

Macroeconomic & Strategic
Analysis

Raport trimestrial

UniCredit Țiriac Bank



25 aprilie 2012

“ Economia României: înainte cu pași mici ”

- Economia României își revine lent, din cauză că cererea internă și cea externă nu cresc concomitent. PIB ar putea crește cu 1,2% în 2012 și 2,3% în 2013, în termeni reali. Creșterea economică este dependentă de situația din zona euro.
- Ajustarea dezechilibrelor economice va încetini. Deficitul contului curent ar putea rămâne peste 4% din PIB, în timp ce deficitul bugetar s-ar putea reduce la 3% din PIB. Datoria publică limitată la 40% din PIB.
- Investițiile străine sunt reduse și trebuie compensate cu o absorbție mai bună a fondurilor europene.
- Relaxarea politicii monetare a fost benefică pentru costul împrumuturilor în lei ale Ministerului Finanțelor Publice. BNR ar putea duce dobânda cheie la 5%.
- Impactul politicii monetare asupra costului creditelor este amânat deoarece piața interbancară nu este o alternativă viabilă de finanțare pentru bănci. Ca urmare, dobânzile la depozite rămân ridicate, iar cele la credite nu se pot reduce mai repede din cauză că marjele de dobândă sunt deja cele mai reduse din Europa Centrală și de Est.
- Leul s-ar putea aprecia față de euro dacă exporturile își revin. Deprecierea peste 4,4 RON/EUR este puțin plauzibilă.
- Sistemul bancar a încheiat în pierdere 2011. Rezultatele ar putea fi marginal mai bune în 2012. Riscul contagiunii de la problemele din Grecia este limitat.

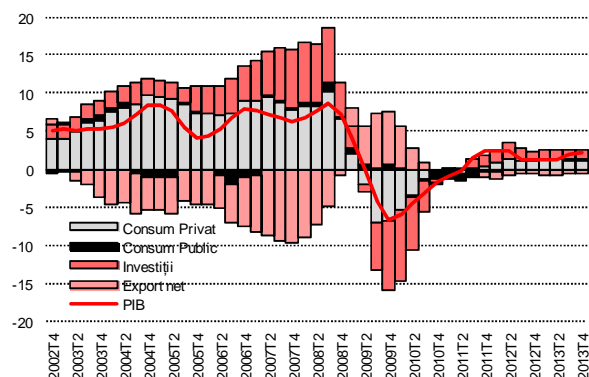
Cererea internă și cererea externă – motoare alternante ale creșterii

Cererea internă și cea externă au alternat ca motoare ale creșterii economice începând cu anul 2010. În cea de-a doua jumătate a anului 2011, cererea externă a fost afectată de aversiunea la risc a investitorilor străini și de deteriorarea lichidității din zona euro, cererea internă fiind singurul motor al creșterii economiei. Recolta excelentă, revigorarea serviciilor și a activității în construcții¹ au ajutat economia să avanseze cu 4,4% în T3 2011 și cu 1,9% în T4 2011 în comparație cu perioadele corespunzătoare ale anului precedent. Creșterea anuală a produsului intern brut (PIB) pentru întreg anul 2011 a fost de 2,5%. Recolta bogată a alimentat consumul privat deoarece micile exploatari agricole familiale încă produc aproape jumătate din producția agricolă, dar a avut un impact negativ asupra comerțului cu alimente (6,2% scădere anuală în termeni reali). Comerțul cu amănuntul cu produse nealimentare a crescut cu 0,2% anual în termeni reali în 2011, în timp ce vânzările de carburanți au scăzut cu 1,7% anual. Așteptări mai optimiste privind veniturile și remitențele muncitorilor din străinătate au ajutat lucrările de construcții să crească în a doua jumătate a anului 2011 cu 14,1% în comparație cu a doua jumătate a anului 2010, după o contracție anuală de 8,0% în prima jumătate a anului 2011. Lucrările de infrastructură au crescut cu 1,1% față de 2010, dar nu au stimulat substanțial creșterea economică din cauza surselor bugetare limitate și a ineficienței ridicate a cheltuielilor publice. Investițiile au avut cea mai mare contribuție la PIB dintre agregatele cererii (1,5 puncte procentuale în 2011), în timp ce exporturile nete au tras în jos creșterea cu 0,8 puncte procentuale.

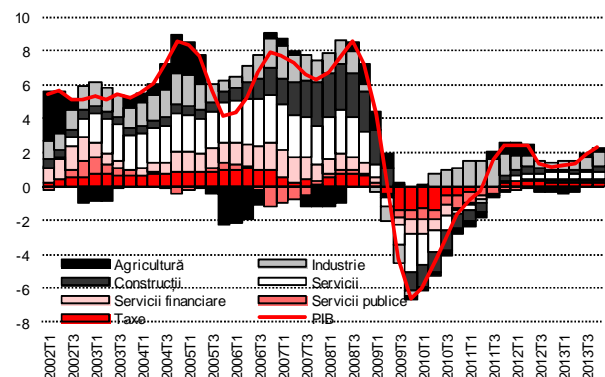
CREȘTERE ECONOMICĂ MAI LENTĂ ÎN 2012...

... BAZATĂ PE CERERE INTERNĂ ÎN SEMESTRUL I 2012

Modificare anuală, cumulată pe 4 trimestre, procente



Modificare anuală, cumulată pe 4 trimestre, procente



Sursă: INS, UniCredit Research

Cererea internă va stimula creșterea PIB în prima jumătate a anului 2012

Cererea internă va fi principalul motor al creșterii PIB în S1 2012, întrucât recolta bogată a anului 2011 va stimula în continuare consumul privat. Lucrările de construcții au crescut cu 5,3% în ianuarie și februarie 2012 față de ianuarie și februarie 2011, dar indicatorii care anticipează evoluția construcțiilor (cel mai important fiind producția de materiale de construcții) indică o decelerare a creșterii în primul semestru al anului. În același timp, exporturile și industria sunt afectate de cererea slabă din zona euro. Producția industrială a crescut cu doar 0,2% în ianuarie și februarie 2012 față de primele două luni din 2011. În aceste condiții, prognoza noastră pentru creșterea industriei în T1 2012 (+1,3% față de T1 2011) pare optimistă. Indicatorii care anticipează evoluția economiei Germaniei sunt pozitivi, preconizând o revenire a producției industriale românești în T2 2012 la +1,5% creștere anuală. Între timp, exporturile de bunuri au crescut cu doar 0,6% în primele două luni ale anului în comparație cu perioada corespunzătoare a anului precedent, datele ajustate

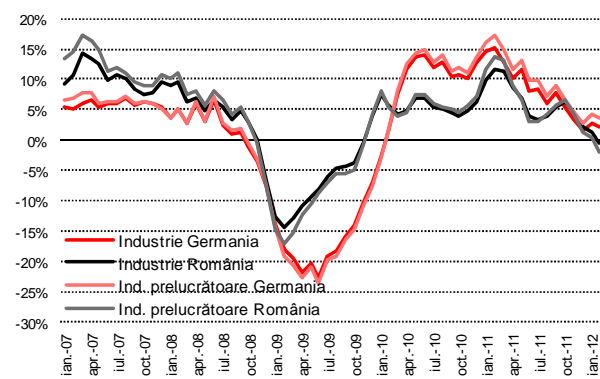
¹ Un efect de bază pozitiv a stimulat creșterea serviciilor și construcțiilor în a doua jumătate a anului 2011 în comparație cu a doua jumătate a anului 2010, când măsurile de austeritate fiscală, cum ar fi reducerea cu 25% a salariilor sectorului public și creșterea TVA cu 5 puncte procentuale la 24% au redus cererea internă.

sezonier arătând că, din septembrie 2011 până în februarie 2012, exporturile au crescut față de luna precedentă doar în ianuarie. Pe lângă cererea limitată, exporturile au fost afectate de închiderea fabricii Nokia de la Jucu în noiembrie 2011 care a redus în principal comerțul cu țările din afara UE (fabrica era al doilea mare exportator din România la acel moment). Adăugând și importurile de energie mai ridicate din cauza condițiilor meteorologice nefavorabile din ianuarie și februarie 2012, deteriorarea balanței comerciale a reprezentat, până acum, cea mai puternică frână a creșterii economice în T1 2012. Exporturile slabe și previziunile de creștere mai puțin optimiste pentru zona euro (0,3% în 2012 față de 0,6% în prognoza UniCredit din decembrie 2011) sunt cauzele reducerii așteptărilor privind creșterea PIB în 2012 de la 1,4% la 1,2%. Dacă excludem din calcule agricultura, ne așteptăm la o încetinire a ratei de creștere de la 1,9% în 2011 la 1,6% în 2012.

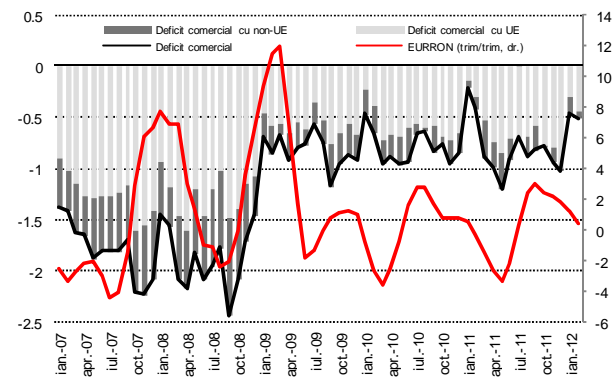
PRODUCȚIA INDUSTRIALĂ CREȘTE MAI ÎNCET...

... CONDUCÂND LA UN DEFICIT COMERCIAL MAI MARE DECÂT ÎN 2011

Modificare față de perioada corespunzătoare a anului anterior



EUR bn, percent



Sursă: Eurostat, BNR, UniCredit Research

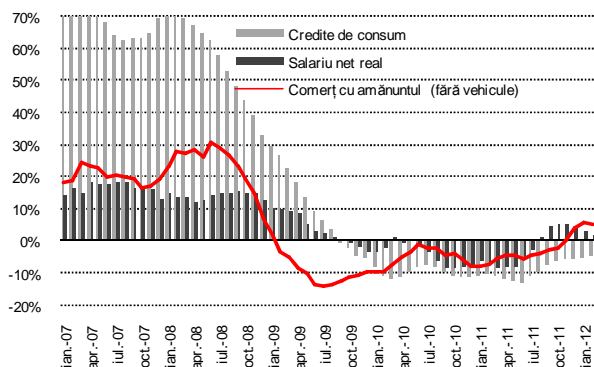
Contribuție pozitivă a cererii externe la creșterea PIB în a doua jumătate a lui 2012

În a doua jumătate a anului 2012, cererea externă și-ar putea reveni, determinând accelerarea exporturilor. Începerea producției în noile fabrici Ford, DeLonghi și Bosch (printre altele) este așteptată să stimuleze exporturile în a doua parte a anului. Între timp, dinamica cererii interne ar putea fi influențată mai puțin de investiții și mai mult de consum dacă guvernul va ceda presiunilor populiste înaintea alegerilor și va decide să majoreze salariile în sectorul public. În timp ce impactul potențial al unei creșteri de 15-16% a salariilor sectorului public se va limita, cel mai probabil, la o creștere de 0,4% a consumului (și de 0,3% a PIB), efectul psihologic va fi unul de creștere a încrederii populației, stimulând comerțul cu amănuntul. Rămâne de văzut dacă această creștere a optimismului va ajuta construcțiile de locuințe să compenseze încetinirea probabilă a lucrărilor de infrastructură. Guvernul a fixat o țintă ambițioasă de a atrage 3,5 miliarde de euro în fonduri structurale și de coeziune în 2012 și 2,5 miliarde de euro în fonduri pentru dezvoltare agricolă și rurală (în comparație cu 1,8 miliarde de euro absorbiți prin toate programele în 2011). Această injecție de peste 4% din PIB ar putea accelera creșterea economiei în 2012. Cu toate acestea, plățile către beneficiarii de fonduri UE au fost de aproape 400 de milioane de euro în trimestrul I 2012, la care se adaugă plăți de 400 de milioane euro din Programul Operațional Regional oprite temporar la sfârșitul lui 2011 și făcute în ianuarie. Gradul de absorbție va trebui să accelereze semnificativ în perioada următoare pentru a se putea apropia de țintele stabilite.

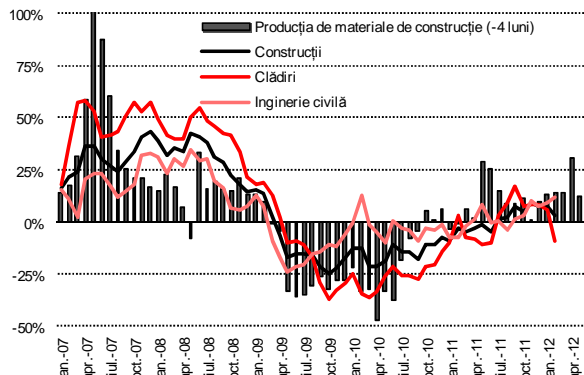
Așteptările de creștere pentru 2013 au fost reduse de la 2,5% la 2,3% din cauza scenariului mai pesimist privind creșterea economică a României și a zonei euro în 2012.

VÂNZĂRILE CU AMĂNUNTUL NU CRESC PE BAZA CREDITĂRII... LA FEL CA ȘI CONSTRUCȚIILE, DOMINATE DE INFRASTRUCTURĂ

Creșterea anuală a mediei mobile pe 3 luni



Creșterea anuală a mediei mobile pe 3 luni



Sursă: INS, BNR, UniCredit Research

Deficitul bugetar s-ar putea reduce la 3% din PIB, depășind ținta de 1,9% din cauza cheltuielilor preelectorale

Deficitul bugetar a scăzut la 4,35% din PIB la sfârșitul lui 2011, sub ținta de 4,4% din PIB agreată cu FMI. Raportat la valoarea PIB pentru 2011 publicată în martie 2012, deficitul bugetar este, de fapt, 4,1%, dar valoarea reală a cheltuielilor bugetare ar putea fi mai mare decât cea publicată la finele lui 2011. Ajustarea de la 6,5% din PIB în 2010 a fost realizată în principal prin creșterea veniturilor bugetare (veniturile colectate din impozite indirecte – în principal TVA și accize – au crescut cu 17,3% în comparație cu 2010, iar cele din impozite pe venit și profit au fost cu 4,1% mai mari față de anul anterior), dar au fost dublate de reducerea cheltuielilor (cheltuielile de personal au scăzut cu 10,1%, iar cheltuielile cu asistența socială au fost cu 0,9% mai mici). Ținta de deficit bugetar pentru 2012 este de 1,9% - 2,1% din PIB (banda este dată de nivelul incert al pierderilor companiilor de stat incluse în deficitul bugetar). Ținta va fi, cel mai probabil, ratată, iar măsurile populiste reprezintă principalul motiv pentru derapaj. O creștere de 16% a salariilor din sectorul public a fost deja propusă și ar putea fi implementată înaintea alegerilor locale din 10 iunie. Ministrul Finanțelor Publice Bogdan Drăgoi estimează că majorarea va adăuga circa 2 miliarde de lei (0,3% din PIB) la cheltuielile bugetare. Politicienii pretind că această mărire va anula efectul tăierii cu 25% a salariilor sectorului public din iulie 2010 (salariile au mai crescut o dată cu 15% la începutul lui 2011).

O măsură alternativă (reducerea contribuțiilor pentru asigurările sociale cu 5 puncte procentuale) ar implica un cost comparabil (2,3 miliarde de lei, conform Ministrului Finanțelor Publice), dar ar determina o adâncire a deficitului bugetului asigurărilor sociale (4,1 miliarde euro în 2011). În opinia noastră, contribuțiile pentru asigurările sociale ar trebui reduse² pentru angajatori, astfel încât costul cu forța de muncă să scadă. Alte efecte pozitive potențiale ar fi reducerea ratei șomajului și îmbunătățirea competitivității prin costuri pentru producătorii români în comparație cu concurenții lor din Europa Centrală și de Est. Din cauza alegerilor, reducerile de taxe/creșterile de venituri vor fi concentrate la nivelul angajaților, adică al votanților. Adăugând inevitabilele cheltuieli populiste înaintea alegerilor, deficitul bugetar ar putea ajunge la 3% din PIB în 2012, respectând totuși criteriul european de

² Conform Chestionarului KPMG privind Impozitul Individual pe Venit și Contribuțiile pentru Asigurări Sociale din 2011, rata efectivă a contribuțiilor pentru asigurările sociale în România pentru un venit anual brut de 100,000 dolari este de 10,6% pentru angajat și de 16,3% pentru angajator. România a fost pe locul 3 în cadrul țărilor UE în clasamentul celor mai mici niveluri ale impozitului pe salariu (7 în cadrul țărilor europene chestionate), și 4 (8) în ceea ce privește nivelul taxării muncii. Contribuțiile sunt împărțite în contribuții pentru asigurări sociale (10,5% pentru angajat și 20,8% pentru angajator), contribuții pentru asigurarea de sănătate (5,5% pentru angajat, 5,2% pentru angajator), contribuții pentru asigurarea de șomaj (0,5% pentru angajat și 0,5% pentru angajator), contribuții pentru asigurarea accidentelor de muncă (între 0,15 și 0,85% pentru angajator), contribuții pentru asigurarea concediului medical (0,85% pentru angajator), contribuții pentru fondul de garantare a salariilor (0,25% pentru angajator) pentru un total de 44,25% - 44,95% din salariul brut. Adăugând cota unică de impozit pe venit de 16%, taxarea muncii depășește nivelul de 60% din salariul brut.

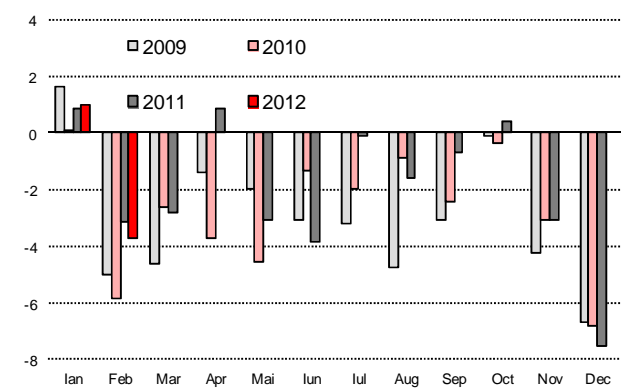
convergență. Ne menținem prognoza pentru deficitul bugetar la 2,5% din PIB în 2013. Conform Consiliului Fiscal, deficitul structural va scădea de la 3,7% în 2011 (corespunzând unui deficit bugetar ESA95³ de 4,9% din PIB) la mai puțin de 3% din PIB în 2012 și sub 2,5% din PIB în 2013, astfel încât perspectiva fiscală se va îmbunătăți.

Pe lângă cheltuielile neprevăzute făcute înainte de alegeri, principalele riscuri legate de reducerea deficitului bugetar sunt legate de prognoza optimistă privind veniturile și de arieratele sectorului public. Proiectul de buget prevede creșterea veniturilor bugetare cu 7,6% în 2012, în condițiile în care economia va crește cu mai puțin de 2% în termeni reali și rata medie a inflației nu va depăși 4%. Ținta de arierate la sfârșitul lunii martie 2012 era de aproximativ 15 miliarde de lei (adică 2,5% din PIB). De altfel, creșterea arieratelor este evidentă în diferența dintre deficitul cash și cel ESA 95 (ultimul include arieratele noi). În 2011, deficitul ESA95 a fost de 5,2% din PIB, 1,1 puncte procentuale peste deficitul cash⁴. Aceasta este cea mai mare diferență înregistrată vreodată între cele două valori ale deficitului.

Deși mai lentă decât ajustarea fiscală preconizată de FMI, reducerea deficitului bugetar ar putea avea ca efect imediat limitarea datoriei publice la circa 40% din PIB în 2012 și reducerea sa în anii următori, pe măsură ce economia va crește mai repede decât împrumuturile statului. Acesta este un semnal pozitiv pentru investitori, datoria publică rămânând mult sub criteriul de convergență de 60% din PIB.

DEFICITUL BUGETAR NU SE REDUCE FAȚĂ DE 2011

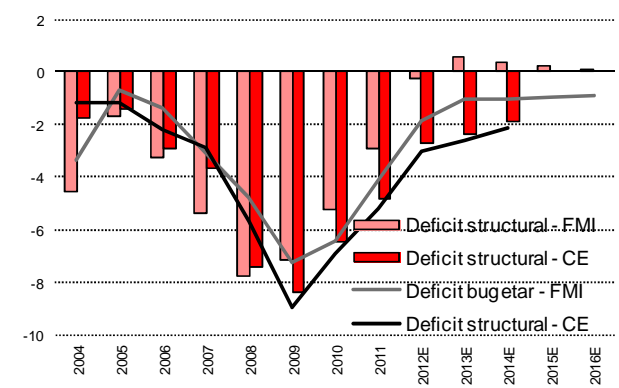
mld. lei, deficite lunare



Sursă: Ministerul Finanțelor Publice, UniCredit Research

AJUSTAREA FISCALĂ AȘTEPTATĂ DE FMI PARE OPTIMISTĂ

mld lei



Sursă: Ministerul Finanțelor Publice, FMI, CE, UniCredit Research

Deficitul contului curent rămâne în jur de 4% din PIB. Investiții străine reduse

Așa cum am menționat, deficitul comercial s-a deteriorat la sfârșitul lui 2011 din cauza reducerii cererii externe și a ofertei (prin plecarea Nokia). 2012 a început slab, deficitul comercial crescând în ianuarie-februarie față de ianuarie-februarie 2011 cu 27,9% în cazul comerțului cu țările non-UE și cu 68,5% în cazul comerțului cu țările membre UE. Datele ANEIR arată că exporturile extracomunitare au scăzut cu 6,0% în primele două decade ale lunii martie 2012 față de perioada 1-20 martie 2011. Pe lângă revigorarea cererii externe și a noilor facilități de export deschise începând cu T2 2012, un alt factor care va limita deficitul comercial în 2012 ar putea fi nivelul redus al investițiilor străine. În 2011, investițiile străine directe (ISD) au fost de doar 1,9 miliarde euro. Pentru 2012, ne așteptăm la ISD în valoare de

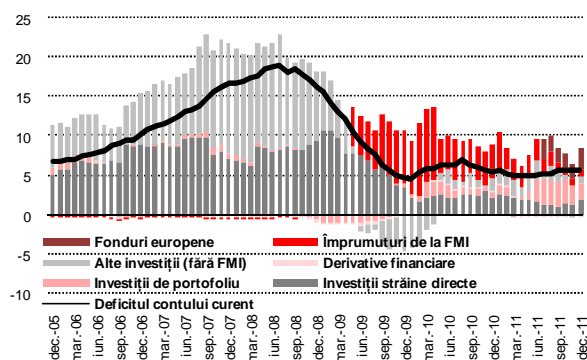
³ Deficitele ESA 95 sunt calculate ținând cont de angajamentele de plată. Aceasta este metoda preferată de Comisia Europeană. Deficitele cash țin cont de sumele plătite la momentul calculului deficitului. FMI folosește deficitele cash. Pentru România, deficitele calculate folosind metoda cash sunt cu aproximativ 0,4 – 0,6 puncte procentuale mai mici decât deficitele calculate folosind metoda ESA95.

⁴ Ambele deficite calculate folosind ultimul nivel publicat al PIB pe 2011, 578,6 miliarde de lei.

1,5 miliarde euro, motivele scăderii fiind incertitudinea înainte de alegeri cu privire la viitorul sistemului de taxe și impozite și reînnoirea parțială a creditelor intra-grup acrodate de multinaționale filialele locale. În ianuarie, ISD erau doar 37 milioane euro, creditele intra-grup scăzând cu 107 milioane euro. Anul trecut, capitalul adițional din sistemul bancar a reprezentat o mare parte a ISD, dar în 2012 indicatorii prudențiali ai sistemului bancar s-ar putea îmbunătăți, pe măsură ce creditele neperformante și nivelul provizioanelor vor scădea. Investițiile de portofoliu au crescut cu 37 milioane euro în ianuarie 2012, punând capăt la 6 luni de ieșiri însumând 971 milioane euro. Apetitul mai mare pentru risc și randamentele bune explică interesul investitorilor străini, dar formele de investiție se limitează în principal la depozite și titluri de stat. Alte tipuri de investiții (inclusiv liniile de finanțare de la băncile-mamă) au însumat doar 1,2 miliarde euro între februarie 2011 și ianuarie 2012 și este puțin probabil să accelereze semnificativ anul acesta. Aceasta înseamnă că fondurile europene rămân principala formă a intrărilor de valută, cu condiția ca ținta foarte ambițioasă a Guvernului să fie dublată de o eficiență mai mare în atragerea fondurilor. O reformă a cadrului de absorbție este absolut necesară dacă România vrea să marească rata de absorbție spre nivelul din Polonia (47,8% pentru Polonia în martie 2012 față de 16,7% pentru România⁵).

FINANȚAREA DEFICITULUI CONTULUI CURENT DEPINDE DE ABSORBȚIA FONDURILOR UE...

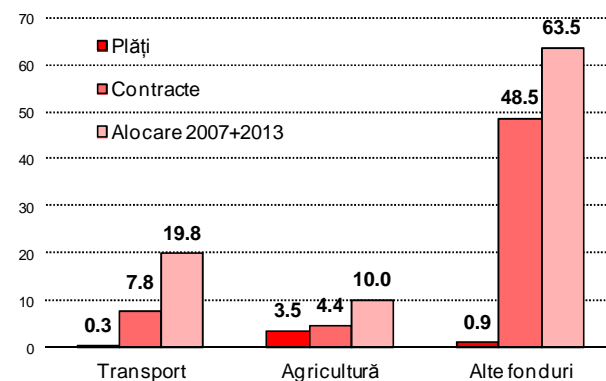
Valori lunare (mld. euro)



Sursă: BNR, MADR, Ministerul Afacerilor Europene, UniCredit Research

... ÎN CONTINUARE FOARTE REDUSĂ PENTRU FONDURILE STRUCTURALE ȘI DE COEZIUNE

Mld. euro



Sursă: MADR, Ministerul Afacerilor Europene, UniCredit Research

Anticipăm reducerea dobânzii de politică monetară până la 5%, în ciuda riscului de ratare a țintei de inflație din 2012.

Rata anuală a inflației a scăzut la 2,4% la sfârșitul lunii martie 2012 datorită reducerii prețurilor alimentelor. Cererea internă slabă a limitat scumpirile bunurilor de consum, astfel încât inflația de bază⁶ a rămas la 2%, un minim istoric. Efectul pozitiv al recoltei bogate din anul 2011 se va sfârși, cel mai probabil, în T2 2012 și ne așteptăm ca prețul alimentelor să fie principalul motor al inflației în S2 2012. Luând în calcul efectele secetei moderate din S2 2011 și presiunile pe prețurile internaționale ale carburanților (cu impact asupra prețurilor internaționale ale materiilor prime agricole), inflația prețurilor alimentelor ar putea ajunge la 6,7% la sfârșitul lui 2012, ducând rata inflației la 4,2%, deasupra intervalului din jurul țintei centrale de 3%. În afara modificării nivelului accizelor pentru tutun, nu ne așteptăm la creșteri majore ale prețurilor reglementate în timpul anului electoral 2012. De asemenea, variația redusă a cursului EURRON va avea un impact mic asupra prețurilor serviciilor, care sunt

⁵ Procentul plăților din fonduri structurale, de coeziune și agricole.

⁶ Inflația de bază (numită core 2 ajustat de BNR) este calculată excluzând din coșul de consum prețurile reglementate, cele volatile ale produselor alimentare, prețurile carburanților, tutunului și alcoolului. Are scopul de a reflecta presiunile generale de cerere asupra prețurilor, dar ponderea mare a prețurilor produselor alimentare o face vulnerabilă la șocuri de ofertă (de exemplu, producții agricole bune/slabe, variații ale prețurilor carburanților, variații ale cursului de schimb).

sensibile la evoluția cursului de schimb.

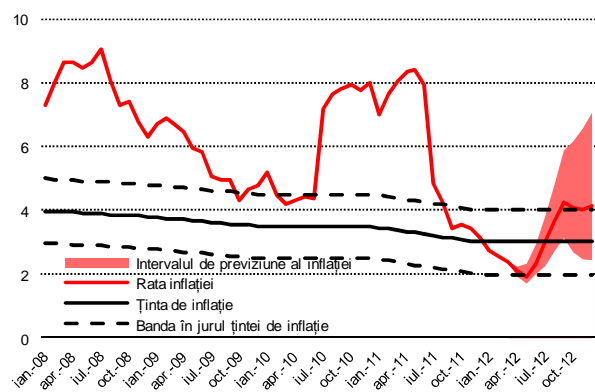
Inflația de bază ar putea rămâne în intervalul 2% - 4% din jurul țintei de inflație pe parcursul anului curent. Presiunile cererii interne asupra prețurilor de consum vor rămâne limitate, iar creșterea prețurilor alimentelor și carburanților nu va avea un impact suficient de puternic pentru a duce inflația de bază peste 4%.

Inflația ar putea rata ținta în 2012 (4,2% față de 2%-4%) și în 2013 (4,0% față de 1,5%-3,5%), dar prognoza pentru anul următor ar putea fi prea pesimistă în ceea ce privește costul mâncării și creșterea prețului energiei. Previzunile noastre sunt mai pesimiste decât cele ale BNR care așteaptă o inflație în intervalul din jurul țintei până la sfârșitul lui 2013 și preconizează că inflația de bază va stagna la valoarea de 2%.

Cu toate acestea, ambele prognoze lasă loc pentru o continuare a relaxării politicii monetare, din moment ce dobânzile reale sunt de 1,25% - 2,0% (variind în funcție de prognoza de inflație folosită), în continuare prea mari pentru perspectivele economice actuale (așa cum a mai fost menționat în publicațiile trimestriale anterioare). În momentul de față, ne așteptăm la încă o tăiere a dobânzii de politică monetară până la un nivel de 5% (în data de 2 mai sau, cel târziu, în 27 iunie). De asemenea, sperăm că BNR va da curs intenției exprimate de a reduce nivelul rezervelor minime obligatorii pentru pasivele în lei de la 15% to 12%, după ce a amânat această decizie în data de 29 martie din cauza leului slab din ultima perioadă. Dacă această reducere va avea loc, aproximativ 3,6 miliarde de lei (0,8 miliarde euro) vor fi înapoiate băncilor. Nivelul rezervelor minime obligatorii în cazul pasivelor în valută este de asemenea foarte ridicat (20% pentru pasivele în valută cu maturitate mai mică de 2 ani).

INFLAȚIA AR PUTEA DEPĂȘI 4%...

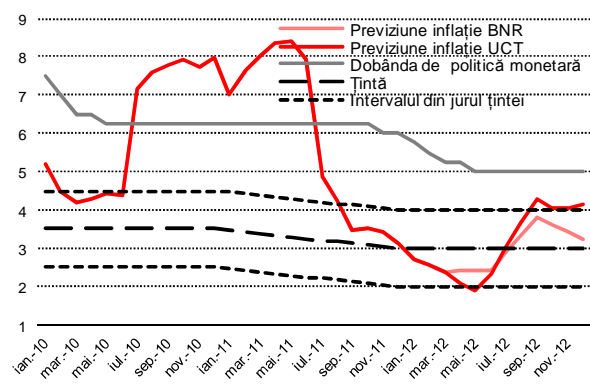
Creștere anuală, procente



Sursă: INS, UniCredit Research

... DAR DOBÂNDA OFICIALĂ AR PUTEA SĂ MAI SCADĂ

Procente



Sursă: INS, BNR, UniCredit Research

Randamentele titlurilor de stat s-ar putea reduce în continuare, ajutate de politica monetară mai laxă

Pe lângă tăierile de politică monetară, alte două decizii au redus semnificativ costurile de finanțare în lei de la începutul lui 2012: prima a fost implicarea BNR pe piața interbancară, iar a doua a fost programul mai agresiv de emisie a titlurilor de stat de către Ministerul Finanțelor Publice (MFP). BNR a tăiat rata dobânzii de politică monetară de patru ori din noiembrie 2011, organizând, în același timp, operațiuni repo săptămânale cu maturitatea de 7 zile. Astfel s-a îmbunătățit eficiența mecanismului de transmitere a deciziilor de politică monetară către piața interbancară. Lichiditatea abundentă și ieftină a pus presiune pe dobânzile interbancare, iar ROBOR la o lună și ROBOR la 3 luni (folosite des în calculul costului creditelor în lei) au scăzut de la 5,72% și 6,05% la sfârșitul lui 2011 la 4,33% și 4,39% pe 24 aprilie 2012. Cu toate acestea, maturitatea depozitelor interbancare rămâne redusă, dobânda medie de pe piața interbancară fiind aproape egală cu ROBOR overnight. Motivele probabile sunt:

1. piața interbancară fragmentată: băncile cu lichiditate suficientă au linii cu alte bănci,

- în timp ce băncile ilichide trebuie să apeleze la BNR pentru finanțare;
- rezervele minime obligatorii: băncile dețin un exces de rezerve în prima jumătate a perioadei de rezervă, cauzând o sezonalitate intra-lunară a dobânzilor interbancare (dobânzile interbancare sunt mai mari în prima jumătate a perioadei de rezervă);
 - episoadele de lichiditate redusă (și dobânzi mai mari), unele cauzate de sprijinul acordat de BNR leului atunci când există o tendință de depreciere.

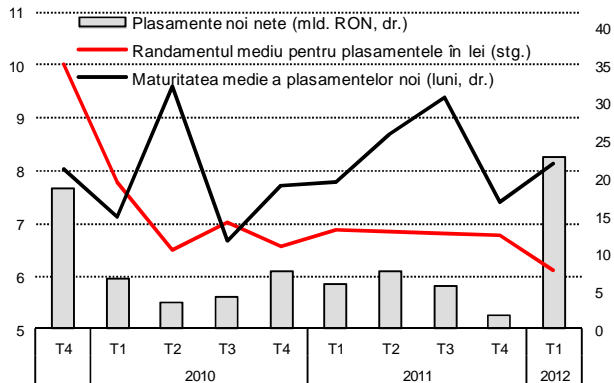
O extindere a maturității operațiunilor repo până la cel puțin 6 luni ar atenua episoadele de creștere a dobânzilor la depozite pentru clienții non-bancari (ca cel petrecut la sfârșitul lui 2011) când băncile concurează pentru lichiditatea limitată disponibilă pe piață. O altă metodă de diminuare a variației intra-lunare a dobânzilor interbancare ar fi reducerea rezervelor minime obligatorii.

Deoarece piața interbancară nu este o alternativă viabilă de finanțare pentru băncile locale, acestea sunt, în continuare, dependente de clienții nebancați. Ca urmare, ratele dobânzilor la depozite scad încet. Dobânda medie bonificată la depozitele în lei s-a redus de la 6,07% în octombrie 2011 la 5,98% în februarie 2012, deși în același interval dobânda de politică monetară a scăzut cu 0,75 puncte procentuale la 5,5%; dobânzile medii la depozitele în euro au crescut în aceeași perioadă de timp de la 3,12% la 3,28%. Deoarece marjele de dobândă (dobânda medie la credite minus dobânda medie la depozite) sunt cele mai reduse din Europa Centrală și de Est, ieftinirea semnificativă a creditării este implauzibilă fără o reducere substanțială a dobânzilor la depozite și a rezervelor minime obligatorii.

Dobânzile interbancare în scădere au favorizat emisiunea agresivă de titluri de stat a MFP. După experiența anului trecut, (când nu a profitat de randamentele reduse din S1 2011 și s-a împrumutat mai scump în S2 2011), Ministerului Finanțelor Publice a plasat 30,8 miliarde de lei în titluri noi pe piața locală de la începutul anului (de 1,7 ori mai mult decât își planificase și cu 8,3 miliarde de lei peste toate titlurile ajunse la maturitate în S1 2012). Până la mijlocul lunii februarie, cea mai mare parte a rambursărilor în valoare de 5,8 miliarde de lei a alimentat lichiditatea interbancară, diferența foarte mică între randamentele medii și cele maxime plătite de MFP sugerând că emisiunile noi au fost cumpărate de un număr redus de bănci. Costul de oportunitate al ratării marcării pozitive la piață pentru titlurile noi, randamentele titlurilor de stat peste dobânzile interbancare și peste dobânda de politică monetară, precum și cererea redusă pentru credite noi au mărit numărul băncilor care au cumpărat titluri de stat. În luna februarie, băncile locale și-au mărit portofoliile de titluri de stat cu 3,1 miliarde de lei, în timp ce restul emisiunilor noi în valoare de 2,8 miliarde de lei au fost cumpărate în cea mai mare parte de investitori străini și firme de asigurări.

MFP S-A ÎMPRUMUTAT MAI MULT ȘI MAI IEFTIN...

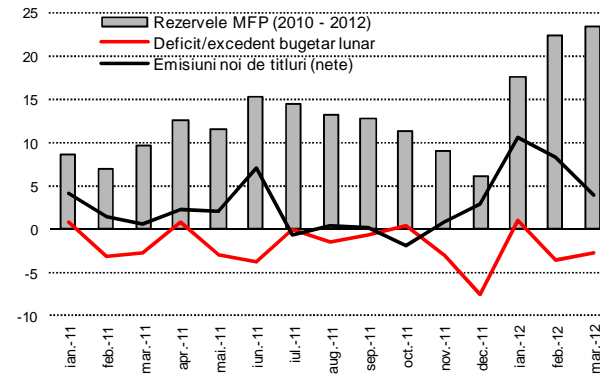
mld lei, procente, luni



Sursă: Ministerul Finanțelor Publice, UniCredit Research

... REZERVELE TREZORERIEI ATINGÂND UN MAXIM ISTORIC

mld. lei, sunt incluse împrumuturile de la FMI, CE, BM



Sursă: Ministerul Finanțelor Publice, UniCredit Research

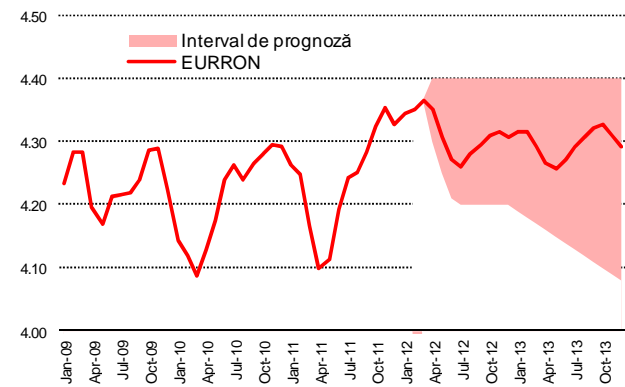
Între timp, Ministerul Finanțelor Publice a renunțat la țintirea randamentelor pe piețele externe și a plasat titluri de stat cu o maturitate de 10 ani în valoare de 2,25 miliarde dolari în ianuarie și februarie 2012. Randamentele anuale (7% și 6,6%) au inclus o primă de aproximativ 80 de puncte de bază peste dobânzile din swapuri și costul asigurării împotriva riscului de credit suveran (CDS) și au beneficiat de o cerere bună. În total, Ministerul Finanțelor Publice a reușit să își mărească rezervele în lei și în valută până la aproximativ 26,1 miliarde lei (echivalentul a 6 miliarde euro) la sfârșitul lui martie 2012⁷. Ne așteptăm ca MFP să continue să vândă titluri de stat peste sumele anunțate la început de lună (adică peste 4-5 miliarde lei pe lună), atâta timp cât randamentele titlurilor emise în lei vor continua să scadă. Deoarece BNR ar putea să taie dobânda de politică monetară cu încă 0,25 puncte procentuale, există spațiu pentru o scădere a randamentelor – în special pentru maturitățile de cel puțin 3 ani – și ne menținem recomandarea de cumpărare pentru titlurile de stat românești. În plus, emisiunile peste așteptări ne fac să credem că Ministerul Finanțelor Publice nu va lua bani de la FMI în 2012, dar s-ar putea împrumuta din nou de pe piețele externe. De altfel, situația finanțelor publice arată foarte bine: MFP are nevoie să refinanțeze doar jumătate din titlurile care expiră în S2 2012 dacă reușește să refinanțeze titlurile care expiră până la jumătatea anului și deficitul bugetar nu depășește 3% din PIB. Acesta este doar un caz extrem, cel mai probabil MFP urmând să acumuleze, până la finele anului, rezerve totale de cel puțin 3 miliarde de euro. Presupunem că primele rambursări de principal către FMI scadente în 2012 (1,3 miliarde de drepturi speciale de retragere - DST, echivalentul a 1,5 miliarde de euro) vor fi plătite din rezervele BNR.

Stabilitate a EUR/RON până la reluarea creșterii exporturilor. Aprecierea leului posibilă după aceea

Cursul de schimb EURRON a fost cel mai puțin volatil în comparație cu celelalte perechi EUR/monede din Europa Centrală și de est (ECE). Tendința a continuat în 2012, când apetitul îmbunătățit pentru risc nu a întărit leul, spre deosebire de celelalte monede ale țărilor ECE. În opinia noastră, decuplarea leului de monedele regionale (și de la riscul suveran, așa cum este estimat prin CDS) este explicată de abundența lichidității în lei, de intrările reduse de valută și de preferința BNR pentru o monedă mai slabă. Bani încasați din exporturi și celelalte intrări nete de valută au tendința de a scădea în primul trimestru al fiecărui an, explicând slăbiciunea leului la începutul ultimilor trei ani (2010 a fost o excepție parțială datorită ratelor primite din împrumutul de la Instituțiile Financiare Internaționale). În anul 2012, exporturile slabe și ISD modeste au accentuat deprecierea leului.

LEUL S-AR PUTEA ÎNTĂRI DACĂ EXPORTURILE ÎȘI REVIN...

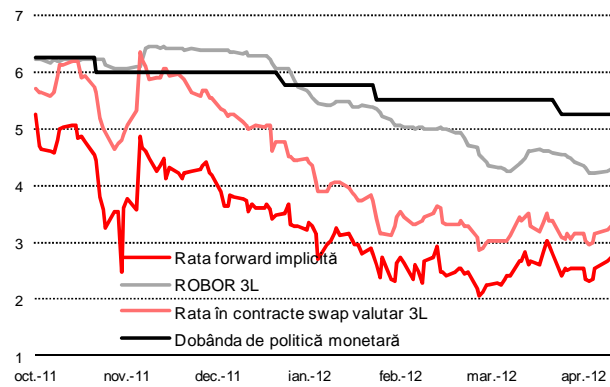
RON/EUR



Sursă: BNR, UniCredit Research

... DAR DEOCAMDATĂ LICHIDITATEA ABUNDENTĂ ȘI DOBÂNZILE JOASE NU SPRIJINĂ MONEDA NAȚIONALĂ

procente



Sursă: BNR, UniCredit Research

⁷ Ministerul Finanțelor Publice nu publică date referitoare la rezervele sale, estimările noastre incluzând cheltuielile publice, veniturile și plasamentele din 2010, 2011 și 2012.

Preferința BNR pentru un leu slab este cauzată de evoluția dezamăgitoare a exporturilor și de impactul asimetric al variației cursului de schimb asupra inflației⁸. În opinia noastră, leul ar putea să se aprecieze până la mijlocul anului spre 4,25 RON/EUR, ajutat de o îmbunătățire a evoluției exporturilor și de o întoarcere a investițiilor de portofoliu. Dacă MFP va începe să cheltuiască din rezervele sale valutare, BNR va vinde valută în contul Ministerul Finanțelor Publice, adăugând presiuni de apreciere asupra leului. Mișcările sezoniere și problemele economice din Europa ar putea să împingă perechea spre 4,3 RON/EUR la sfârșitul anului 2012.

Sistemul bancar a înregistrat o pierdere de 434 milioane de lei în 2011. Pericolul contagiunii s-a redus

Sistemul bancar a înregistrat o pierdere de 434 milioane de lei la sfârșitul anului 2011, câștigând 340 milioane lei în T4 2011 de pe urma reducerii provizioanelor. Creditarea sectorului privat a încetinit la sfârșitul lui 2011 și începutul lui 2012 din cauza cererii limitate și a costurilor de finanțare crescute, în timp ce rata creditelor neperformante a ajuns la 14,05% în decembrie 2011, în comparație cu 11,85% în decembrie 2010. Nu ne așteptăm la o accelerare puternică a activității bancare în 2012, din moment ce calitatea portofoliului de credite se îmbunătățește după reluarea creșterii economice și cererea pentru credite noi rămâne modestă. Creditele în valută acordate populației au fost afectate de noi reglementări prudențiale care au limitat serviciul datoriei și au majorat avansurile. Sistemul bancar nu va impulsiona puternic creșterea economică, dar nici nu va fi o frână pentru economie. Din punct de vedere al capitalizării, sistemul bancar rămâne solid, cu indicatorul de solvabilitate situat la 14,51% la sfârșitul lui 2011, mult deasupra limitelor prudențiale. Între timp, frica de contagiune de la problemele din Grecia a scăzut. Așa cum am menționat în publicațiile anterioare, subsidiarele grecești locale au un nivel bun al indicatorului de solvabilitate. În 2011, reducerea cu 7,4 milioane lei (2,1% din activele sistemului bancar) a activelor totale ale celor mai mari patru bănci locale cu capital majoritar elen a fost compensată în întregime de expansiunea celorlalte bănci din top 12 (cu o creștere de 13,2 miliarde lei sau 3,7% din activele sistemului bancar). La sfârșitul lunii februarie 2012, rezervele valutare ale BNR au acoperit toate pasivele externe ale sistemului bancar de 1,4 ori, limitând impactul unei dezintermedieri accelerate (acum un scenariu de risc cu probabilitate redusă).

⁸ Estimările econometrice sugerează că impactul evoluției cursului de schimb asupra inflației s-a diminuat în ultimul an, dar acesta ar putea fi un efect secundar al recoltei excelente, al prețurilor mai mici ale alimentelor pe piața internă și al importurilor reduse de alimente.

DATE MACROECONOMICE ȘI PREVIZIUNI

	2009	2010	2011	2012E	2013E
PIB (mld. EUR)	118.3	124.1	136.5	141.5	151.0
Populație (mln.)	21.5	21.5	19.0	19.0	19.0
PIB per capita (EUR)	5501	5774	7169	7449	7949
Economia reală, creșteri anuale (%)					
PIB	-6.6	-1.7	2.5	1.2	2.3
Consum privat	-9.2	-2.0	0.7	1.8	1.9
Investiții	-25.3	-13.1	6.4	4.7	5.1
Consum public	1.2	-3.2	-3.5	1.6	0.5
Exporturi	-5.5	13.1	9.9	6.5	8.7
Importuri	-20.6	11.6	10.5	6.7	8.8
Salariu lunar, nominal (EUR)	326	334	346	364	387
Rata șomajului (%)	6.9	7.3	7.4	7.3	7.0
Agregate fiscale (% din PIB)					
Deficit bugetar	-7.3	-6.4	-4.4	-3.0	-2.5
Deficit primar	-6.1	-5.0	-2.6	-1.4	-1.0
Datorie publică	27.2	35.0	36.3	38.8	37.9
Conturi Externe					
Deficitul contului curent (mld. EUR)	-4.9	-5.5	-5.7	-5.8	-6.3
Deficitul contului curent/PIB (%)	-4.2	-4.4	-4.2	-4.1	-4.2
Balanța de bază/PIB (%)	-3.6	-4.2	-4.0	-3.9	-3.9
ISD Nete (mld. EUR)	3.6	2.2	1.9	1.5	2.0
ISD Nete (% din PIB)	3.0	1.8	1.4	1.1	1.3
Datorie externă brută (mld. EUR)	81.0	92.5	98.6	101.4	107.1
Datorie externă brută (% din PIB)	68.5	74.5	72.2	71.7	70.9
Rezerve valutare (mld. EUR)	28.3	32.4	33.2	28.5	23.3
Inflație/Dobânzi/Curs de schimb					
Rata inflației (medie anuală)	5.6	6.1	5.8	3.1	4.1
Rata inflației (sfârșitul perioadei)	4.7	8.0	3.1	4.2	4.0
Ținta băncii centrale	3.5	3.5	3.0	3.0	2.5
Dobânda de referință (sf. perioadei)	8.00	6.25	6.00	5.00	5.00
ROBOR 3 luni	10.43	6.25	6.30	4.70	4.60
RON/USD (sfârșitul perioadei)	2.94	3.20	3.34	3.50	3.29
RON/EUR (sfârșitul perioadei)	4.23	4.28	4.32	4.30	4.28
RON/USD (medie anuală)	3.05	3.18	3.05	3.34	3.47
RON/EUR (medie anuală)	4.24	4.21	4.24	4.31	4.30

Sursă date: UniCredit Research

NECESARUL BRUT DE FINANŢARE A GUVERNULUI

mld. EUR	2011E	2012E	2013E
Necesarul brut de finanŢare	16.4	15.5	14.3
Deficitul bugetar	5.6	4.2	3.8
Amortizarea datoriei publice	10.8	11.2	9.8
Internă	10.8	10.5	9.8
ObligaŢiuni de stat	2.0	4.8	5.6
Certificate de trezorerie	8.8	5.7	4.2
Externă	0.0	0.7	0.0
FMI/UE	0.0	0.0	0.7
FinanŢare	18.2	17.8	14.3
Împrumuturi interne	13.7	14.3	12.3
ObligaŢiuni de stat	4.7	8.5	7.1
Certificate de trezorerie	9.0	5.8	5.2
Împrumuturi externe	4.5	3.5	2.0
ObligaŢiuni de stat	1.5	2.5	2.0
FMI/UE	2.6	1.0	0.0
Altele	0.0	0.0	0.0

Sursă date: UniCredit Research

NECESARUL BRUT DE FINANŢARE EXTERNĂ

mld. EUR	2011E	2012E	2013E
Necesarul brut de finanŢare	41.6	41.1	40.7
Deficitul contului current	5.7	6.3	7.3
Amortizarea datoriei pe termen mediu și lung	12.9	12.0	14.9
Guvern/banca centrală	2.8	3.1	5.6
Bănci	1.9	1.5	1.5
Companii	8.2	7.4	7.8
Amortizare datorie pe termen scurt	23.0	22.8	18.5
FinanŢare	42.7	41.1	40.7
ISD	1.9	1.5	2.0
InvestiŢii de portofoliu	1.1	0.8	1.6
Împrumuturi	37.8	35.8	33.1
Guvern/banca centrală	5.1	3.5	2.0
Bănci	8.6	8.5	8.2
Companii	24.2	23.8	22.9
Fonduri UE	1.8	3.0	4.0

Sursă date: UniCredit Research

Disclaimer

Our recommendations are based on information obtained from, or are based upon public information sources that we consider to be reliable but for the completeness and accuracy of which we assume no liability. All estimates and opinions included in the report represent the independent judgment of the analysts as of the date of the issue. We reserve the right to modify the views expressed herein at any time without notice. Moreover, we reserve the right not to update this information or to discontinue it altogether without notice.

This analysis is for information purposes only and (i) does not constitute or form part of any offer for sale or subscription of or solicitation of any offer to buy or subscribe for any financial, money market or investment instrument or any security, (ii) is neither intended as such an offer for sale or subscription of or solicitation of an offer to buy or subscribe for any financial, money market or investment instrument or any security nor (iii) as an advertisement thereof. The investment possibilities discussed in this report may not be suitable for certain investors depending on their specific investment objectives and time horizon or in the context of their overall financial situation. The investments discussed may fluctuate in price or value. Investors may get back less than they invested. Changes in rates of exchange may have an adverse effect on the value of investments. Furthermore, past performance is not necessarily indicative of future results. In particular, the risks associated with an investment in the financial, money market or investment instrument or security under discussion are not explained in their entirety.

This information is given without any warranty on an "as is" basis and should not be regarded as a substitute for obtaining individual advice. Investors must make their own determination of the appropriateness of an investment in any instruments referred to herein based on the merits and risks involved, their own investment strategy and their legal, fiscal and financial position. As this document does not qualify as an investment recommendation or as a direct investment recommendation, neither this document nor any part of it shall form the basis of, or be relied on in connection with or act as an inducement to enter into, any contract or commitment whatsoever. Investors are urged to contact their bank's investment advisor for individual explanations and advice.

Neither UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Vienna Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Securities, UniCredit Menkul Değerler A.Ş., UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka, UniCredit Bank, Bank Pekao, Yapi Kredi, UniCredit Tiriac Bank, ATFBank nor any of their respective directors, officers or employees nor any other person accepts any liability whatsoever (in negligence or otherwise) for any loss howsoever arising from any use of this document or its contents or otherwise arising in connection therewith.

This analysis is being distributed by electronic and ordinary mail to professional investors, who are expected to make their own investment decisions without undue reliance on this publication, and may not be redistributed, reproduced or published in whole or in part for any purpose.

Responsibility for the content of this publication lies with:

- a) UniCredit Bank AG, Am Tucherpark 16, 80538 Munich, Germany, (also responsible for the distribution pursuant to §34b WpHG). The company belongs to UniCredit Group. Regulatory authority: "BaFin" – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt, Germany.
- b) UniCredit Bank AG London Branch, Moor House, 120 London Wall, London EC2Y 5ET, United Kingdom. Regulatory authority: "BaFin" – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt, Germany and subject to limited regulation by the Financial Services Authority (FSA), 25 The North Colonnade, Canary Wharf, London E14 5HS, United Kingdom. Details about the extent of our regulation by the Financial Services Authority are available from us on request.
- c) UniCredit Bank AG Milan Branch, Via Tommaso Grossi 10, 20121 Milan, Italy, duly authorized by the Bank of Italy to provide investment services. Regulatory authority: "Bank of Italy", Via Nazionale 91, 00184 Roma, Italy and Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt, Germany.
- d) UniCredit Bank AG Vienna Branch, Julius-Tandler-Platz 3, 1090 Vienna, Austria. Regulatory authority: Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Vienna, Austria and subject to limited regulation by the "BaFin" – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt, Germany. Details about the extent of our regulation by the Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht are available from us on request.
- e) UniCredit Securities, Boulevard Ring Office Building, 17/1 Chistoprudni Boulevard, Moscow 101000, Russia. Regulatory authority: Federal Service on Financial Markets, 9 Leninsky prospekt, Moscow 119991, Russia.
- f) UniCredit Menkul Değerler A.Ş., Büyükdere Cad. No. 195, Büyükdere Plaza Kat. 5, 34394 Levent, Istanbul, Turkey. Regulatory authority: Sermaye Piyasası Kurulu – Capital Markets Board of Turkey, Eskişehir Yolu 8.Km No:156, 06530 Ankara, Turkey.
- g) UniCredit Bulbank, Sveta Nedelya Sq. 7, BG-1000 Sofia, Bulgaria. Regulatory authority: Financial Supervision Commission (FSC), 33 Shar Planina str., 1303 Sofia, Bulgaria.
- h) Zagrebačka banka, Paromlinska 2, HR-10000 Zagreb, Croatia. Regulatory authority: Croatian Agency for Supervision of Financial Services, Miramarska 24B, 10000 Zagreb, Croatia.
- i) UniCredit Bank, Na Příkopě 858/20, CZ-11121 Prague, Czech Republic. Regulatory authority: CNB Czech National Bank, Na Příkopě 28, 115 03 Praha 1, Czech Republic.
- j) Bank Pekao, ul. Grzybowska 53/57, PL-00-950 Warsaw, Poland. Regulatory authority: Polish Financial Supervision Authority, Plac Powstańców Warszawy 1, 00-950 Warsaw, Poland.
- k) UniCredit Bank, Prechistsenskaya emb. 9, RF-19034 Moscow, Russia. Regulatory authority: Federal Service on Financial Markets, 9 Leninsky prospekt, Moscow 119991, Russia.
- l) UniCredit Bank, Šancova 1/A, SK-813 33 Bratislava, Slovakia. Regulatory authority: National Bank of Slovakia, Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava, Slovakia.
- m) Yapi Kredi, Yapi Kredi Plaza D Blok, Levent, TR-80620 Istanbul, Turkey. Regulatory authority: Sermaye Piyasası Kurulu – Capital Markets Board of Turkey, Eskişehir Yolu 8.Km No:156, 06530 Ankara, Turkey.
- n) UniCredit Tiriac Bank, Ghetarilor Street 23-25, RO-014106 Bucharest 1, Romania. Regulatory authority: CNVM, Romanian National Securities Commission, Foişorului street, no.2, sector 3, Bucharest, Romania.
- o) ATFBank, 100 Furmanov Str., KZ-050000 Almaty, Kazakhstan. Agency of the Republic of Kazakhstan on the state regulation and supervision of financial market and financial organisations, 050000, Almaty, 67 Aiteke Bi str., Kazakhstan.

POTENTIAL CONFLICTS OF INTEREST

UniCredit Bank AG acts as a Specialist or Primary Dealer in government bonds issued by the Italian, Portuguese and Greek Treasury. Main tasks of the Specialist are to participate with continuity and efficiency to the governments' securities auctions, to contribute to the efficiency of the secondary market through market making activity and quoting requirements and to contribute to the management of public debt and to the debt issuance policy choices, also through advisory and research activities.

ANALYST DECLARATION

The author's remuneration has not been, and will not be, geared to the recommendations or views expressed in this study, neither directly nor indirectly.

ORGANIZATIONAL AND ADMINISTRATIVE ARRANGEMENTS TO AVOID AND PREVENT CONFLICTS OF INTEREST

To prevent or remedy conflicts of interest, UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Vienna Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Securities, UniCredit Menkul Değerler A.Ş., UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka, UniCredit Bank, Bank Pekao, Yapi Kredi, UniCredit Tiriac Bank, ATFBank have established the organizational arrangements required from a legal and supervisory aspect, adherence to which is monitored by its compliance department. Conflicts of interest arising are managed by legal and physical and non-physical barriers (collectively referred to as "Chinese Walls") designed to restrict the flow of information between one area/department of UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Vienna Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Securities, UniCredit Menkul Değerler A.Ş., UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka, UniCredit Bank, Bank Pekao, Yapi Kredi, UniCredit Tiriac Bank, ATFBank and another. In particular, Investment Banking units, including corporate finance, capital market activities, financial advisory and other capital raising activities, are segregated by physical and non-physical boundaries from Markets Units, as well as the research department. In the case of equities execution by UniCredit Bank AG Milan Branch, other than as a matter of client facilitation or delta hedging of OTC and listed derivative positions, there is no proprietary trading. Disclosure of publicly available conflicts of interest and other material interests is made in the research. Analysts are supervised and managed on a day-to-day basis by line managers who do not have responsibility for Investment Banking activities, including corporate finance activities, or other activities other than the sale of securities to clients.

ADDITIONAL REQUIRED DISCLOSURES UNDER THE LAWS AND REGULATIONS OF JURISDICTIONS INDICATED**Notice to Australian investors**

This publication is intended for wholesale clients in Australia subject to the following:

UniCredit Bank AG and its branches do not hold an Australian Financial Services licence but are exempt from the requirement to hold a licence under the Act in respect of the financial services to wholesale clients. UniCredit Bank AG and its branches are regulated by BaFin under German laws, which differ from Australian laws. This document is only for distribution to wholesale clients as defined in Section 761G of the Corporations Act. UniCredit Bank AG and its branches are not Authorised Deposit Taking Institutions under the Banking Act 1959 and are not authorised to conduct a banking business in Australia.

Notice to Austrian investors

This document does not constitute or form part of any offer for sale or subscription of or solicitation of any offer to buy or subscribe for any securities and neither this document nor any part of it shall form the basis of, or be relied on in connection with or act as an inducement to enter into, any contract or commitment whatsoever.

This document is confidential and is being supplied to you solely for your information and may not be reproduced, redistributed or passed on to any other person or published, in whole or part, for any purpose.

Notice to Czech investors

This report is intended for clients of UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Vienna Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Securities, UniCredit Menkul Değerler A.Ş., UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka, UniCredit Bank, Bank Pekao, Yapi Kredi, UniCredit Tiriac Bank, ATFBank in the Czech Republic and may not be used or relied upon by any other person for any purpose.

Notice to Italian investors

This document is not for distribution to retail clients as defined in article 26, paragraph 1(e) of Regulation n. 16190 approved by CONSOB on October 29, 2007.

In the case of a short note, we invite the investors to read the related company report that can be found on UniCredit Research website www.research.unicreditgroup.eu.

Notice to Japanese investors

This document does not constitute or form part of any offer for sale or subscription for or solicitation of any offer to buy or subscribe for any securities and neither this document nor any part of it shall form the basis of, or be relied on in connection with or act as an inducement to enter into, any contract or commitment whatsoever.

Notice to Polish investors

This document is intended solely for professional clients as defined in Art. 3 39b of the Trading in Financial Instruments Act of 29 July 2005. The publisher and distributor of the recommendation certifies that it has acted with due care and diligence in preparing the recommendation, however, assumes no liability for its completeness and accuracy.

Notice to Russian investors

As far as we are aware, not all of the financial instruments referred to in this analysis have been registered under the federal law of the Russian Federation "On the Securities Market" dated 22 April 1996, as amended (the "Law"), and are not being offered, sold, delivered or advertised in the Russian Federation. This analysis is intended for qualified investors, as defined by the Law, and shall not be distributed or disseminated to a general public and to any person, who is not a qualified investor.

Notice to Turkish investors

Investment information, comments and recommendations stated herein are not within the scope of investment advisory activities. Investment advisory services are provided in accordance with a contract of engagement on investment advisory services concluded with brokerage houses, portfolio management companies, non-deposit banks and the clients. Comments and recommendations stated herein rely on the individual opinions of the ones providing these comments and recommendations. These opinions may not suit your financial status, risk and return preferences. For this reason, to make an investment decision by relying solely on the information stated here may not result in consequences that meet your expectations.

Notice to UK investors

This communication is directed only at clients of UniCredit Bank AG, UniCredit Bank AG London Branch, UniCredit Bank AG Vienna Branch, UniCredit Bank AG Milan Branch, UniCredit Securities, UniCredit Menkul Değerler A.Ş., UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka, UniCredit Bank, Bank Pekao, Yapi Kredi, UniCredit Tiriac Bank, ATFBank in the Czech Republic who (i) have professional experience in matters relating to investments or (ii) are persons falling within Article 49(2)(a) to (d) ("high net worth companies, unincorporated associations, etc.") of the United Kingdom Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 or (iii) to whom it may otherwise lawfully be communicated (all such persons together being referred to as "relevant persons"). This communication must not be acted on or relied on by persons who are not relevant persons. Any investment or investment activity to which this communication relates is available only to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons.

Notice to U.S. investors

This report is being furnished to U.S. recipients in reliance on Rule 15a-6 ("Rule 15a-6") under the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. Each U.S. recipient of this report represents and agrees, by virtue of its acceptance thereof, that it is such a "major U.S. institutional investor" (as such term is defined in Rule 15a-6) and that it understands the risks involved in executing transactions in such securities. Any U.S. recipient of this report that wishes to discuss or receive additional information regarding any security or issuer mentioned herein, or engage in any transaction to purchase or sell or solicit or offer the purchase or sale of such securities, should contact a registered representative of UniCredit Capital Markets, LLC.

Any transaction by U.S. persons (other than a registered U.S. broker-dealer or bank acting in a broker-dealer capacity) must be effected with or through UniCredit Capital Markets.

The securities referred to in this report may not be registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and the issuer of such securities may not be subject to U.S. reporting and/or other requirements. Available information regarding the issuers of such securities may be limited, and such issuers may not be subject to the same auditing and reporting standards as U.S. issuers.

The information contained in this report is intended solely for certain "major U.S. institutional investors" and may not be used or relied upon by any other person for any purpose.

Such information is provided for informational purposes only and does not constitute a solicitation to buy or an offer to sell any securities under the Securities Act of 1933, as amended, or under any other U.S. federal or state securities laws, rules or regulations. The investment opportunities discussed in this report may be unsuitable for certain investors depending on their specific investment objectives, risk tolerance and financial position. In jurisdictions where UniCredit Capital Markets is not registered or licensed to trade in securities, commodities or other financial products, transactions may be executed only in accordance with applicable law and legislation, which may vary from jurisdiction to jurisdiction and which may require that a transaction be made in accordance with applicable exemptions from registration or licensing requirements.

The information in this publication is based on carefully selected sources believed to be reliable, but UniCredit Capital Markets does not make any representation with respect to its completeness or accuracy. All opinions expressed herein reflect the author's judgment at the original time of publication, without regard to the date on which you may receive such information, and are subject to change without notice.

UniCredit Capital Markets may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the information presented in this report. These publications reflect the different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. Past performance should not be taken as an indication or guarantee of future performance, and no representation or warranty, express or implied, is provided in relation to future performance.

UniCredit Capital Markets and any company affiliated with it may, with respect to any securities discussed herein: (a) take a long or short position and buy or sell such securities; (b) act as investment and/or commercial bankers for issuers of such securities; (c) act as market makers for such securities; (d) serve on the board of any issuer of such securities; and (e) act as paid consultant or advisor to any issuer.

The information contained herein may include forward-looking statements within the meaning of U.S. federal securities laws that are subject to risks and uncertainties. Factors that could cause a company's actual results and financial condition to differ from expectations include, without limitation: political uncertainty, changes in general economic conditions that adversely affect the level of demand for the company's products or services, changes in foreign exchange markets, changes in international and domestic financial markets and in the competitive environment, and other factors relating to the foregoing. All forward-looking statements contained in this report are qualified in their entirety by this cautionary statement.

This document may not be distributed in Canada.

UniCredit Research*

Michael Baptista
 Global Head of Research
 +44 207 826-1328
 michael.baptista@unicredit.eu

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

Economics & FI/FX Research

Erik F. Nielsen, Global Chief Economist
 +44 207 826 1765
 erik.nielsen@unicredit.eu

Economics & Commodity Research
European Economics

Marco Valli, Chief Eurozone Economist
 +39 02 8862-8688
 marco.valli@unicredit.eu

Dr. Andreas Rees, Chief German Economist
 +49 89 378-12576
 andreas.rees@unicreditgroup.de

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

Tullia Bucco
 +39 02 8862-2079
 tullia.bucco@unicredit.eu

Chiara Corsa
 +39 02 8862-2209
 chiara.corsa@unicredit.eu

Dr. Loredana Federico
 +39 02 8862-3180
 loredana.federico@unicredit.eu

Mauro Giorgio Marrano
 +39 02 8862-8222
 mauro.giorgiomarrano@unicredit.eu

Alexander Koch, CFA
 +49 89 378-13013
 alexander.koch1@unicreditgroup.de

Chiara Silvestre
 chiara.silvestre@unicredit.eu

US Economics

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

Commodity Research

Jochen Hitzfeld
 +49 89 378-18709
 jochen.hitzfeld@unicreditgroup.de

Nikolaus Keis
 +49 89 378-12560
 nikolaus.keis@unicreditgroup.de

EEMEA Economics & FI/FX Strategy

Gillian Edgeworth, Chief EEMEA Economist
 +44 0207 826 1772, gillian.edgeworth@unicredit.eu

Gyula Toth, Head of EEMEA FI/FX Strategy
 +43 50505 823-62, gyula.toth@unicreditgroup.at

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

Güldem Atabay, Economist, Turkey
 +90 212 385 9551, guldem.atabay@unicreditgroup.com.tr

Dan Bucsa, Economist, Romania
 +40 21 203-2376, dan.bucsa@unicredit.ro

Hans Holzhaecker, Chief Economist, Kazakhstan
 +7 727 244-1463, h.holzhaecker@atfbank.kz

Marcin Mrowiec, Chief Economist, Poland
 +48 22 656-0678, marcin.mrowiec@pekao.com.pl

Rozália Pál, Ph.D., Chief Economist, Romania
 +40 21 203-2376, rozalia.pal@unicredit.ro

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

Pavel Sobisek, Chief Economist, Czech Republic
 +420 2 211-12504, pavel.sobisek@unicreditgroup.cz

Dmitry Veselov, Ph.D., Economist, EEMEA
 +44 207 826 1808, dmitry.veselov@unicredit.eu

Vladimír Zlacký, Chief Economist, Slovakia
 +421 2 4950-2267, vladimir.zlacky@unicreditgroup.sk

Global FI/FX Strategy

Michael Rottmann, Head
 +49 89 378-15121, michael.rottman1@unicreditgroup.de

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

Chiara Cremonesi, FI Strategy
 +44 20 7826-1771, chiara.cremonesi@unicredit.eu

Elia Lattuga, FI Strategy
 +39 02 8862-2027, elia.lattuga@unicredit.eu

Armin Mekelburg, FX Strategy
 +49 89 378-14307, armin.mekelburg@unicreditgroup.de

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

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

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

Publication Address

UniCredit Research
 Corporate & Investment Banking
 UniCredit Bank AG
 Arabellastrasse 12
 D-81925 Munich
 Tel. +49 89 378-18927
 Fax +49 89 378-18352

Bloomberg
 UCGR

Internet
 www.research.unicreditgroup.eu

*UniCredit Research is the joint research department of UniCredit Bank AG (UniCredit Bank), UniCredit CAIB Group (UniCredit CAIB), UniCredit Securities (UniCredit Securities), UniCredit Menkul Değerler A.Ş. (UniCredit Menkul), UniCredit Bulbank, Zagrebačka banka, UniCredit Bank, Bank Pekao, Yapi Kredi, UniCredit Tiriac Bank and ATFBank.