

Analiză Macroeconomică și
Strategie

Raport Trimestrial
UniCredit Bank



26 ianuarie 2018

“ La răscruce ”

Perspective economice: Anticipăm o temperare a creșterii economice la 4,6% în 2018 și la 3,5% în 2019 din cauza incertitudinilor fiscale, înăsprii condițiilor monetare reale și a creșterii economice bazate prea mult pe consum în 2017. Estimăm o depășire temporară a limitei superioare a intervalului de variație al țintei de inflație pe parcursul anului 2018, fapt care va forța BNR să înăsprească condițiile monetare. Pincipalele riscuri sunt fiscale și politice, cele din urmă referindu-se la încercările de a limita independența justiției. România riscă un conflict cu Comisia Europeană pe cele două subiecte.

Informațiile din acest raport conțin viziunea UniCredit Group asupra României, așa cum a fost inclusă în raportul CEE Quarterly, distribuit în ianuarie 2018.

La răscruce

Anticipăm încetinirea creșterii economice la 4,6% anul acesta și la 3,5% în 2019, de la 6,6% în 2017. Această încetinire este rezultatul direct al faptului că expansiunea economică se bazează prea mult pe consum și stocuri, în timp ce investițiile sunt afectate de incertitudinea fiscală și de favorizarea măsurilor populiste. Ritmul de creștere ar putea încetini chiar mai mult dacă va fi nevoie de creșterea taxelor sau reducerea cheltuielilor publice pentru a menține deficitul bugetar sub 3% din PIB.

Consumul intern ar putea fi afectat de costurile de finanțare mai mari ...

Costurile de finanțare mai mari și mediul fiscal imprevizibil ar putea afecta creșterea economică în 2018-19. Conform Băncii Naționale a României (BNR), creșterea ratelor dobânzii ROBOR ar putea mări numărul creditelor neperformante în 2018 față de 2017. Pentru a adresa problema colectării veniturilor bugetare, care este cea mai slabă din UE, autoritățile vor introduce obligativitatea folosirii caselor de marcat electronice de către companii în iunie-august 2018, cu intenția optimistă de a colecta venituri suplimentare anuale de până la 9 miliarde de lei (reprezentând aproape 1% din PIB). În plus, mecanismul plății defalcate a TVA va fi aplicat selectiv¹. Schimbările frecvente ale legislației fiscale ar putea cauza întârzieri la plățile din sectorul privat, care sunt deja cele mai mari din Europa Centrală și de Est² (o medie de 69 de zile). Acest fenomen este explicat de faptul că firmele păstrează rezerve pentru a evita potențialele crize de lichiditate și pentru a acoperi majorările neprevăzute de taxe.

... și de politica fiscală imprevizibilă

În plus, o înăsrire fiscală mascată ar putea încetini semnificativ creșterea salariului mediu net. În primul rând, contribuțiile sociale au fost transferate în totalitate în sarcina angajaților. În cazul în care companiile nu cresc salariile brute pentru a compensa acest transfer de contribuții, salariile nete vor crește mult mai încet decât anul trecut. În al doilea rând și chiar mai important, cota unică de impozitare ar putea fi înlocuită cu un sistem de taxare progresiv, cu cote mai mari pentru cei cu venituri medii și mari.

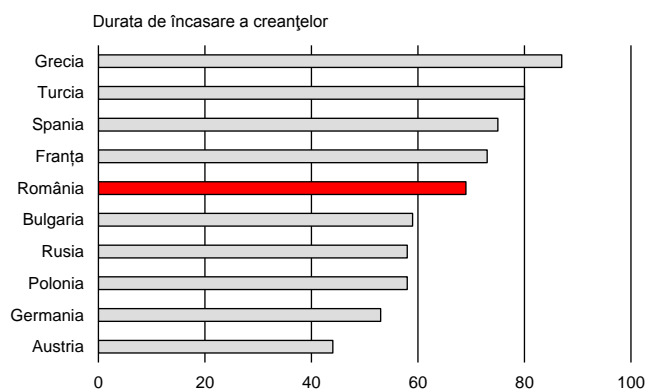
Este necesară o înăsrire fiscală pentru a menține deficitul bugetar sub nivelul de 3% din PIB

Deficitul bugetar s-ar putea situa peste 3% din PIB în 2018 în cazul în care guvernul nu va majora impozitul pe venit pentru veniturile mari și nu va tăia din nou investițiile publice. Mai mult, este posibil să fie nevoie ca programul anunțat de majorări ale salariilor și pensiilor să fie temperat pentru a menține deficitul bugetar sub 3% din PIB în 2019. Între timp, este probabil ca deficitul bugetar structural să depășească 5% din PIB până la finalul anului următor, nivel atins ultima dată în 2008.

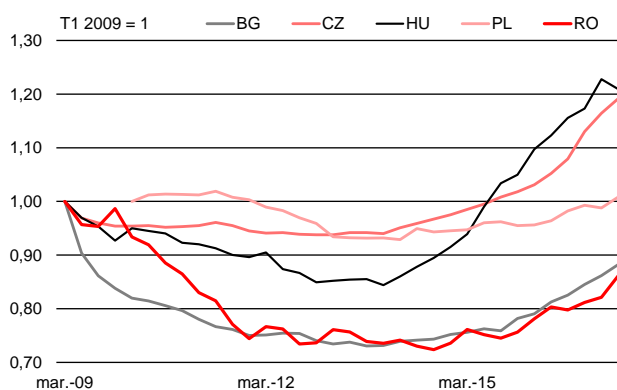
România este singura țară din Europa Centrală și de Est în care veniturile în creștere

CREȘTEREA PUTERNICĂ A CONSUMULUI INTERN ASCUNDE PROBLEME STRUCTURALE

Întârzierile la plată ar putea crește pe fondul incertitudinii fiscale



Prețurile locuințelor rămân sub nivelurile atinse înaintea crizei



Sursa datelor: Eurler Hermes, "New DSO Data: A High Stakes Game", iulie 2017, INS, Eurostat, UniCredit Research

¹ Din cauza efectelor negative asupra fluxului de numerar și a costurilor de implementare a modificărilor, această măsură ar putea perturba activitatea mai degrabă decât să îmbunătățească gradul de colectare, conform opiniilor exprimate de principalele companii de audit din țară. România va aplica plăta defalcată a TVA doar pentru companiile insolvente sau cu arierate la plata TVA.

² Conform prezentării "New DSO Data: A High Stakes Game" a companiei Euler Hermes din iulie 2017.

Construcțiile private vor continua să crească rapid

stimulează inflația mai mult decât prețurile locuințelor. Acestea din urmă cresc într-un ritm mai încet decât cel din regiune din cauza averii financiare a populației mai mici și a convergenței prețurilor locuințelor la plafonul de 72.500 euro din programul "Prima Casă". Cu toate acestea, este puțin probabil ca acest preț maxim pentru care se acordă garanții de stat să oprească piața imobiliară din creștere. Chiar dacă volumul construcțiilor finalizate – comerciale, industriale, logistice și rezidențiale – ar putea avea o creștere de două cifre, avansul investițiilor fixe ar putea fi inferior celui din Europa Centrală din cauza unei ponderi mai mari a infrastructurii în totalul construcțiilor și a reducerii investițiilor publice în anii următori.

Producția industrială ar putea beneficia de cererea puternică din Uniunea Europeană (UE) și de pe piața internă, însă este probabil ca ritmul de creștere al exporturilor să rămână inferior celui al importurilor, din moment ce acestea din urmă acoperă mare parte din actualul salt al consumului intern. Deși banca centrală monitorizează atent creșterea creditelor de consum – în special cele acordate de creditori din afara sistemului bancar – aceasta nu a adoptat măsuri pentru a tempera creditarea gospodăriilor populației, care rămâne la un nivel redus ca pondere în PIB.

Este necesară înăsprirea condițiilor monetare reale...

Banca Națională a României nu poate preveni o continuare a creșterii dobânzilor pe termen scurt, din cauza accelerării rapide a inflației. Inflația totală va părăsi intervalul țintit de 1,5-3,5% în T1 2018 și ar putea crește până în preajma nivelului de 5% pe parcursul verii, în timp ce inflația de bază (excluzând prețurile volatile și administrate) va depăși 4%. Inflația ar putea reveni în intervalul țintit în T4 2018, când creșterile mari de prețuri din T4 2017 – din cauza scumpirii alimentelor și a măsurilor fiscale – vor fi eliminate din baza de calcul. Anticipăm că inflația totală și cea de bază se vor situa în preajma nivelului de 3% în 2019. BNR a efectuat prima majorare a dobânzii de politică monetară în data de 8 ianuarie 2018. Creșterea dobânzii de politică monetară cu încă un punct procentual ar alinia nivelul dobânzilor la cel al inflației estimate pentru 2019. Dacă banca centrală va majora dobânda mai puțin, presiunile de depreciere asupra leului ar putea reveni. Dat fiind faptul că e posibil ca BNR să protejeze leul de depreciere abrupte, dobânzile interbancare ar putea crește chiar dacă banca centrală majorează mai puțin dobânda de politică monetară. Astfel, alegerea BNR este între o ajustare controlată și una necontrolată a dobânzilor.

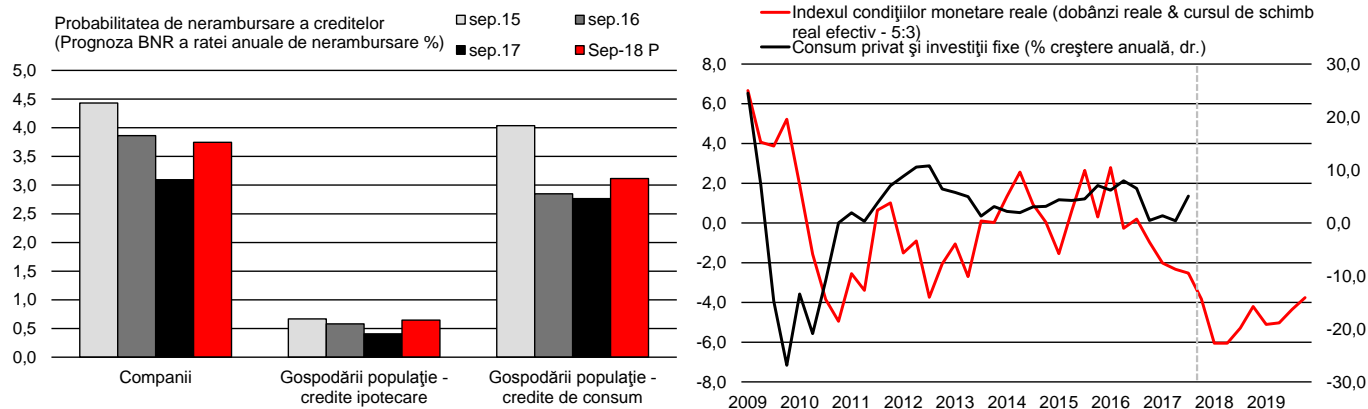
... fie în mod controlat, fie la presiunea pieței

Leul rămâne prea puternic, în pofida faptului că intervalul de tranzacționare pentru EUR-RON s-a mutat deasupra nivelului de 4,60. Nivelul de 4,70 ar putea fi atins dacă banca centrală nu va crește dobânda de politică monetară în lunile următoare. Majorarea dobânzii de politică monetară pe măsură ce inflația crește ar putea limita volatilitatea cursului de schimb și ar asigura atractivitatea titlurilor de stat în monedă locală odată ce inflația va scădea spre 3%.

COMPROMISUL DINTRE DOBÂNZI MAI MARI ȘI CALITATEA CREDITELOR

BNR anticipează o înrăutățire a calității creditelor anul acesta...

...ca urmare a înăsprirea puternice a condițiilor monetare reale



Sursa datelor: Eurostat, Raportul asupra stabilității financiare al BNR, decembrie 2017, paginile 51 și 64, BNR, UniCredit Research

Anticipăm că România va rămâne în categoria țărilor recomandate pentru investiții

În pofida majorării deficitelor bugetar și al contului curent, suntem de părere că România va rămâne în categoria țărilor recomandate pentru investiții deoarece datoria publică și cea externă rămân reduse. Creșterea rapidă a stocului datoriei - publice și externe – este implauzibilă deoarece nevoia brută anuală de finanțare a guvernului rămâne sub 6% din PIB, în timp ce sectorul privat continuă să își reducă datoria externă.

Cele mai mari riscuri sunt de natură fiscală...

Cele mai mari riscuri pe care le anticipăm sunt două conflicte posibile cu Uniunea Europeană (UE), unul cauzat de politica fiscală laxă, iar al doilea cauzat de modificările legilor justiției adoptate de Parlament în decembrie 2017. O nouă procedură de deficit excesiv ar putea fi inițiată în 2019. Este posibil chiar ca lansarea ei să aibă loc deja anul acesta dacă deficitul conform standardelor europene (ESA) a depășit 3% din PIB în 2017. Comisia Europeană a exprimat îngrijorări cu privire la majorarea deficitului structural al României și a solicitat guvernului ca până în luna aprilie să ia măsuri de ajustare structurală de cel puțin 0,8% din PIB pentru 2018. Câteva legi aprobate spre finalul anului 2017 reduc independența justiției și îngreunează campania anticorupție. Acestea pot fi respinse de Președintele Klaus Iohannis o singură dată. Astfel, legile ar putea intra în vigoare până la jumătatea anului, în pofida faptului că au fost criticate de autoritățile europene și cele ale Statelor Unite ale Americii (SUA) și de organele judiciare din țară. Consiliul Grupului de State împotriva Corupției (GRECO) a inițiat o anchetă care va fi finalizată în martie 2018. Reducerea independenței justiției ar putea deschide un nou conflict cu Comisia Europeană, riscul cel mare fiind o procedură conform Articolului 7 al Tratatului UE, care prevede posibilitatea suspendării drepturilor de vot ale țării.

... și politică, legate de încercarea de a reduce independența justiției

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

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

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

DATE MACROECONOMICE ȘI PROGNOZE

	2015	2016	2017E	2018P	2019P
PIB (mld. EUR)	160,0	169,6	185,1	196,7	208,6
Populație (mln.)	19,9	19,8	19,6	19,6	19,5
PIB pe locuitor (EUR)	8.049	8.581	9.428	10.047	10.687
Economia reală, creștere anuală (%)					
PIB	3,9	4,8	6,6	4,6	3,5
Consum gospodării populație	6,0	7,4	8,9	6,1	3,9
Investiții fixe	8,3	-3,3	2,8	0,7	3,1
Consum colectiv sector public	0,1	4,5	2,3	1,6	0,9
Exporturi	5,4	8,3	9,2	7,4	6,0
Importuri	9,2	9,8	10,5	10,2	8,1
Salariul nominal lunar (EUR)	576	643	722	916	959
Salariul real creștere an-la-an (%)	9,1	14,6	12,7	23,2	2,0
Rata șomajului (%)	6,8	5,9	5,0	4,8	4,6
Conturi fiscale (% din PIB)					
Balanța bugetară	-0,8	-3,0	-3,0	-3,5	-3,7
Balanța primară	0,5	-1,7	-1,8	-2,1	-2,2
Datoria publică	38,0	37,6	37,2	37,7	38,8
Conturi externe					
Balanța contului curent (mld. EUR)	-2,0	-3,5	-7,0	-8,4	-8,9
Balanța contului curent (% PIB)	-1,2	-2,1	-3,8	-4,3	-4,3
Balanța de bază extinsă (% PIB)	2,9	3,0	-0,2	-0,3	0,4
ISD nete (% PIB)	1,8	2,7	2,8	2,7	2,7
Datoria externă brută (% PIB)	57,6	54,8	50,7	48,9	47,2
Rezerve valutare (mld. EUR)	32,2	34,2	33,5	33,1	31,5
Luni de importuri (bunuri și servicii) acoperite de rezerva valutară	5,8	5,7	4,9	4,5	4,0
Inflație/Rate de piață/Curs de schimb					
IPC (medie)	-0,6	-1,5	1,3	4,4	3,1
IPC (sfârșit perioadă)	-0,9	-0,5	3,3	3,4	3,2
Țintă inflație BNR	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Rată politică moentară (sfârșit perioadă)	1,75	1,75	1,75	3,00	3,00
Dobândă interbancară 3 luni (media decembrie)	1,03	0,83	2,13	3,05	3,10
USDRON (sfârșit perioadă)	4,15	4,30	3,89	3,74	3,71
EURRON (sfârșit perioadă)	4,52	4,54	4,66	4,68	4,75
USDRON (medie)	4,01	4,06	4,05	3,80	3,71
EURRON (medie)	4,44	4,49	4,57	4,63	4,65
Curs de schimb real efectiv, 2000=100	123,7	121,2	119,0	119,7	117,9
Evoluție (%)	-1,5	-2,1	-1,8	0,6	-1,5

NECESAR BRUT DE FINANȚARE A GUVERNULUI

Mld. EUR	2017E	2018P	2019P
Nevoie brută de finanțare	13,4	15,1	16,4
Deficit bugetar	5,8	6,6	7,7
Amortizarea datoriei publice	7,6	8,5	8,7
Local	6,4	5,6	6,2
Obligațiuni pe termen lung	3,5	3,5	3,9
Obligațiuni pe termen scurt	2,6	1,8	2,0
Împrumuturi	0,3	0,3	0,3
Extern	1,2	2,9	2,5
Obligațiuni și credite	0,0	1,5	1,5
FMI/UE/Alte IFI	1,2	1,4	1,0
Finanțare	13,4	15,1	16,4
Împrumuturi locale	8,6	9,1	12,1
Obligațiuni pe termen lung	6,7	7,0	10,0
Obligațiuni pe termen scurt	1,8	2,0	2,0
Împrumuturi	0,1	0,1	0,1
Împrumuturi externe	3,5	5,2	4,2
Obligațiuni pe termen mediu și lung	2,8	4,5	3,5
FMI/UE/Alte IFI	0,7	0,7	0,7
Privatizări/Alte surse	0,0	0,0	0,0
Modificarea rezervei fiscale (- = creștere stoc)	1,3	0,8	0,1

NECESAR BRUT DE FINANȚARE EXTERNĂ

Mld. EUR	2017E	2018P	2019P
Nevoie brută de finanțare	41,3	42,3	41,0
Deficit cont curent	7,0	8,4	8,9
Amortizarea datoriei pe termen mediu și lung	22,0	22,3	21,6
Guvern/Banca centrală	2,2	4,4	3,8
Bănci	6,8	6,1	5,5
Companii/Altele	13,1	11,8	12,3
Amortizarea datoriei pe termen scurt	12,3	11,6	10,5
Guvern/Banca centrală	0,3	0,3	0,3
Bănci	3,2	3,0	2,7
Companii/Altele	8,7	8,3	7,5
Finanțare	41,3	42,3	41,0
ISD (net)	5,1	5,4	5,7
Capital acționari, net	0,4	0,1	0,1
Împrumuturi pe termen mediu și lung	22,2	23,9	20,4
Guvern/Banca centrală	4,5	6,0	5,5
Bănci	4,8	4,3	3,8
Companii/Altele	12,9	13,6	11,1
Împrumuturi pe termen scurt	11,2	10,1	9,2
Fonduri structurale și de coeziune UE	1,6	2,5	3,9
Alte surse	0,0	0,0	0,0
Modificări ale rezervei valutare (- = creștere)	0,8	0,4	1,7
Memorandum:			
Cumpărări de obligațiuni în lei ale nerezidenților	0,4	0,8	1,5
Emisiuni obligațiuni internaționale, net	2,8	3,0	2,0

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

Clauze de limitare a răspunderii

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

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

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

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

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

Responsabilitatea pentru conținutul acestei publicații este a:

Grupul UniCredit și subsidiarele sale fac subiectul regulamentelor Băncii Centrale Europene

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

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

Autoritate de reglementare: "BaFin" – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt, Germania și sub incidența unor reglementări ale Financial Conduct Authority, 25 The North Colonnade, Canary Wharf, Londra E14 5HS, Marea Britanie și 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 AG Vienna Branch (UniCredit Bank, Vienna), Julius-Tandler-Platz 3, 1090 Vienna, Austria

Autoritate de reglementare: Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Vienna, Austria și sub incidența unor reglementări ale "BaFin" – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt, Germany. Detalii legate de gradul de reglementare sunt disponibile la cerere.

e) UniCredit Bank Austria AG (Bank Austria), Schottengasse 6-8, 1010 Viena, Austria

Autoritate de reglementare: Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Viena, Austria

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

Autoritate de reglementare: Financial Supervision Commission (FSC), 16 Budapeshta str., 1000 Sofia, Bulgaria

g) 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

h) 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

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

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

CONFLICTE POTENȚIALE DE INTERESE

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

DECLARAȚII ALE ANALIȘTILOR

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

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

Pentru a preveni sau a remedia conflictele de interese, UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Bank Austria AG, UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka d.d., UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, ZAO UniCredit Bank Russia, UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia Slovakia Branch, UniCredit Bank Romania, UniCredit Bank AG New York Branch au stabilit o serie de măsuri organizaționale necesare din punct de vedere juridic și de supraveghere, a căror respectare este monitorizată de către Direcția Conformitate. Conflictele de interes care pot apărea sunt gestionate prin stabilirea unor bariere informaționale menite să restricționeze fluxul de informații între departamentele entităților UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Bank Austria AG, UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka d.d., UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, ZAO UniCredit Bank

Russia, UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia Slovakia Branch, UniCredit Bank Romania, UniCredit Bank AG New York Branch și altele. În particular, echipa de Cercetare Macroeconomică are propria sa barieră informațională pentru a împiedica 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 (Institutionalni 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 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 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-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*

CEE Macro & Strategy Research

Erik F. Nielsen

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

Dr. Ingo Heimig

Head of Research Operations
& Regulatory Control
+49 89 378-13952
ingo.heimig@unicredit.de

Head of Macro Research**Marco Valli**

Head of Macro Research
Chief European Economist
+39 02 8862-0537
marco.valli@unicredit.eu

Heads of Strategy Research**Dr. Philip Gisdakis**

Co-Head of Strategy Research
Head of Credit Strategy Research
+49 89 378-13228
philip.gisdakis@unicredit.de

Dr. Vasileios Gkionakis

Co-Head of Strategy Research
Head of FX Strategy Research
+44 207 826-7951
vasileios.gkionakis@unicredit.eu

EEMEA Economics Research**Dan Bucșa**

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

Mauro Giorgio Marrano

Senior CEE Economist
+43 664 88 291 393

Anca Maria Negrescu (Aron)

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

Artem Arkhipov

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

Anna Bogdyukevich, CFA, Russia

+7 495 258-7258 ext. 11-7562
anna.bogdyukevich@unicredit.ru

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

Lubomír Koršňák

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

Kristofor Pavlov

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

Pavel Sobišek

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

CEE FI Strategy Research**Javier Sánchez, CFA**

+44 207 826-6077
javier.sanchezbarrueco@unicredit.eu

EM FX Strategy Research**Kiran Kowshik**

+44 207 826-6080
kiran.kowshik@unicredit.eu

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 face referire la grupul format din echipele de cercetare ale UniCredit Bank AG (UniCredit Bank, Munich or Frankfurt), UniCredit Bank AG London Branch (UniCredit Bank, London), UniCredit Bank AG Milan Branch (UniCredit Bank, Milan), UniCredit Bank New York (UniCredit Bank, New York), UniCredit Bank AG Vienna Branch (UniCredit Bank, Vienna), UniCredit Bank Austria AG (Bank Austria), UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka d.d., UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, ZAO UniCredit Bank Russia (UniCredit Russia), UniCredit Bank Romania.