

Focus lunar

Amorțirea mâinii invizibile

Horia Braun Erdei, Economist Șef BCR

Mă consider norocos să aparțin unei generații privilegiate din punct de vedere intelectual, în sensul în care Revoluția m-a prins la o vârstă (12 ani) suficient de fragedă cât să nu îmi dea total lumea peste cap dar suficient de avansată cât să îmi stimuleze curiozitatea intelectuală. Anii '90 au fost pe cât de traumatizanți ca și profunzime a schimbărilor, pe atât de fascinanți ca și descoperire a valorii libertății economice. A fost fascinant mai ales să descoperi cum, fără a fi "dirijat" de sus în jos, sistemul piețelor libere reușește să obțină un nivel înalt de coordonare și de eficiență, generând o bunăstare inaccesibilă sistemului "economiei de comandă". Adam Smith asemuise această coordonare unei "mâini invizibile" care dirijează lucrurile în direcția corectă. Era ca o magie în acțiune, drept pentru care meseria de economist îmi părea precum cea a unui magician.

Sigur că înaintând în vârstă și navigând prin meandrele nesfârșite ale tranziției economiei românești am descoperit că, pentru ca trucurile mâinii invizibile să funcționeze, e nevoie de mult antrenament, de un cadru adecvat și de un public care să creadă în magie. Am mai descoperit că forma în care se manifestă libertatea economică e de fapt puternic modelată de o serie de constrângeri politice, sociale și – așa cum realizăm tot mai mult în ultima vreme – psihologice. Problema pe care o întâlnim însă astăzi este că lumea e atât de mult concentrată pe constrângeri, încât tinde să uite de lucrurile bune pe care mâna invizibilă le poate produce. Mai ales în contextul crizei financiare globale, sistemul piețelor libere e asaltat de o serie de cercetători, de funcționari și de politicieni care mai de care încercând să propună metode de a îmbunătăți sistemul. Nimic rău în asta, atâta vreme cât recunoaștem că, asemeni democrației, economia liberă de piață "este cea mai proastă" formă de organizare economică, "cu excepția tuturor celorlalte" ¹.

Mulți dintre dumneavoastră trăiți și vibrați într-o economie de piață cel puțin parțial funcțională, așa că pierderea libertății economice pe care o luăm azi de bună vi s-ar părea mai degrabă o ipoteză filosofică. Asta însă s-ar putea schimba datorită a două tendințe globale ce se manifestă cu viteză accelerată. E vorba, pe de o parte, de emergența în tot mai multe țări a unor lideri politici cu tendințe autoritare. Pe de altă parte, e vorba de pătrunderea tehnologiei în straturile cele mai intime ale vieții noastre, ceea ce ne face mai vulnerabili la manipulare. Separat cele două tendințe nu sunt ceva neobișnuit, însă combinate între ele și mai ales suprapuse peste indiferența noastră, a majorității tăcute, ele pot crea o cocktail după care o să ne doară rău capul.

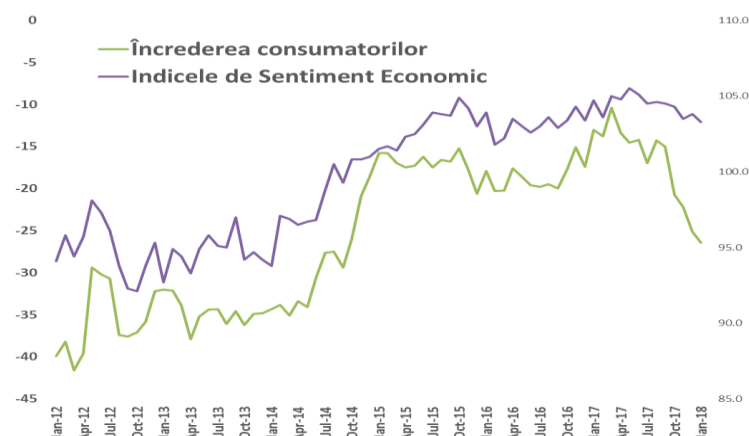
Oricât aș fi tentat de asta, nu o să insist în acest articol asupra cum politica s-ar putea să devină tot mai mult parte a vieții noastre sau asupra modului în care companii utilizând tehnologii de tip Big Data ne pot influența alegerile politice și nu doar cele comerciale. Aș vrea însă să insist asupra modului în care mâna invizibilă își face simțită prezența în economie. Fiindcă e lucrătura ei, sub forma comerțului liber la nivel global, faptul că cele mai multe țări din lume se află azi într-o fază de ascensiune economică alertă care conform FMI ar putea ajunge în acest an la aproape 4% pe an. Tot mâna invizibilă, sub manifestarea răspunsului unor actori economici liberi la stimulente, a fost de asemenea în bună măsură responsabilă pentru creșterea rapidă a economiei românești de anul trecut. Stimulentele au fost de natură fiscală și au funcționat, dar numai în măsura în care acțiunea lor a fost interpretată de actorii liberi ca fiind de durată,

¹ Am parafrazat aici un citat atribuit lui Winston Churchill, care spunea că "democrația este cea mai proastă formă de guvernământ cu excepția tuturor celorlalte."

respectiv în măsura în care ele au fost însoțite de o inflație scăzută, de un curs relativ stabil și de un deficit bugetar în limite acceptabile în termeni convenționali europeni.

Aceste premise nu mai sunt însă valabile din a doua jumătate a anului 2017. Modificările din domeniul impozitării muncii și creșterea accizei la combustibili au demonstrat că mare parte din stimulii fiscali și salariali recentii au un caracter reversibil. Creșterea inflației a demonstrat de asemenea că o bună parte din majorările salariale e iluzorie, fiindcă puterea lor de cumpărare e în curs de erodare. Pentru cei cu credite cu dobânzi variabile, creșterea ROBOR a demonstrat inclusiv faptul că finanțarea ieftină nu e nici ea un dat imuabil. În aceste condiții, nu e de mirare că încrederea în rândul consumatorilor și într-o anumită măsură și în rândul companiilor s-a plasat pe un trend de erodare continuă începând cu luna iulie 2017 (vezi Grafic 1).

Grafic 1. Indicele de Sentiment Economic și cel de încredere a consumatorilor pentru economia României



Sursa: sondajul lunar al Comisiei Europene în rândul consumatorilor și a companiilor

Din fericire, în același timp economia și piețele globale nu au suferit o erodare similară a încrederii, astfel încât companiile românești, în special cele orientate spre export, s-au putut baza pe perspective suficient de stabile cât să le permită extinderea afacerilor și chiar a investițiilor. De asemenea, piața financiară locală a putut să se mențină pe o linie de relativă stabilitate în ciuda înrăutățirii indicatorilor aferenți stabilității macroeconomice.

La ce ne putem însă aștepta pentru următorii 1-2 ani? Vine criza peste noi, cum le place multor profeți să ne anunțe? Sincer eu nu am aceeași siguranță a opiniei precum acei profeți, iar tendințele recente mă fac să simt și mai nesigur, mai ales când vorbim de recenta radicalizare a administrației Trump în probleme de comerț internațional, de succesul relativ al partidelor populiste din Italia sau de alegerile / nominalizările triumfante din Rusia și China. Cu toate acestea rămân parcă mai degrabă fidel ideii că cel puțin pe termen scurt forțele globalizării și ale curentelor tehnologiei noi, secondate de condițiile de finanțare încă laxe vor ține flacăra acestei expansiuni economice globale aprinsă. În prezent ele susțin o efervescență crescută în domeniul investițiilor companiilor, care reprezintă cea de-a doua fază și o reconfirmare a acestei expansiuni.

O mutație similară către investiții ar trebui să vedem și în cazul economiei românești. Chiar dacă în a doua jumătate a anului 2017 s-a produs o relansare relativă a acestora, punctul de pornire a fost unul redus și imboldul a venit mai degrabă din zona achiziționării de echipamente de producție și de transport și din cea a construcțiilor rezidențiale sau de spații de birouri sau comerciale. Niciunul dintre aceste domenii nu are

un efect multiplicator amplu și nici nu sunt în măsură a reduce semnificativ decalajele noastre cele mai grave din domeniul infrastructurii fizice, a calității sistemelor de educație și de sănătate sau a conținutului tehnologic al produselor locale. Sigur că "atacarea" acestor domenii presupune o implicare fundamentală a sectorului public. Pentru a avea succes, însă, cred că acesta din urmă ar face bine să se folosească și de trucerile mâinii invizibile, implicând sectorul privat prin crearea unui cadru de stimulente și de reglementare transparent și eficient. Pentru că România are un sector privat vibrant și dornic să contribuie, m-am încredințat de acest lucru asistând la recentul summit al Romanian Business Leaders. Sectorul privat are și soluții, așa cum sper că se va observa din raportul special pe investiții ce va fi curând lansat de Amcham.

Chiar dacă aflat fiind în ultima decadă a lunii martie mă uit la o fereastră presărată cu țurțuri, am convingerea că până la urmă soarele de primăvară va veni și va topi gheața. La fel nutresc convingerea că mâna invizibilă va răzbi, fiindcă ea nu reprezintă altceva decât un mod de gândire liber și pozitiv, care e la fel de natural precum succesiunea anotimpurilor.

Tablou de bord – ce și cum s-a mișcat în economie

Economie reală	Ian 2018	Tendință curentă	Comentarii
Producția industrială, %var.an	+8,5%	↗	Industria este sprijinită în prezent de cererea externă din zona euro
Lucrările de construcții, %var.an	+7,8%	↗	Revigorare a investițiilor în infrastructură în decembrie și ianuarie
Comerțul retail, %var.an	+11,1%	↗	Creșterea ridicată pe seama produselor nealimentare; posibilă încetinire în lunile următoare
Comerțul cu autovehicule, %var.an	+13,1%	↗	Optimismul se menține în piață
Servicii pentru populație, %var.an	+9,7%	↘	Deteriorare importantă pe zona jocurilor de noroc, menținere a creșterii în hoteluri și restaurante
Servicii pentru companii, %var.an	+15,6%	↗	Accelerare la începutul anului susținută de IT&C
Exporturi de bunuri, %var.an	+15,9%	↗	Creșterea a fost susținută aproape în mod egal de exporturile UE și non-UE
Piața muncii	Ian 2018		
Salarii nete, %var.an	+8,0%	↘	Încetinire explicată atât de schimbările fiscale cât și de temperarea majorărilor din anumite domenii
Rata șomajului (Eurostat)	4,6%	↘	Rata șomajului atinge în mod repetat minime istorice
Prețuri	Feb 2018		
Rata inflației, %var.an	4,7%	↗	Scumpirile unor alimente pe plan extern și creșterea prețurilor reglementate au accelerat inflația
Piețe financiare	Feb 2018		
ROBOR 3 luni (medie)	2,05%	↗	Tendința de creștere lentă a dobânzilor s-ar putea menține în 2018
Cursul EURRON (medie)	4,6555	stabilitate relativă leu	Vedem în continuare un leu mai slab din cauza importurilor ridicate și a felului în care investitorii privesc țările emergente
Cursul USDRON (medie)	3,7675	apreciere leu	Declinul al dolarului pe piețele externe în februarie; în lunile următoare dolarul ar putea câștiga teren în fața euro ajutat de dobânzi mai mari în SUA

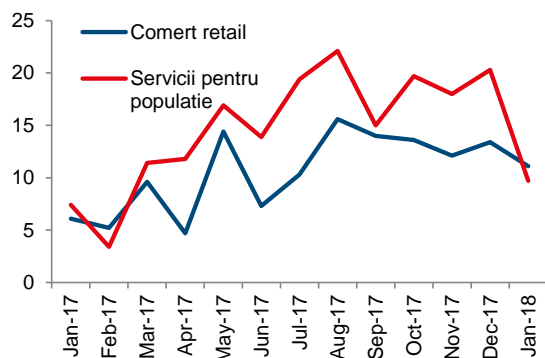
Pulsul condițiilor de afaceri, al puterii de cumpărare și al pieței financiare

Temperare a consumului, redresare lentă a investițiilor

În lunile recente consumatorii români au devenit mai pesimiști, confrunțați cu o scădere a puterii de cumpărare, cu incertitudinea vis-a-vis de ce salariu vor primi în mână după modificările fiscale și fiind încă sensibili la evoluțiile ascendente ale cursului și dobânzilor de la finele lui 2017. Ne așteptăm ca acest pesimism să se reflecte și în vânzări mai slabe, însă acestea s-au menținut destul de dinamice în ultimul trimestru de anul trecut. Luna ianuarie a adus însă un prim semn de slăbiciune: ritmul de creștere anuală a comerțului și cel al serviciilor prestate populației a încetinit. Întrebarea unui comerciant dacă e cazul să ne îngrijorăm cred că e legitimă, dar românii nu au ajuns încă la fundul sacului, cum s-ar spune. Creșterile vânzărilor de bunuri și servicii de consum rămân încă robuste, în jur de 10%. E adevărat însă că așteptările cu privire la creșteri mai accelerate de vânzări ca în 2017 ar trebui moderate în multe domenii.

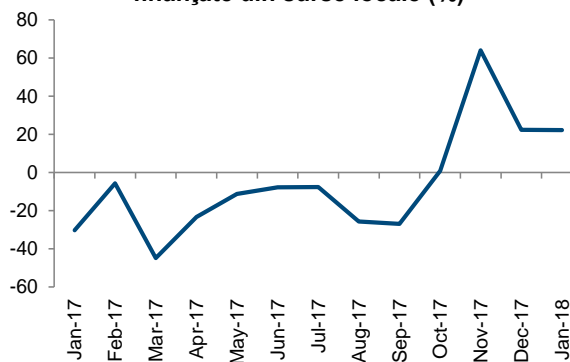
Dacă vânzările din comerțul cu amănuntul au fost ceva mai slabe în ianuarie, investițiile guvernului în infrastructură au crescut, ceea ce reprezintă o noutate demnă de luat în seamă după evoluția dezamăgitoare din ultimul an. România a reușit în ultimele luni să atragă mai mulți bani pentru investiții de la Uniunea Europeană, iar pe lângă aceasta am fost martorii unei creșteri și în cazul investițiilor făcute cu fonduri de la bugetul național. Nu toate lucrurile au fost pozitive în domeniul construcțiilor în ianuarie iar construcțiile de imobile rezidențiale și nerezidențiale au scăzut. În acest moment credem că este prematur de spus dacă a fost un efect trecător sau această slăbiciune va persista în lunile următoare. Un indiciu ar putea fi oferit de numărul de autorizații de construcții pentru clădiri rezidențiale care este în creștere, iar dacă adăugăm și optimismul din piața rezidențială și din cea a birourilor, cu discuții zilnice despre noi proiecte, înclinăm să credem că evoluția modestă din ianuarie va fi lăsată în urmă în lunile viitoare.

Grafic 2. Creșterea anuală a comerțului retail și a serviciilor pentru populație (%)



Sursa: INS, Ministerul Finanțelor Publice, BCR Cercetare

Grafic 3. Creșterea anuală a investițiilor publice finanțate din surse locale (%)



Evoluția industriei din luna ianuarie a arătat o creștere ridicată a ramurilor conectate la piețele externe (mașini și utilaje, echipamente electrice, autovehicule de transport rutier), dar și a ramurilor care beneficiază de cerere din partea construcțiilor (materiale de construcții nemetalice). Datele publicate de către Asociația Producătorilor și Importatorilor de Autovehicule despre producția record a uzinei Ford în ianuarie (11.074 autoturisme, față de 3.536 în ianuarie 2017) reprezintă un alt element încurajator având în vedere că în acest an ne vom compara cu o perioadă din 2017 în care Ford a produs destul de puțin, făcând trecerea între modele în cadrul uzinei de la Craiova.

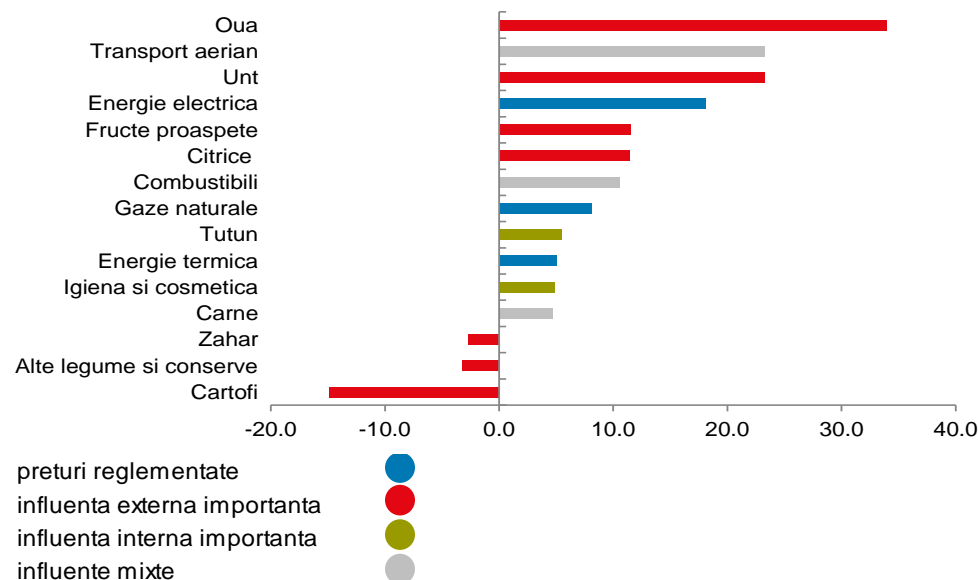
Rata inflației – globalizarea și reglementarea, mai importante decât efectele consumului privat

Bunurile și serviciile pentru populație au continuat să se scumpească în februarie iar rata inflației calculată pe ultimele 12 luni a atins 4,7%, cel mai ridicat nivel din vara anului 2013 și până în prezent. Ar trebui precizat că aceste date se referă la media obiceiurilor de consum ale populației iar o anumită persoană ar putea percepe diferit creșterile de prețuri în cazul său. De exemplu, ouăle s-au scumpit cu 34% în ultimul an, biletele de avion cu 23% iar untul tot cu 23%. O persoană care nu cumpără aceste bunuri și servicii ar putea avea senzația unei inflații mai mici. Dacă o persoană cu foarte mulți bani cumpără apartamente sau case de exemplu, atunci percepția creșterilor de prețuri pentru aceste bunuri nu va avea nicio legătură cu rata oficială a inflației pentru că apartamentele și casele nu se regăsesc în datele comunicate de Institutul Național de Statistică. Ca o concluzie, mediile pot ascunde multe detalii.

Evoluțiile pot părea îngrijorătoare la o primă vedere, în condițiile în care inflația era doar 0,2% în urmă cu un an iar tendința de creștere se va menține în lunile următoare, fiind posibile rate de 5% până la toamnă. Însă în mare parte rata anuală a inflației de 4,7% din februarie este rezultatul unui efect statistic care ține de trecut (în 2017 au avut loc reduceri de taxe) iar de la finalul toamnei vom avea creșteri mai mici ale prețurilor de consum, în jur de 3%.

Un lucru destul de surprinzător, prețurile bunurilor și serviciilor cresc mai ales ca rezultat al scumpirilor din Europa (este vorba de așa numita „inflație importată”) și în urma majorărilor de prețuri aprobate de autoritățile statului (energie electrică, gaze naturale, energie termică). Consumul foarte ridicat al populației din ultimul an nu i-a determinat pe comercianți să scumpească semnificativ bunurile și serviciile, iar efectele globalizării au fost mai importante. O privire la nivel european ne arată că scumpirea ouălor și a untului din ultimul an s-a regăsit în multe țări (Belgia, Polonia, Ungaria) în timp ce biletele pentru transportul aerian au la rândul lor o componentă internațională importantă. A fi cetățeni europeni se traduce astfel și în a avea creșteri sau scăderi de prețuri simultane cu cele din alte țări.

Grafic 4. Cele mai importante creșteri de prețuri precum și scăderile din februarie 2018 / februarie 2017 (%)



Sursa: INS, Eurostat

Leul – nu s-a schimbat aproape nimic

Evoluția leului în raport cu euro din ultima lună nu a adus aproape nimic nou, moneda națională fiind cotate în intervalul 4,65-4,67 în cea mai mare parte a timpului. Sugestia guvernatorului BNR Mugur Isărescu referitoare la o flexibilitate mai mare a cursului de schimb făcută în luna noiembrie 2017 nu s-a tradus în fapte, leul fiind în continuare mult mai stabil decât forintul maghiar sau zlotul polonez. Privită după patru luni, acea afirmație pare din ce în ce mai mult o încercare de obișnuire a populației și a companiilor cu un nou nivel de curs euro-leu care a fost atins imediat după conferința de presă a guvernatorului de atunci (în jur de 4,65, de la 4,55-4,60 înainte de momentul respectiv). Mai mult chiar, în februarie 2018 leul a avut cele mai mici fluctuații în raport cu euro din ultimul an, dacă nu luăm în calcul luna septembrie a anului trecut.

Credem că evoluția previzibilă a leului se va menține pe termen scurt. Pe termen mediu și lung însă este posibilă intrarea într-un alt interval de variație, eventual după transmiterea de către BNR a unor mesaje publice în acest sens. După cum evoluează lucrurile (importuri în creștere, cheltuieli publice tot mai mari care pun presiune pe bugetul țării, semne de întrebare la nivel global referitoare la fluxurile de capital spre piețele emergente), leul s-ar putea deprecia în continuare în viitor.

Pulsul economiei și al pieței financiare a fost luat de:

Eugen Sinca, Analist senior, Macro și titluri cu venit fix

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018p
Economia reală									
PIB - %, variație reală	-1.1	2.3	0.6	3.5	3.1	4.0	4.8	7.0	4.7
PIB - mld. RON	534	565	597	637	668	713	762	856	939
PIB per capita - mii EUR	6.2	6.6	6.7	7.2	7.5	8.1	8.6	9.5	10.1
Consum privat - %, variație reală	0.2	1.4	1.5	-2.4	4.4	5.7	7.3	8.8	5.8
Producția industrială - %, variație reală	5.6	5.6	0.0	7.8	6.1	2.7	1.7	8.2	5.1
Vânzări cu amănuntul - %, variație reală	-7.0	-1.2	4.1	0.5	7.0	8.9	13.5	10.7	8.1
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Sectorul extern									
Exporturi bunuri și servicii - miliarde EUR	40.6	48.8	49.8	57.3	61.9	65.8	70.2	77.7	82.9
Importuri bunuri și servicii - miliarde EUR	48.1	56.1	56.2	58.0	62.4	66.7	71.7	81.7	88.4
Balanța bunurilor și serviciilor - % din PIB	-5.9	-5.5	-4.8	-0.5	-0.3	-0.6	-0.9	-2.2	-2.8
Sold cont curent - % din PIB	-4.6	-4.6	-4.5	-0.8	-0.5	-1.2	-2.1	-3.4	-4.1
Prețuri									
IPC - sf. perioadă (%)	8.0	3.1	5.0	1.6	0.8	-0.9	-0.5	3.3	3.6
IPC - medie (%)	6.1	5.8	3.3	4.0	1.1	-0.6	-1.5	1.3	4.5
Piața muncii									
Rata șomajului - % (sf. per.)	6.9	7.2	6.8	7.1	6.8	6.8	5.9	4.9	4.9
Câștig salarial net - RON	1,391	1,444	1,507	1,579	1,697	1,848	2,088	2,395	2,598
Câștig salarial net - %, variație reală	-3.7	-1.9	1.0	0.7	6.3	9.5	14.7	13.2	3.8
Sector public									
Sold buget consolidat - % din PIB (ESA95)	-6.9	-5.4	-3.7	-2.1	-1.4	-0.8	-3.0	-3.0	-3.4
Datoria publică - % din PIB	29.9	34.2	37.3	38.0	39.8	37.9	37.5	36.3	35.8
Dobânzi									
Dobânda de politică monetară - (sf. per.)	6.25	6.00	5.25	4.00	2.75	1.75	1.75	1.75	2.75
ROBOR 3 luni - % (sf.per.)	6.2	6.1	6.1	2.4	1.7	1.0	0.9	2.1	2.8
ROBOR 3 luni - % (medie)	6.7	5.8	5.3	4.2	2.5	1.3	0.8	1.2	2.4
Randament titluri de stat 10 ani, % (sf.per.)	7.2	7.2	6.4	5.3	3.6	3.7	3.6	4.3	5.4
Curs de schimb									
EUR/RON (sf.per.)	4.28	4.32	4.43	4.48	4.48	4.52	4.54	4.66	4.73

Sursa: Banca centrală, Eurostat, INS, BCR Cercetare

Contacte Departamentul de Cercetare al BCR:

Horia Braun-Erdei	+4 (021) 312 67 73/10424	Horia.BraunErdei@bcr.ro
Dumitru Dulgheru	+4 (021) 312 67 73/10433	DumitruTeodor.Dulgheru@bcr.ro
Florin Eugen Sinca	+4 (021) 312 67 73/10435	Eugen.Sinca@bcr.ro
Dorina Ilasco	+4 (021) 312 67 73/10436	Dorina.Ilasco@bcr.ro

Mențiuni:

Banca Comerciala Romana este intermediar înregistrat în registrul ASF sub nr. [PJR01INCR/400007](#) în baza Atestatului CNVM nr. 369/26.05.2006, înmatriculată la Registrul Comerțului: J40/90/1991, înmatriculată la Registrul Bancar nr. RB-PJR-40-008/18.02.1999, Cod Unic de Înregistrare: 361757, Capital Social 1.625.341.614,50 lei, SWIFT: RNCB RO BU, sediu: Bd. Regina Elisabeta Nr 5, Sector 3 București, telefon: 0801.0801.227, fax 0372.264.829, email: contact.center@bcr.ro; Site: <http://www.bcr.ro> și <http://investitii.bcr.ro>.

Avertismente:

Acest material are caracter pur informativ și **NU reprezintă o recomandare pentru produse și investiții în instrumente financiare sau o oferta pentru a contracta produsele sau servicii de investiții financiare la care acest material se referă.** Banca nu are nici o obligație sau responsabilitate privind oferirea către client a produselor prezentate în condițiile menționate în prezentul material. **Orice referință la o cotație sau preț de ofertă din prezentul material în legătură cu un produs/serviciu are caracter pur indicativ și nu reprezintă cotația sau prețul de ofertă disponibil la momentul în care clientul va decide să cumpere/contracteze respectivul produs/serviciu.** Informații detaliate privind termenii și condițiile concrete în care puteți beneficia de produsele și serviciile BCR sunt furnizate potențialilor investitori la momentul solicitării deschiderii de cont și în timp util înaintea momentului prestării de serviciilor solicitate.

Investițiile în instrumente financiare sunt supuse unor riscuri cum ar fi, riscul general de piață, riscuri legate exclusiv de emitent precum poziția sa financiară sau rezultatele din operațiuni, riscul legat de fluctuația prețurilor pieței ce poate genera situații precum devierea prețului unor instrumente structurate comparativ cu activul suport, incertitudinea dividendelor, a randamentelor și/sau a profiturilor, fluctuația cursului de schimb.

Va informăm, de asemenea, ca este posibil ca Banca, afiliații acesteia sau angajații acesteia să dețină în nume propriu produsele/instrumentele financiare la care se refera acest material, să efectueze tranzacții de vânzare, cumpărare sau orice alt tip de tranzacții cu aceste produse/instrumente financiare, să fie formator de piață pentru aceste produse/instrumente financiare, să ofere servicii de investment banking, creditare sau alte servicii în legătură cu emitenții menționați în cuprinsul prezentului material sau să fi intermediat oferte publice în legătură cu acești emitenți.

Performanța anterioară a instrumentelor financiare nu reprezintă o garanție în ceea ce privește performanța lor viitoare. Nicio asigurare nu poate fi dată referitor la randamentul favorabil al portofoliului de instrumente financiare sau al unui emitent descris în prezentul raport. Există posibilitatea ca, datorită unor factori diverși, proiecțiile să nu fie atinse. Cauzele pot fi: volatilitatea nelimitată a pieței, volatilitatea sectorului, acțiuni ale corporațiilor, imposibilitatea accesului la informații complete și precise și/sau faptul că BCR sau alte surse se dovedesc a fi incorecte. Nici BCR și nici directorii, colaboratorii sau angajații săi nu sunt responsabili pentru pierderi sau daune ce ar putea rezulta din utilizarea acestui document, a conținutului acestuia sau într-un alt mod.

Includerea unor linkuri ale website-urilor entităților menționate în prezentul document, nu implică faptul că BCR aprobă, recomandă sau girează acele locații web și nici informațiile accesibile de la respectivele pagini web, BCR nu își asumă nicio responsabilitate pentru conținutul acestor site-uri sau în legătură cu informațiile disponibile în aceste locații, și nici în ceea ce privește consecințele utilizării acestora.

Acest material se adresează în exclusivitate destinatarilor. Acesta nu poate fi reprodus, retransmis, sau publicat, în întregime sau în parte, pentru niciun scop fără acordul scris al BCR. Prin primirea prezentului document, destinatarul este de acord cu mențiunile specificate mai sus.

Drept de autor: 2018 Banca Comerciala Romana. Toate drepturile rezervate.