

Analiză Macroeconomică și  
Strategie

**Raport Trimestrial**  
UniCredit Bank



3 iulie 2017

## “ Spectrul greșelilor de dinaintea crizei ”

---

**Perspective economice:** Anticipăm o încetinire a creșterii economice la 4,4% în 2017 și 3,5% în 2018, din cauza scăderii investițiilor publice, a unei recolte mai slabe decât în 2016 și a unei politici fiscale mai stricte începând din T4 2017, pentru ca guvernul să poată menține deficitul sub nivelul de 3% din PIB. Politica fiscală rămâne cea mai mare amenințare pentru creșterea economică și stabilitatea macroeconomică. Un deficit al contului curent mai mare și un ritm de creștere alert al salariilor ar putea împinge cursul de schimb EURRON la niveluri mai ridicate, însă inflația s-ar putea menține în intervalul țintit de Banca Națională a României în 2017-2018. Anticipăm o majorare a dobânzii la facilitatea de depozit în a doua jumătate a anului 2017 și a dobânzii de politică montară în prima jumătate a anului 2018.

---

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

## Spectrul greșelilor de dinaintea crizei

Ritmul alert de creștere a economiei stimulat de consum ascunde dezechilibrele fiscale în creștere. Situația este similară indiscipliniei fiscale din deceniul trecut care a atras după sine un program de austeritate strict. Peisajul politic ar putea suferi modificări peste vară, ca urmare a disensiunilor din cadrul Partidului Social Democrat (PSD) aflat la guvernare.

**Anticipăm o temperare a creșterii economice în 2017-2018...**

Economia continuă să crească peste potențial, dar anticipăm o încetinire graduală la 4,4% în 2017 și 3,5% în 2018. Majorările salariale puternice vor menține consumul privat și comerțul cu amănuntul ca motoare ale creșterii în 2017. Cu toate acestea, comenzile pentru export ar putea crește mai repede decât cele interne, în special pentru bunuri de folosință îndelungată și de capital, pe măsură ce cererea internă continuă să încetinească. În pofida unei surprize pozitive în T1 2017, când produsul intern brut a crescut cu 5,7% față de perioada corespunzătoare din anul anterior, continuăm să anticipăm o încetinire a creșterii economice din cauza lipsei lucrărilor de infrastructură, a investițiilor productive reduse, a agriculturii și a impulsului fiscal negativ.

**...pe fondul investițiilor publice reduse...**

În anii 2017 și 2018, piața imobiliară va fi motorul investițiilor fixe, cererea pentru toate tipurile de clădiri fiind în creștere. Între timp, investițiile publice și co-finanțarea pentru fondurile UE ar putea atinge cel mai redus nivel de la criza financiară, cele dintâi fiind limitate de cheltuielile cu salariile și de asistență socială. Mai mult, intrările de fonduri UE s-ar putea situa sub nivelul de 2% din PIB anul acesta din cauza lipsei proiectelor. Doar 11,4% din fondurile UE disponibile pentru România în cadrul perioadei de programare 2014-2020 au fost alocate, în timp ce intrările din primele cinci luni ale lui 2017 au însumat 0,1% din PIB. În aceeași perioadă, rambursările întârziate din cadrul perioadei de programare 2007-13 (fără impact asupra creșterii) au fost 1,1% din PIB.

**...a unei recolte mai slabe decât în 2016...**

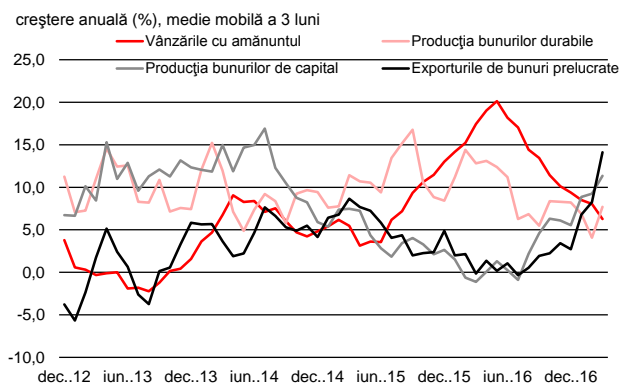
Condițiile meteo nefavorabile din primele cinci luni ale anului ar putea afecta recolta de cereale de anul acesta, după o recoltă excepțională în 2016. Este probabil ca efectele negative asupra PIB să fie resimțite începând din al doilea trimestru al anului 2017. Din punct de vedere al cererii, acest fapt s-ar putea transpune într-un consum mai redus în T2-T3 2017 (din cauza unei contribuții mai mici a autoconsumului) și în exporturi mai mici în T4 2017 și T1 2018.

**...și a unei politici fiscale mai stricte în 2018**

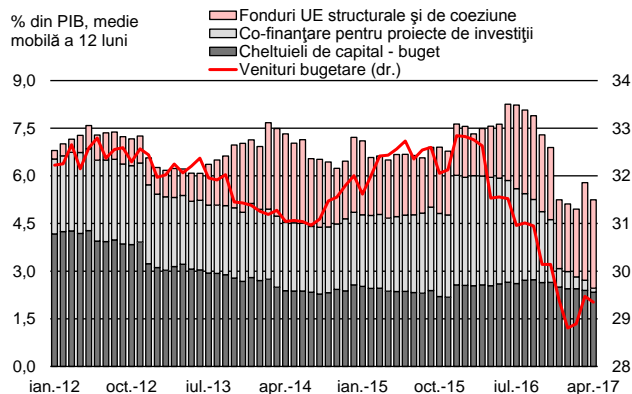
Politica fiscală rămâne cel mai mare risc la adresa creșterii și stabilității macroeconomice. Veniturile bugetare exprimate ca procente din PIB sunt în scădere, deoarece reducerile ratei TVA nu sunt compensate de o îmbunătățire a colectării. Golul de venituri va fi acoperit anul acesta din dividende mai mari de la companiile de stat, menținând deficitul bugetar sub nivelul de 3% din PIB. Gradul dezamăgitor de colectare a taxelor a determinat guvernul să renunțe la câteva din promisiunile electorale, cum ar fi cota zero de TVA pentru vânzarea de locuințe și pentru publicitate. Salariile din sectorul public vor fi majorate doar în ianuarie 2018 (cu 25%, în loc să fie dublate), iar

### CONSUMUL PRIVAT ȘI INVESTIȚIILE PUBLICE AR PUTEA CREȘTE MAI LENT

Producția industrială stimulată de exporturi, nu de vânzările cu amănuntul



Veniturile publice, investițiile și co-finanțarea la cele mai mici niveluri de după criza



Sursa datelor: INS, MinFin, UniCredit Research

profesorii și doctorii vor beneficia de o nouă majorare în martie 2018. Cu toate acestea, deficitul bugetar ar putea depăși 3% din PIB în 2018. Rectificarea bugetară din luna august ar putea înăspri și mai mult politica fiscală. În plus, trecerea la un impozit pe venitul global al gospodăriilor ar putea să nu fie realizată în 2018 din cauza scăderii veniturilor așteptată inițial (mai mult de 3% din PIB în prima jumătate a anului 2018).

**Politica fiscală reprezintă cel mai mare risc la adresa creșterii și stabilității macroeconomice**

Angajamentele care implică cheltuieli mai mari ar putea genera majorări de taxe pentru a evita întoarcerea la procedura de deficit excesiv (PDE) în 2018 sau 2019. Astfel, cota unică de impozitare ar putea fi înlocuită cu una progresivă care să includă niveluri mai mari de taxe. Nici companiile nu sunt ferite de o eventuală majorare a taxelor. Incertitudinea fiscală ar putea afecta consumul și investițiile productive din sectorul privat.

**Este posibil ca ISD și intrările de fonduri UE să nu compenseze deficitul mai mare al contului curent**

Deficitul contului curent se va apropia de nivelul de 3% din PIB în 2017 din cauza unui deficit comercial în creștere și a profiturilor realizate de companiile multinaționale. Deficitul contului curent din anul 2018 ar putea fi și mai mare<sup>1</sup>, iar finanțarea acestuia va fi problematică. Profiturile reinvestite ale multinaționalelor s-ar putea reduce dacă mediul fiscal devine incert (așa cum s-a întâmplat în Polonia în 2016). Mai mult, investițiile străine directe (ISD), care în trecut erau atrase de costurile mici de producție, ar putea scădea. Deja majorarea rapidă a salariului minim pe economie a determinat o parte din producătorii cu valoare adăugată mică, în special din industria ușoară, să se relocheze în țările învecinate. Astfel, fluxurile de capital stabil către România s-ar putea reduce semnificativ, la mai puțin de 0,5% din PIB în 2017-18.

**Leul s-ar putea deprecia treptat**

Dezechilibrele externe în creștere și aprecierea în termeni reali a leului (măsurată pe baza cursului de schimb efectiv ajustat cu costul unitar al forței de muncă) ar putea determina deprecierea leului. Deși conform estimărilor noastre valoarea de echilibru a cursului de schimb EURRON este în preajma nivelului de 5,00, o depreciere accelerată este puțin probabilă. În schimb, intervalul de variație a cursului de schimb<sup>2</sup> ar putea urca gradual în trepte de câte 10 bani.

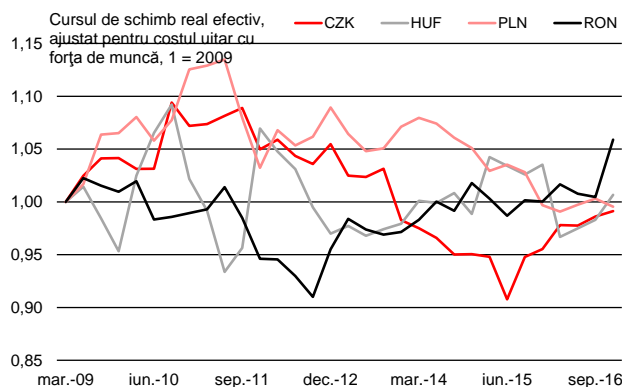
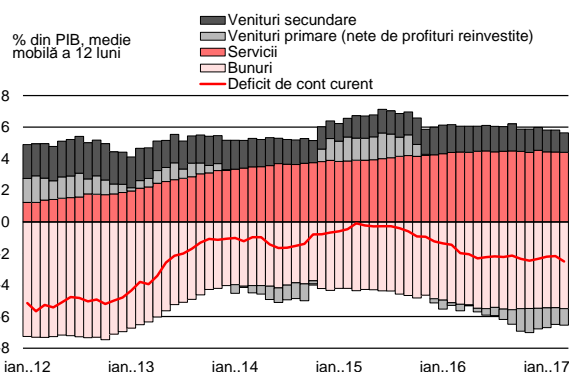
**BNR ar putea începe să majoreze dobânda de politică monetară în prima jumătate a anului 2018**

Deși anticipăm în continuare trei majorări ale dobânzii de politică monetară începând din februarie 2018, există riscul ca acestea să se întâmple mai târziu. În primul rând, BNR ar putea fi nevoită să prefere stabilitatea dobânzilor față de stabilitatea cursului de schimb pe măsură ce ponderea creditelor acordate în lei în totalul creditelor crește spre două treimi. În al doilea rând, BNR ar putea urma tendința băncilor din regiune de a amâna

## MAJORAREA DEFICITULUI CONTULUI CURENT ȘI CREȘTEREA RAPIDĂ A SALARIILOR NECESITĂ DEPRECIEREA LEULUI

Deficitul contului curent crește, pe fondul majorării deficitului comercial și a profiturilor înregistrate de companiile multinaționale

În termeni reali, leul se apreciază rapid față de țările din regiune



Sursa datelor: Eurostat, BNR, UniCredit Research

<sup>1</sup> Anul acesta, transferurile de fonduri UE pentru agricultură și veniturile din redevențe primite în ianuarie-februarie 2017 (0,5% din PIB) vor tempera lărgirea deficitului de cont curent. Este puțin probabil ca aceste venituri excepționale să se repete și în 2018.

<sup>2</sup> În momentul de față EURRON variază în intervalul 4,50-4,60.

normalizarea dobânzilor. În al treilea rând, inflația ar putea rămâne în interiorul intervalului țintit de 1.5-3.5%, în absența unor șocuri puternice asupra prețurilor alimentelor și/sau ale combustibililor. O accelerare graduală a inflației de bază ar putea fi contrabalansată de prețurile reduse ale importurilor. BNR a semnalat faptul că va restrânge coridorul de facilitate din jurul dobânzii de politică monetară, cel mai probabil în a doua jumătate a anului 2017, înainte de inițierea ciclului de majorare a dobânzii de politică monetară. Astfel, nivelul dobânzii la facilitatea de depozit ar putea atinge 0,75%, fără a afecta semnificativ condițiile de lichiditate de pe piața interbancară. Expirările în iunie și iulie a două titluri de stat cu un volum cumulată de peste 17 miliarde de lei vor majora excesul de lichiditate din piața interbancară.

**Politica ar putea influența  
prețurile activelor financiare  
românești pe parcursul verii**

Situația politică ar putea rămâne în prim-plan vara aceasta, evenimentele recente indicând posibile modificări în conducerea partidului de guvernământ și în componența guvernului. Dat fiind spațiul redus pentru măsuri populiste, guvernului îi va fi greu să mențină deficitul bugetar sub 3% din PIB. În cazul în care va reuși acest lucru, atenuarea tensiunilor politice ar putea fi benefică pentru activele financiare românești începând din T3 2017. În cazul în care transferurile către autoritățile locale vor crește, atât cursul de schimb EURRON, cât și randamentele titlurilor de stat românești ar putea crește.

**Dan Bucșa**  
Lead CEE Economist  
UniCredit Bank AG  
+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)

**Laurian Georgescu**  
Economist  
UniCredit Bank  
+40 (0)21 200 1355  
[Laurian.Georgescu@unicredit.ro](mailto:Laurian.Georgescu@unicredit.ro)

## DATE MACROECONOMICE ȘI PROGNOZE

	2014	2015	2016	2017P	2018P
PIB (mld. EUR)	150,3	160,0	169,6	180,4	192,0
Populație (mln.)	20,0	19,9	19,8	19,7	19,6
PIB pe locuitor (EUR)	7.534	8.051	8.581	9.160	9.778
<b>Economia reală, creștere anuală (%)</b>					
PIB	3,1	3,9	4,8	4,4	3,5
Deviația PIB, % PIB potențial	-0,8	0,0	1,4	2,5	3,0
Consum gospodării populație	4,7	6,0	7,4	5,4	3,1
Investiții fixe	3,2	8,3	-3,3	-1,9	0,6
Consum colectiv sector public	0,8	0,1	4,5	0,7	1,6
Exporturi	8,0	5,4	8,3	10,3	6,2
Importuri	8,7	9,2	9,8	11,2	7,1
Salariul nominal lunar (EUR)	531	576	643	720	771
Salariul real creștere an-la-an (%)	4,2	9,1	14,6	12,4	4,3
Rata șomajului (%)	6,8	6,8	5,9	5,1	4,8
<b>Conturi fiscale (% din PIB)</b>					
Balanța bugetară	-1,4	-0,8	-3,0	-3,0	-3,5
Balanța primară	0,1	0,5	-1,7	-1,7	-2,0
Datoria publică	39,4	38,0	37,5	39,0	39,6
<b>Conturi externe</b>					
Balanța contului curent (mld. EUR)	-1,0	-2,0	-4,0	-4,8	-5,4
Balanța contului curent (% PIB)	-0,7	-1,2	-2,3	-2,7	-2,8
Balanța de bază extinsă (% PIB)	3,7	2,9	2,4	0,4	0,3
ISD nete (% PIB)	1,8	1,8	2,3	2,2	2,2
Datoria externă brută (% PIB)	63,0	56,5	54,5	51,1	46,1
Rezerve valutare (mld. EUR)	32,2	32,2	34,2	33,7	31,1
Luni de importuri (bunuri și servicii) acoperite de rezerva valutară	6,2	5,8	5,7	4,9	4,3
<b>Inflație/Rate de piață/Curs de schimb</b>					
IPC (medie)	1,1	-0,6	-1,5	0,8	2,8
IPC (sfârșit perioadă)	0,8	-0,9	-0,5	1,5	2,8
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	0,98	1,85
USDRON (sfârșit perioadă)	3,69	4,15	4,30	4,02	3,92
EURRON (sfârșit perioadă)	4,48	4,52	4,54	4,58	4,63
USDRON (medie)	3,35	4,01	4,06	4,11	3,92
EURRON (medie)	4,44	4,44	4,49	4,54	4,55
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	2016	2017P	2018P
<b>Nevoie brută de finanțare</b>	<b>14,3</b>	<b>12,8</b>	<b>16,2</b>
Deficit bugetar	4,1	5,0	6,7
Amortizarea datoriei publice	10,2	7,8	9,5
Local	8,6	6,6	6,6
Obligațiuni pe termen lung	6,3	3,5	3,5
Obligațiuni pe termen scurt	2,0	2,8	2,8
Împrumuturi	0,3	0,3	0,3
Extern	1,6	1,2	2,9
Obligațiuni și credite	1,5	0,0	1,5
FMI/UE/Alte IFI	0,1	1,2	1,4
<b>Finanțare</b>	<b>14,3</b>	<b>12,8</b>	<b>16,2</b>
Împrumuturi locale	10,7	10,8	10,9
Obligațiuni pe termen lung	7,8	7,9	8,0
Obligațiuni pe termen scurt	2,8	2,8	2,8
Împrumuturi	0,1	0,1	0,1
Împrumuturi externe	4,1	3,7	3,7
Obligațiuni pe termen mediu și lung	3,3	3,0	3,0
FMI/UE/Alte IFI	0,8	0,7	0,7
Privatizări/Alte surse	0,0	0,0	0,0
Modificarea rezervei fiscale (- = creștere stoc)	-0,5	-1,7	1,6

## NECESAR BRUT DE FINANȚARE EXTERNĂ

Mld. EUR	2016	2017P	2018P
<b>Nevoie brută de finanțare</b>	<b>41,8</b>	<b>40,8</b>	<b>39,4</b>
Deficit cont curent	4,0	4,8	5,4
Amortizarea datoriei pe termen mediu și lung	26,1	23,2	22,8
Guvern/Banca centrală	3,6	2,9	4,6
Bănci	8,0	7,2	6,5
Companii/Altele	14,5	13,0	11,7
Amortizarea datoriei pe termen scurt	11,6	12,8	11,3
Guvern/Banca centrală	0,0	0,2	0,1
Bănci	4,9	2,6	2,2
Companii/Altele	6,8	10,0	9,0
<b>Finanțare</b>	<b>41,8</b>	<b>40,8</b>	<b>39,4</b>
ISD (net)	3,9	4,1	4,3
Capital acționari, net	0,1	0,4	0,1
Împrumuturi pe termen mediu și lung	23,2	23,4	21,5
Guvern/Banca centrală	4,5	4,8	4,7
Bănci	5,6	5,7	5,2
Companii/Altele	13,0	12,9	11,6
Împrumuturi pe termen scurt	12,4	10,9	9,3
Fonduri structurale și de coeziune UE	4,1	1,5	1,7
Alte surse	0,0	0,0	0,0
Modificări ale rezervei valutare (- = creștere)	-1,9	0,5	2,6
<b>Memorandum:</b>			
Cumpărări de obligațiuni în lei ale nerezidenților	1,4	1,2	1,2
Emisiuni obligațiuni internaționale, net	1,8	3,0	1,5

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

## Clauze de limitare a răspunderii

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Autoritate de reglementare: "BaFin" – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, 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 Praha 1, Republica Cehă

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## CONFLICTE POTENȚIALE DE INTERESE

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

**Anunț pentru investitorii din Polonia**

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

**Anunț pentru investitorii din Serbia**

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

**Anunț pentru investitorii din Marea Britanie**

Această informație este destinată exclusiv clienților UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Bank AG Vienna Branch, UniCredit Bank S.A., UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka, UniCredit Bank Czechia, Bank Pekao, UniCredit Rusia, UniCredit Slovacia și ATFBank care (i) au experiență profesională în chestiunile legate de investiții sau (ii) sunt persoane sub incidența Articolului 49(2)(a) și (d) (“companiile cu valoare netă ridicată, asociațiile fără răspundere limitată, etc”) al Actului 2000 privind serviciile și piețele financiare din Marea Britanie, ordinul 2005 sau (iii) cărora le este comunicat în mod legal (aceste persoane sunt denumite “persoane relevante”). Persoanele din afara sferei relevante nu trebuie să utilizeze această analiză. Orice investiție sau activitate de investiție la care se referă această analiză este disponibilă exclusiv persoanelor relevante și nu vor fi incluse în aceasta decât persoanele relevante.

**UniCredit Research\***

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

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

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

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

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

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

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

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

Dr. Loredana Federico, 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 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

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

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

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

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

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

**Global FI Strategy**

Michael Rottmann, Head, FI Strategy  
 +49 89 378-15121  
 michael.rottman1@unicredit.de

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

Chiara Cremonesi, FI Strategy  
 +44 207 826-1771  
 chiara.cremonesi@unicredit.eu

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

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

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

**Global FX Strategy**

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

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

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

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

**Publication Address**

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

**Bloomberg**  
 UCCR

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

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