însă majorările dobânzii de politică monetară ar putea fi amânate cel puțin până în noiembrie 2017

### BNR AR PUTEA AMĂNA ÎNĂSPRIREA CONDIȚIILOR MONETARE RELAE PÂNĂ LA FINALUL ANULUI 2017

Începând din 2012, leul s-a apreciat în termeni reali în comparație cu celelalte monede din regiune

BNR ar putea amâna înăsprirea condițiilor monetare din cauza traiectoriei viitoare incerte a inflației



Sursa datelor: băncile centrale, Eurostat, INS, UniCredit Research

noastră, este posibil ca BNR să nu reacționeze la episodul inițial de accelerare a inflației din prima jumătate a anului 2017 și să inițieze ciclul de majorări ale dobânzii de politică monetară doar în momentul în care inflația se va apropia de ținta de 2,5%. Conform estimărilor noastre, acest lucru ar fi posibil spre finalul anului 2017. În consecință, anticipăm trei majorări consecutive ale dobânzii de politică monetară începând din noiembrie 2017, până la nivelul de 2,5%.

O înăsprire a condițiilor monetare prin restrângerea coridorului din jurul dobânzii de politică monetară înaintea inițierii ciclului de majorări de dobândă ar putea fi contraproductivă. BNR ar putea fi obligată să lărgască din noul coridorul când va decide să mărească dobânda de politică monetară. Dacă ar menține un coridor restrâns, banca centrală s-ar putea confrunța cu costuri mai mari. Mai mult, o dobândă mai mare ar putea atrage capital speculativ și ar limita spațiul de manevră pentru stabilizarea leului prin gestionarea lichidității, cauzând o volatilitate mai mare a cursului de schimb. Un nivel mai ridicat pentru cursul de schimb EUR-RON ar putea menține interesul pentru o lege a conversiei în lei a creditelor acordate în valută. În opinia noastră, Curtea Constituțională va recomanda instanțelor inferioare să decidă de la caz la caz dacă sunt întrunite condițiile pentru conversia la un curs de schimb favorabil. În anii următori, cel mai mare risc pentru sectorul bancar va fi cel al conversiei mai extinse a creditelor acordate în valută.

**Principalele riscuri interne sunt cel al unei potențiale conversii în lei a creditelor acordate în valută...**

**... și cel al anulării reformelor din justiție**

Disputele politice locale riscă să afecteze prețul activelor românești, anumite măsuri având potențialul de a reduce atractivitatea titlurilor de stat românești, cel puțin în ochii investitorilor mai puțin dispuși să își asume riscuri.

**Dan Bucșa**  
Lead CEE Economist  
UniCredit Research  
+44 207 826 7954  
[Dan.Bucsa@unicredit.eu](mailto:Dan.Bucsa@unicredit.eu)

**Anca Maria Aron**  
Economist Senior  
UniCredit Bank  
+40 (0)21 200 1377  
[Anca.Aron@unicredit.ro](mailto:Anca.Aron@unicredit.ro)

**DATE MACROECONOMICE ȘI PROGNOZE**

	2014	2015	2016P	2017P	2018P
PIB (mld. EUR)	150,2	160,4	168,6	179,9	190,8
Populație (mln.)	20,0	19,9	19,8	19,7	19,6
PIB pe locuitor (EUR)	7.528	8.071	8.534	9.130	9.717
<b>Economia reală, creștere anuală (%)</b>					
PIB	3,0	3,8	4,5	3,4	3,3
Consum gospodării populație	3,8	6,1	8,1	7,4	5,7
Investiții fixe	2,5	8,8	3,3	0,6	2,1
Consum colectiv sector public	0,3	1,6	2,1	2,2	1,6
Exporturi	8,6	5,5	6,2	4,6	4,7
Importuri	8,9	9,1	8,7	7,2	7,0
Salariul nominal lunar (EUR)	531	576	643	693	729
Salariul real creștere an-la-an (%)	4,2	9,1	14,5	5,9	2,8
Rata șomajului (%)	6,8	6,8	6,1	5,8	5,5
<b>Conturi fiscale (% din PIB)</b>					
Balanța bugetară	-0,8	-0,8	-2,8	-3,0	-3,0
Balanța primară	0,7	0,5	-1,4	-1,5	-1,5
Datoria publică	39,4	37,9	38,7	39,0	38,9
<b>Conturi externe</b>					
Balanța contului curent (mld. EUR)	-1,0	-1,9	-3,7	-4,0	-4,5
Balanța contului curent (% PIB)	-0,7	-1,2	-2,2	-2,2	-2,4
Balanța de bază extinsă (% PIB)	3,7	3,0	3,2	2,1	2,0
ISD nete (% PIB)	1,8	1,8	2,4	2,2	2,1
Datoria externă brută (% PIB)	63,1	56,4	51,9	48,9	45,1
Rezerve valutare (mld. EUR)	32,2	32,2	34,2	35,4	35,4
Luni de importuri (bunuri și servicii) acoperite de rezerva valutară	6,2	5,8	5,8	5,6	5,3
<b>Inflație/Rate de piață/Curs de schimb</b>					
IPC (medie)	1,1	-0,6	-1,5	1,6	2,7
IPC (sfârșit perioadă)	0,8	-0,9	0,0	1,9	2,5
Țintă inflație BNR	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Rată politică moentară (sfârșit perioadă)	2,75	1,75	1,75	2,00	2,50
Dobândă interbancară 3 luni (media decembrie)	1,69	1,03	0,80	1,23	1,85
USDRON (sfârșit perioadă)	3,69	4,15	4,30	4,09	3,88
EURRON (sfârșit perioadă)	4,48	4,52	4,54	4,50	4,50
USDRON (medie)	3,35	4,01	4,06	4,18	3,96
EURRON (medie)	4,44	4,44	4,49	4,49	4,50
Curs de schimb real efectiv, 2000=100	126,1	124,2	121,7	121,2	122,7
Evoluție (%)	0,9	-1,5	-2,1	-0,4	1,2

**NECESAR BRUT DE FINANȚARE A GUVERNULUI**

Mld. EUR	2016P	2017P	2018P
<b>Nevoie brută de finanțare</b>	<b>14,0</b>	<b>12,5</b>	<b>14,3</b>
Deficit bugetar	3,8	5,4	5,7
Amortizarea datoriei publice	10,2	7,2	8,6
Local	8,6	6,0	5,7
Obligațiuni pe termen lung	6,3	3,6	3,6
Obligațiuni pe termen scurt	2,0	2,1	1,8
Împrumuturi	0,3	0,3	0,3
Extern	1,6	1,2	2,9
Obligațiuni și credite	1,5	0,0	1,5
FMI/UE/Alte IFI	0,1	1,2	1,4
<b>Finanțare</b>	<b>14,0</b>	<b>12,5</b>	<b>14,3</b>
Împrumuturi locale	11,1	9,8	10,1
Obligațiuni pe termen lung	8,9	7,9	8,0
Obligațiuni pe termen scurt	2,1	1,8	2,0
Împrumuturi	0,1	0,1	0,1
Împrumuturi externe	4,0	2,7	2,7
Obligațiuni pe termen mediu și lung	3,2	2,0	2,0
FMI/UE/Alte IFI	0,8	0,7	0,7
Privatizări/Alte surse	0,0	0,0	0,0
Modificarea rezervei fiscale (- = creștere stoc)	-1,1	0,0	1,5

**NECESAR BRUT DE FINANȚARE EXTERNĂ**

Mld. EUR	2016P	2017P	2018P
<b>Nevoie brută de finanțare</b>	<b>31,5</b>	<b>27,7</b>	<b>28,8</b>
Deficit cont curent	3,7	4,0	4,5
Amortizarea datoriei pe termen mediu și lung	14,3	12,5	13,4
Guvern/Banca centrală	3,6	2,8	4,5
Bănci	4,8	3,9	2,9
Companii/Altele	5,8	5,8	6,0
Amortizarea datoriei pe termen scurt	13,5	11,2	10,9
Guvern/Banca centrală	0,0	0,3	0,2
Bănci	4,9	3,5	3,1
Companii/Altele	8,6	7,4	7,6
<b>Finanțare</b>	<b>31,5</b>	<b>27,7</b>	<b>28,8</b>
ISD (net)	4,0	4,0	4,0
Capital acționari, net	0,1	0,1	0,1
Împrumuturi pe termen mediu și lung	11,8	10,5	10,2
Guvern/Banca centrală	5,0	3,8	3,9
Bănci	1,9	1,9	1,5
Companii/Altele	4,8	4,8	4,9
Împrumuturi pe termen scurt	10,8	10,5	10,2
Fonduri structurale și de coeziune UE	5,1	3,8	4,3
Alte surse	0,0	0,0	0,0
Modificări ale rezervei valutare (- = creștere)	-0,3	-1,2	0,0
<b>Memorandum:</b>			
Cumpărări de obligațiuni în lei ale nerezidenților	1,3	1,2	1,2
Emisiuni obligațiuni internaționale, net	1,7	2,0	0,5

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

## Clauze de limitare a răspunderii

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

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

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

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

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

### **Responsabilitatea pentru conținutul acestei publicații este a:**

#### **Grupul UniCredit și subsidiarele sale fac subiectul regulamentelor Băncii Centrale Europene**

a) UniCredit Bank AG (UniCredit Bank), Am Tucherpark 16, 80538 Munich, Germany, (responsabilă și pentru §34b WpHG). Compania aparține UniCredit Group. Autoritate de reglementare: "BaFin" – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt, Germania.

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## CONFLICTE POTENȚIALE DE INTERESE

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

## DECLARAȚII ALE ANALIȘTILOR

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

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

Pentru a preveni sau a atenua conflictele de interese, UniCredit Bank, UniCredit Bank London, UniCredit Bank Milan, UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka, UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, Bank Pekao, UniCredit Russia, și UniCredit Bank România au stabilit o serie de măsuri organizaționale necesare din punct de

vedere juridic și de supraveghere, a căror respectare este monitorizată de către Direcția Conformitate. Conflictele de interes care pot apărea sunt gestionate prin stabilirea unor bariere informaționale menite să restricționeze fluxul de informații între departamentele entităților UniCredit Bank, UniCredit Bank London, UniCredit Bank Milan, UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka, UniCredit Bank Czech Republic și Slovakia, Bank Pekao, UniCredit Russia, UniCredit Bank Romania și altele. În particular, echipa de Cercetare Macroeconomică are propria sa barieră informațională pentru a împiedica dezvoltarea sau circulația neadecvată a informațiilor confidentiale 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 SUPLIMENTARE 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](http://www.cib-unicredit.com/research-disclaimer).

#### **Anunț pentru investitorii din Austria**

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

#### **Anunț pentru investitorii din Bosnia și Herțegovina**

Acest raport este destinat în exclusivitate clienților UniCredit din Bosnia și Herțegovina ce au calitatea de investitori instituționali (Institucionalni investitori) conform definiției din Articolul 2 din Legea privind piața obligațiunilor și titlurilor de stat ale Federației Bosniei și Herțegovinei și ale articolului 2 din Legea privind piața obligațiunilor și titlurilor de stat ale Republicii Sprska, și nu poate fi folosit sau distribuit de către orice altă persoană. Această analiză nu constituie (integral sau parțial) ofertă de vânzare sau de subscriere sau de solicitare a unei oferte de a cumpăra sau de a subscrie la nici un instrument financiar, de piață monetară sau de orice alt tip și nu este ofertă de vânzare sau de subscriere sau de solicitare a unei oferte de a achiziționa sau de a subscrie un instrument financiar sau de orice alt tip.

#### **Anunț pentru investitorii din Brazilia**

Editorul(ii) și distribuitorul acestui raport specifică: (a) toate informațiile, estimările și opiniile incluse în acest raport reprezintă raționamentul independent al analiștilor, inclusiv în relație cu grupul Unicredit; și (b) cu excepția potențialelor conflicte de interese ce se regăsesc în titlul Conflicte potențiale de interese de mai sus, analiștii nu sunt într-o poziție în care pot avea impact asupra imparțialității acestui raport sau care pot să constituie un conflict de interese, inclusiv, dar nu se limitează la următoarele: (i) analiștii nu au o relație de nici o natură cu orice persoană care lucrează pentru oricare din companiile ce fac obiectul acestui raport; (ii) analiștii și soții(le) lor sau partenerii lor nu dețin, direct sau indirect, în nume lor sau în contul terților, titluri emise de oricare dintre companiile care fac obiectul acestui raport; (iii) analiștii și soții(le) lor sau partenerii lor nu sunt implicați, direct sau indirect, în achiziționarea, vânzarea și/sau de tranzacționarea pe piață a titlurilor emise de oricare dintre companiile care fac obiectul acestui raport; (iv) analiștii și soții(le) lor sau partenerii lor nu au nici un interes financiar în companiile care fac obiectul acestui raport; și (v) remunerația analiștilor nu este, în mod direct sau indirect, afectată de veniturile UniCredit ce decurg din afacerile sale și a tranzacțiile financiare. UniCredit denotă că: cu excepția potențialelor conflicte de interese menționate la rubrica "Conflicte potențiale de interese" de mai sus, UniCredit, companiile controlate, companiile ce dețin controlul sau companiile sub control comun ("Grupul Unicredit"), nu sunt într-o poziție care poate avea impact asupra imparțialității acestui raport sau care pot constitui un conflict de interese, inclusiv, dar fără a se limita la următoarele: (i) Grupul UniCredit nu deține participații semnificative în capitalurile proprii ale companiilor care fac obiectul acestui raport; (ii) societățile care fac obiectul acestui raport nu dețin participații semnificative în capitalurile proprii ale Grupului UniCredit; (iii) Grupul UniCredit nu are interese financiare sau comerciale semnificative în companiile sau titlurile care fac obiectul acestui raport; (iv) Grupul UniCredit nu este implicat în achiziționarea, vânzarea și/sau tranzacționarea titlurilor care fac obiectul acestui raport; și (v) Grupul UniCredit nu primește compensații pentru servicii prestate companiilor care fac obiectul acestui raport sau a oricărei părți legate de astfel de companii.

#### **Anunț pentru investitorii din Canada**

Acest raport a fost pregătit de UniCredit Bank AG, care nu are o prezență înregistrată de business în Canada. Acest raport cuprinde o discuție generală cu privire la meritele și riscurile unui titlu de valoare sau doar ale titlurilor de valoare, și nu sunt menite să se potrivească perfect cerințelor și circumstanțelor fiecărui destinatar. Conținutul acestui raport are doar scop informativ și nu este o ofertă de a vinde sau de solicitare a unei oferte de a cumpăra sau investi în titluri de valoare.

#### **Anunț pentru investitorii din Cipru**

Acest document se adresează doar clienților UniCredit Bank, care se încadrează în a doua Anexă (Secțiunea 2, clienții profesionali) din legea privind furnizarea de servicii de investiții, exercitarea de activități de investiții,



operațiuni pe piețele reglementate și alte aspecte conexe, Legea 144 (I)/2007 și a persoanelor cărora în mod legal li se poate comunica, deoarece posedă experiența, cunoștințele și expertiza pentru a lua propriile decizii de investiții și de a evalua corect riscurile pe care le suportă (toate aceste persoane fiind denumite "persoane relevante"). Acest document nu va putea forma baza de acțiune sau nu va putea fi invocat de persoane care nu sunt persoane relevante sau persoane relevante care au solicitat să fie tratate drept clienți de retail. Orice investiție sau activitate de investiții cu care această comunicare este conectată este disponibilă doar pentru persoanele relevante. Acest document nu constituie o ofertă de vânzare sau de subscriere sau de solicitare a unei oferte oricărei persoane căreia îi este ilegal de a face o astfel de ofertă sau solicitare.

#### **Anunț pentru investitorii din Hong Kong**

Aceast raport poate fi distribuit doar "clienților profesionali" așa cum sunt definiți în Programul 1 al Securities and Futures Ordinance (Capitolul 571, Legile Hong Kong) și orice reguli prevăzute de acesta și nu poate fi reprodus, folosit sau distribuit mai departe oricărei persoane, total sau parțial în niciun scop. Acest raport nu constituie (integral sau parțial) ofertă de vânzare sau de subscriere sau de solicitare a unei oferte de a cumpăra sau de a subscrie la nici un instrument financiar, de piață monetară sau de orice alt tip și nu este ofertă de vânzare sau de subscriere sau de solicitare a unei oferte de a achiziționa sau de a subscrie un instrument financiar sau de orice alt tip. Prin acceptarea acestui raport, destinatarul garantează și reprezintă că este îndreptățit să primească un astfel de raport, în acord cu și bazat pe restricțiile incluse în această secțiune de "Clauze de limitare a răspunderii" și este de acord să se supună acestor restricții.

#### **Anunț pentru investitorii din Coasta de Fildes**

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

#### **Anunț pentru investitorii din Noua Zeelandă**

Acest raport este destinat pentru distribuție numai persoanelor care sunt "clienți wholesale", în sensul legii privind 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 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@unicredit.de

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

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

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

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

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

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

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

Chiara Silvestre, Economist  
chiara.silvestre@unicredit.eu

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

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

**US Economics**

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

**EEMEA Economics & FI/FX Strategy**

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

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

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

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

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

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

Dr. Ágnes Halász, Chief Economist, Head,  
Economics and Strategic Analysis, Hungary  
+36 1 301-1907  
agnes.halasz@unicreditgroup.hu

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

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

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

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

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

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

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

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

**Global FX Strategy**

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

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

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

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

**Publication Address**

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

**Bloomberg**  
UCCR

**Internet**  
www.research.unicredit.eu

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