

Traduzione della versione originale inglese
del 18 marzo 2020
[Link](#)

Arabia Saudita e Russia: Chi getterà la spugna per primo?

- Con la domanda globale di petrolio che si deteriora di giorno in giorno, solo una risoluzione della guerra dei prezzi tra Russia e Arabia Saudita potrà portare un po' di sollievo al mercato.
- Dato che il Brent sotto i 40 USD/bbl non rappresenta un prezzo di equilibrio per nessuno, prima o poi, uno dei due paesi o entrambi dovrà fare marcia indietro, contrarre la produzione e spingere per un qualche accord – cosa che dovrebbe accadere ben prima della riunione di giugno per avere un impatto significativo sui prezzi.
- Se entrambi i paesi cooperassero, l'OPEC+ estenderà i suoi attuali tagli alla produzione, probabilmente aumentandoli. Altrimenti, se la Russia si rifiutasse di tornare al tavolo delle trattative, l'alleanza OPEC+ probabilmente crollerà, costringendo l'OPEC ad agire da solo.

Il mercato del petrolio rimane in tumulto. Con la crisi sanitaria del coronavirus che ha rapidamente aumentato la probabilità di una recessione globale, i prezzi del Brent si aggirano intorno alla soglia di USD 30/bbl, un crollo di oltre il 45% in un solo mese (attualmente il Brent è scambiato a USD 27/bbl). Gli investitori si stanno ora chiedendo se la prossima gamba sarà tutta in discesa verso i 20 USD/bbl o in salita verso i 40 USD/bbl. Dato che le prospettive della domanda globale si stanno deteriorando di giorno in giorno, solo una significativa riduzione dell'offerta potrà portare un certo sollievo al mercato. Un certo aggiustamento della produzione sarà fisiologico. I produttori americani meno competitivi saranno probabilmente i primi a chiudere il rubinetto, e quelli più finanziariamente esposti rischiano la bancarotta. Allo stesso modo, alcuni dei produttori OPEC più vulnerabili saranno costretti a gettare la spugna se il Brent rimanesse ai livelli attuali o inferiori.

Tuttavia, qualsiasi passo significativo verso i 40 USD/bbl dipenderà da come si svolgerà la guerra dei prezzi tra l'Arabia Saudita e la Russia. Il fallito incontro OPEC+ del 6 marzo a causa della riluttanza della Russia a concordare tagli più lunghi e profondi ha spinto l'Arabia Saudita a offrire sconti aggressivi (fino a 8 USD/bbl) ai suoi clienti europei, asiatici e americani, e a promettere di inondare il mercato con più di 2mb/d quando i limiti di produzione scadranno alla fine di marzo. Al momento, il conflitto assomiglia sempre più al tradizionale gioco del falco e della colomba (Tabella 1). Chi cede per primo perde. L'Arabia Saudita vuole punire la Russia per il suo mancato impegno nell'alleanza OPEC+, mentre Mosca vuole esercitare la stessa pressione sui produttori americani come ritorsione per il boicottaggio del gasdotto North Stream 2 da parte di Washington. Ma i prezzi del Brent al di sotto di 40 USD/bbl sono molto al di sotto dei prezzi di pareggio fiscale sia della Russia che dell'Arabia Saudita – e molto al di sotto dei prezzi di pareggio operativo di diversi produttori. Prima o poi, uno dei due o entrambi dovrà fare marcia indietro.

TABELLA 1: GIOCO DEL FALCO E DELLA COLOMBA CON PROBABILE IMPATTO SUL PREZZO (BRENT, USD/BBL)

		RUSSIA	
		Colomba	Falco
SAUDI ARABIA	Colomba	Accordo OPEC+ (p>45)	L'OPEC+ crolla, l'OPEC agisce (35<p<45)
	Falco	Guerra dei prezzi (25<p < 30)	Guerra dei prezzi escala (p<25)

Fonte: UniCredit Research

Scenario di guerra dei prezzi

Nella tradizionale teoria dei giochi, la Tabella 1 riporta le diverse mosse che ogni giocatore, Russia e Arabia Saudita, ha a disposizione, con i relativi payoff. Possono cooperare (colomba) o mantenere una posizione conflittuale (falco). L'orizzonte temporale dell'impatto sui prezzi, che incorpora una fragile prospettiva della domanda a causa di un forte rallentamento dell'attività economica, come delineato nella prossima sezione, è fino alla fine di aprile – il periodo che probabilmente corrisponderà alla fase più acuta di debolezza della domanda, quando sarà più necessario un rapido intervento dell'OPEC+. In questo momento, entrambe le parti sembrano risolte a provocarsi a vicenda, con entrambe le capitali che affermano ripetutamente che i loro paesi sono a proprio agio con i prezzi ai livelli attuali. Lo mostriamo in basso a destra della tabella, che corrisponde a un vero e proprio scenario di guerra dei prezzi.

Mosca e Riyadh possono sopportare i costi del confronto per diversi mesi. L'Arabia Saudita può produrre petrolio a circa 3 dollari al barile, anche se ha bisogno di 83 dollari al barile per pareggiare il suo bilancio. A prezzi correnti, il deficit di bilancio dell'Arabia Saudita nel 2020 salirà a circa il 20% del PIL dal 6,5% attualmente previsto. Riyadh può contare su 510 miliardi di dollari di riserve (65% del suo PIL) per sostenere la guerra dei prezzi. La Russia, invece, pompa petrolio al costo di 30 dollari al barile, ma il suo prezzo di pareggio fiscale è più basso, intorno ai 45 dollari al barile – avendo passato gli ultimi cinque anni a contenere il suo budget. Le riserve russe ammontano a 570 miliardi di dollari (25% del PIL) e la Russia potrebbe spingere per una valuta più debole per compensare i bassi prezzi del petrolio. La settimana scorsa, il ministero delle finanze russo ha dichiarato che attingerà al suo fondo nazionale di 150 miliardi di dollari per integrare il bilancio se i prezzi del petrolio rimarranno bassi. Tutto sommato, la Russia sembra leggermente meglio posizionata per un confronto sui prezzi.

Se la guerra dei prezzi dovesse continuare, l'onere dell'adeguamento ricadrebbe sui produttori più deboli del mondo. I primi produttori che potrebbero gettare la spugna sono gli americani. Sono troppi e troppo piccoli per orchestrare una risposta coordinata all'attuale situazione di mercato, ma tra i produttori sono quelli che godono della massima flessibilità nell'aprire o chiudere il rubinetto grazie a costi di produzione fissi piuttosto contenuti. Secondo Rystad Energy, i prezzi di pareggio del WTI per i produttori americani di petrolio non convenzionale si collocano generalmente nell'intervallo 40-50 USD/bbl, con un alto grado di volatilità dei prezzi all'interno dello stesso bacino e tra i pozzi appartenenti allo stesso operatore.

I produttori meno competitivi saranno spinti fuori mercato, mentre quelli più indebitati rischieranno il fallimento. Secondo Energy Aspects, diversi operatori statunitensi hanno già annunciato tagli al budget e all'attività per il 2020. Tra i produttori tradizionali, con la produzione di greggio in Libia, Venezuela e Iran già vincolata, Nigeria e Iraq saranno probabilmente i prossimi ad adeguarsi. Insieme questi due Paesi rappresentano circa il 20% della produzione OPEC e i bassi prezzi del petrolio potrebbero esacerbare le tensioni politiche interne esistenti, con ripercussioni sul funzionamento delle industrie petrolifere di questi Paesi.

Tali correzioni della produzione potrebbero aiutare a bilanciare in qualche modo il mercato fisico senza necessariamente alleviare i prezzi del petrolio, in quanto gli investitori sarebbero ancora preoccupati per l'assenza di un vero equilibratore del mercato come l'OPEC o l'OPEC+. Per questo motivo, e data la crescente debolezza delle prospettive macroeconomiche globali, i prezzi del Brent si avvicinerebbero probabilmente a 20 USD/bbl. Allo stesso modo, se la Russia mostrasse la volontà di tornare al tavolo delle trattative (blink) ma l'Arabia Saudita si rifiutasse (confronto), il Brent rimarrebbe probabilmente al di sotto dei 30 USD/bbl perché a Mosca manca il potere di aggregazione e coordinamento di cui gode l'Arabia Saudita grazie alla sua egemonia OPEC. Questo rimane lo scenario più improbabile tra i quattro descritti nella tabella.

Pessimo tempismo per una strategia rischiosa

Anche se la Russia e l'Arabia Saudita possono portare avanti la guerra dei prezzi per un certo periodo di tempo, permettendo al Brent di scendere sotto i 30 USD/bbl fino ad aprile, tale strategia potrebbe pericolosamente destabilizzare il mercato, esponendo i produttori più vulnerabili a crescenti tensioni finanziarie. Anche Mosca e Riyadh rischiano di compromettere la salute delle loro finanze pubbliche e potrebbero essere costretti a rivedere al ribasso diversi progetti finanziati con fondi pubblici che sono essenziali per preservare il consenso interno. Ma, cosa ancora più importante, la tempistica di una strategia di brinkmanship così rischiosa non potrebbe essere peggiore. In soli dieci giorni dal fallito accordo OPEC+, le prospettive della domanda globale si sono drammaticamente deteriorate, con il virus che ha ormai colpito tutte le maggiori economie avanzate, costringendo la maggior parte dei governi ad adottare massicce misure di contenimento. Né la Russia né l'Arabia Saudita erano probabilmente pronte ad un deterioramento così netto quando hanno iniziato la loro attività – considerando quanto ottimistiche fossero le previsioni della domanda fornite dall'OPEC il mese scorso.

Nel suo aggiornamento di marzo, l'Agenzia Internazionale per l'Energia (AIE) ha rivisto al ribasso le previsioni sulla domanda per il secondo mese consecutivo, segnando una contrazione di 90kb/d per il 2020 – il primo calo annuale dal 2008. Nel suo scenario di base, la principale fonte di debolezza della domanda rimane la Cina, mentre le ricadute negative dovute ad un rallentamento globale dell'attività economica rimangono limitate. Ma l'AIE ha avvertito che questo potrebbe essere ancora uno scenario benigno per un paio di ragioni. In primo luogo, i dati cinesi di gennaio e febbraio relativi alla produzione industriale, alle vendite al dettaglio e agli investimenti in immobilizzazioni sono stati in rosso – più del previsto. In secondo luogo, anche se la domanda interna e la produzione si sono riprese rapidamente, la ripresa cinese – e, di conseguenza, la domanda globale di petrolio in generale – potrebbe essere parzialmente compromessa dal rallentamento indotto dal virus nelle economie avanzate.

Pertanto, a nostro avviso, è più istruttivo considerare lo scenario peggiore fornito dall'AIE che è coerente con la nostra linea di base di un rallentamento globale più pronunciato rispetto a quello implicito nella linea di base dell'AIE stessa. Ciò presuppone una contrazione della domanda globale di circa 0,7 mb/g nel 2020 a causa della diffusione globale di COVID-19 e di una più lenta ripresa della domanda di petrolio. Come mostrato nel grafico 1, questo sarebbe il primo calo della domanda in un decennio e le perdite di produzione in termini di barili di petrolio sarebbero leggermente superiori a quelle registrate durante la

crisi finanziaria del 2008. Tuttavia, pur considerando questo scenario di rischio come lo scenario di riferimento attuale, la probabilità di ulteriori revisioni al ribasso nei prossimi mesi rimane estremamente elevata, data la rapidità e la gravità con cui la crisi sanitaria globale sta colpendo l'economia reale globale.

GRAFICO 1: DOMANDA IMPOSTATA PER UNA CONTRAZIONE SIGNIFICATIVA

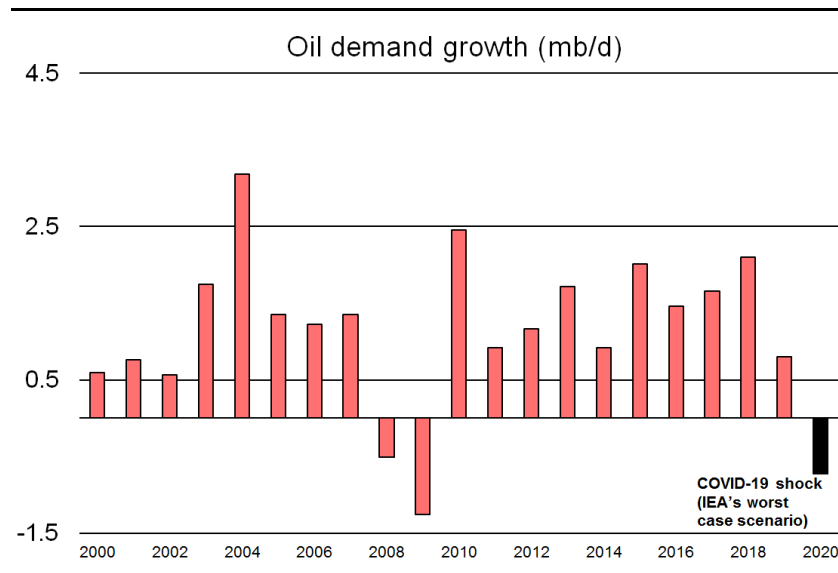


Grafico 1: Crescita della domanda di petrolio (mb/d); Shock COVID-19 (lo scenario peggiore dell'AIE)

Fonte: IEA, UniCredit Research

È ora di collaborare?

Solo l'Arabia Saudita è in grado di fornire la leadership e la direzione di cui il mercato ha bisogno al momento. Ed è nel suo interesse farlo. I bassi prezzi del petrolio danneggiano l'economia saudita più di quanto non facciano male all'economia russa. Dopotutto, fino a dieci giorni fa l'Arabia Saudita era il Paese più impegnato nell'accordo OPEC+ e svolgeva il ruolo di produttore swing, tagliando la produzione il doppio di quanto aveva concordato. Inoltre, se la sua aggressiva strategia dei prezzi era intesa a riaffermare la preminenza dei sauditi sul mercato petrolifero e a costringere la Russia a decidere da che parte stare rispetto all'alleanza OPEC+, ha ampiamente raggiunto l'obiettivo data la volatilità causata sui mercati finanziari dalla sua strategia di brinkmanship. Questo ci porta a considerare la riga superiore della tabella 1.

Se l'Arabia Saudita cerca collaborazione, la Russia può fare lo stesso o mantenere una posizione conflittuale. Nel primo scenario, l'OPEC+ manterrebbe al minimo i tagli attuali (2,1 mb/d), cercando di aumentarli di altri 1,5 mb/d come è stato proposto nell'ultimo incontro (per un totale di 3,6 mbd). Poiché l'accordo di produzione esistente scade alla fine di marzo, l'OPEC+ dovrebbe idealmente concludere un accordo prima di quel momento per evitare che il mercato fisico sia inondato dai barili attualmente tagliati, spingendo così probabilmente il Brent al di sopra dei 45 USD/bbl. Attendere l'incontro di giugno sarebbe troppo tardi, data l'attuale situazione del mercato. L'Iran, per esempio, ha appena chiesto una riunione d'emergenza dell'OPEC+ e altri produttori si stanno facendo sentire in questo senso. La settimana scorsa il Ministro dell'Energia russo ha detto che "le porte non sono chiuse" alla futura cooperazione tra Russia e OPEC.

Nel secondo scenario, in cui la Russia si rifiuta di fare marcia indietro, l'OPEC+ collaserebbe, mentre l'OPEC si muoverebbe da sola (con meno potenza di fuoco, ovviamente) togliendo barili dal mercato (almeno 2m/bd), spingendo probabilmente il Brent verso i 40 USD/bbl. Considerate le tese relazioni diplomatiche fra i due Paesi attualmente, che hanno portato all'annullamento della riunione del Comitato Tecnico prevista per ieri, questo secondo scenario appare più probabile. Se da un lato la Russia beneficerebbe di questa iniziativa come free rider, dall'altro pagherebbe il prezzo della perdita dell'influenza economica in Medio Oriente legata al suo far parte dell'OPEC+. E l'Arabia Saudita non avrebbe più bisogno di condividere lo scettro del re del petrolio.

Edoardo Campanella, Economist (UniCredit Bank, Milan)
 +39 02 8862-0522
edoardo.campanella@unicredit.eu

Legal Notices

Glossary

A comprehensive glossary for many of the terms used in the report is available on our website: <https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=glossary>

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 information, estimates, opinions, projections and forecasts included in this report represent the independent judgment of the analysts as of the date of the issue unless stated otherwise. 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 report may contain links to websites of third parties, the content of which is not controlled by UniCredit Bank. No liability is assumed for the content of these third-party websites.

This report 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 marketing material within the meaning of applicable prospectus law. 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. Fluctuations in exchange rates 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 Milan Branch, UniCredit Bank AG Vienna 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 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 report 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.

This report was completed and first published on 19 March 2020 at 10:14.

Responsibility for the content of this publication lies with:

UniCredit Group and its subsidiaries are subject to regulation by the European Central Bank

a) UniCredit Bank AG (UniCredit Bank, Munich or Frankfurt), Arabellastraße 12, 81925 Munich, Germany, (also responsible for the distribution pursuant to §34b WpHG). Regulatory authority: "BaFin" – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt, Germany.

b) UniCredit Bank AG London Branch (UniCredit Bank, London), Moor House, 120 London Wall, London EC2Y 5ET, United Kingdom. Regulatory authority: "BaFin" – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt, Germany and subject to limited regulation by the Financial Conduct Authority, 12 Endeavour Square, London E20 1JN, United Kingdom and Prudential Regulation Authority 20 Moorgate, London, EC2R 6DA, United Kingdom. Further details regarding our regulatory status are available on request.

c) UniCredit Bank AG Milan Branch (UniCredit Bank, Milan), Piazza Gae Aulenti, 4 – Torre C, 20154 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, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt, Germany.

d) UniCredit Bank AG Vienna Branch (UniCredit Bank, Vienna), Rothschildplatz 1, 1020 Vienna, Austria. Regulatory authority: Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Vienna, Austria and subject to limited regulation by the "BaFin" – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt, Germany. Details about the extent of our regulation by the Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht are available from us on request.

e) UniCredit Bank Austria AG (Bank Austria), Rothschildplatz 1, 1020 Vienna, Austria. Regulatory authority: Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Vienna, Austria

f) UniCredit Bulbank, Sveta Nedelya Sq. 7, BG-1000 Sofia, Bulgaria. Regulatory authority: Financial Supervision Commission (FSC), 16 Budapeshta str., 1000 Sofia, Bulgaria

g) Zagrebačka banka d.d., Trg bana Josipa Jelačića 10, HR-10000 Zagreb, Croatia. Regulatory authority: Croatian Agency for Supervision of Financial Services, Franje Račkoga 6, 10000 Zagreb, Croatia

h) UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, Želetavská 1525/1, 140 92 Praga 4, Czech Republic. Regulatory authority: CNB Czech National Bank, Na Příkopě 28, 115 03 Praga 1, Czech Republic

i) ZAO UniCredit Bank Russia (UniCredit Russia), Prechistsenskaya nab. 9, RF-119034 Moscow, Russia. Regulatory authority: Federal Service on Financial Markets, 9 Leninsky prospekt, Moscow 119991, Russia

j) UniCredit Bank Czech Republic and Slovakia, Slovakia Branch, Šancova 1/A, SK-813 33 Bratislava, Slovakia. Regulatory authority: CNB Czech National Bank, Na Příkopě 28, 115 03 Praha 1, Czech Republic and subject to limited regulation by the National Bank of Slovakia, Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava, Slovakia. Regulatory authority: National Bank of Slovakia, Imricha Karvaša 1, 813 25 Bratislava, Slovakia

k) UniCredit Bank Romania, Bucharest 1F Expozitiei Boulevard, 012101 Bucharest 1, Romania. Regulatory authority: National Bank of Romania, 25 Lipscani Street, 030031, 3rd District, Bucharest, Romania

l) UniCredit Bank AG New York Branch (UniCredit Bank, New York), 150 East 42nd Street, New York, NY 10017. Regulatory authority: "BaFin" – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt, Germany and New York State Department of Financial Services, One State Street, New York, NY 10004-1511 Further details regarding our regulatory status are available on request.

ANALYST DECLARATION

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

All of the views expressed accurately reflect the analyst's views, which have not been influenced by considerations of UniCredit Bank's business or client relationships.

POTENTIAL CONFLICTS OF INTERESTS

You will find a list of keys for company specific regulatory disclosures on our website <https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=disclaimer>.

RECOMMENDATIONS, RATINGS AND EVALUATION METHODOLOGY

You will find the history of rating regarding recommendation changes as well as an overview of the breakdown in absolute and relative terms of our investment ratings, and a note on the evaluation basis for interest-bearing securities on our website <https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=disclaimer> and <https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=legalnotices>.

ADDITIONAL REQUIRED DISCLOSURES UNDER THE LAWS AND REGULATIONS OF JURISDICTIONS INDICATED

You will find a list of further additional required disclosures under the laws and regulations of the jurisdictions indicated on our website <https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=disclaimer>.

UniCredit Research*

Macro 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 Controls
+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

European Economics Research



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



Dr. Loredana Federico
Chief Italian Economist
+39 02 8862-0534
loredanamaría.federico@unicredit.eu



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



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



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



Walter Pudschedl
Economist
+43 50505-41957
walter.pudschedl@unicreditgroup.at



Chiara Silvestre
Economist
chiara.silvestre@unicredit.eu



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

International Economics Research



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

EEMEA Economics Research



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



Gökçe Çelik
Senior CEE Economist
+44 207 826-6077
gokce.celik@unicredit.eu



Mauro Giorgio Marrano
Senior CEE Economist
+43 50505-82712
mauro.giorgiomarrano@unicredit.de



Florin Andrei, Ph.D.
Senior Economist, Romania
+40 21 200-1377
florin.andrei@unicredit.ro



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



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



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



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



Kristofor Pavlov
Chief Economist, Bulgaria
+359 2 923-2192
kristofor.pavlov@unicreditgroup.bg



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

UniCredit Research, Corporate & Investment Banking, UniCredit Bank AG, Am Eisbach 4, D-80538 Munich, globalresearch@unicredit.de
Bloomberg: UCCR, Internet: www.unicreditresearch.eu

MR 20/1

*UniCredit Research is the joint research department of 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 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.