

Focus lunar

O privire asupra încetinerii economice dintr-un unghi mai puțin vizibil

Articol de fond semnat de Eugen Sinca, Analist Senior

Publicarea datelor privind creșterea economică din al doilea trimestru al acestui an a declanșat noi dezbateri aprinse, mai ales dacă avem în vedere lipsa pentru moment a detaliilor oficiale privind structura PIB-ului. De altfel este firesc să vedem atâtea pasiuni puse în jurul subiectului având în vedere că economia încetinește spre 4% în prezent de la aproape 7% în 2017 iar o coborâre a PIB-ului real chiar și mai jos nu este exclusă.

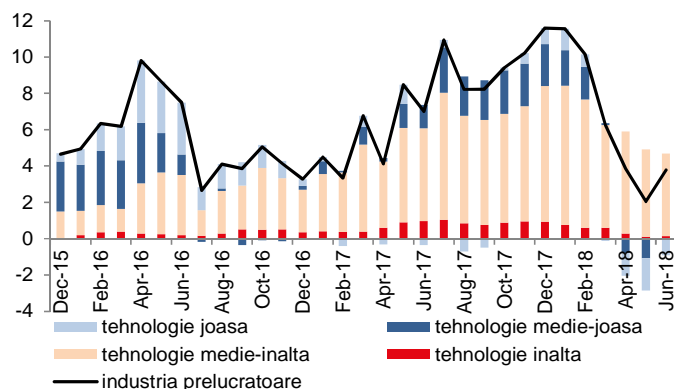
Nu voi alege cărarea bătătorită a discuțiilor mai mult sau mai puțin savante despre consumul care este rău dar suntem salvați cu toții pentru că el oricum încetinește, despre investițiile care sunt întotdeauna bune și nouă ne lipsesc sau despre exporturile care sunt baza oricărei creșteri economice sănătoase, mai puțin a noastre. În schimb voi atinge subiectul sofisticării tehnologice a diverselor sectoare din economia locală și cum au performat aceste sectoare recent. Altfel spus, cine și ce stă în spatele încetinerii economice? Sunt cei care lucrează în spatele computerelor sau cei care conduc camioanele românești pe șoselele Europei? Sunt angajații din firmele de textile din zonele sărace ale Moldovei sau cei din fabricile de componente auto din centrul și vestul României? Cred că avem pe masă un subiect serios care rezistă unei analize și dincolo de discuțiile efemere privind creșterea economică din al doilea trimestru. Și spun aceasta deoarece România a reușit „performanța” de a avea cheltuieli de cercetare și dezvoltare în PIB neschimbate la 0,4-0,5% pentru mai mult de zece ani la rând, la o distanță intergalactică de ținta de 2% pentru anul 2020 stabilită prin Strategia Europa 2020. Și aproape nimeni nu vorbește despre acest lucru trecut cu totul în plan secund după discuțiile privind înzestrarea armatei, deficitele care explodează și nu mai lasă loc de nimic altceva, creșterile de salarii sau coșmarurile pe care le aduce rata inflației. Iar în condițiile în care și sectorul privat are partea sa de responsabilitate pentru cheltuielile de cercetare situate sub ceea ce ar trebui să fie, voi încerca să aduc la lumină sectoarele care au încetinit, cele care au accelerat și cam ce am putea vedea în viitor din acest punct de vedere.

După cum putem vedea în graficul 1, cea mai mare parte a creșterii industriei prelucrătoare din ultimii doi ani și jumătate a fost adusă de sectoarele cu tehnologie medie-înaltă. Mai precis, industria auto și cea a fabricării altor mijloace de transport (nave maritime), echipamentele electrice, mașinile și alte echipamente, industria chimică au adus împreună 2/3 din creșterea industriei prelucrătoare, deși ponderea lor a fost de numai 1/3 în total. Viteza de creștere a contat mai mult decât dimensiunea sectoarelor în acest caz.

Industriile cu o tehnologie înaltă, adică fabricarea produselor farmaceutice precum și a calculatoarelor și a produselor optice a adus cam 8% din creșterea totală a industriei în perioada 2016 – iunie 2018, chiar și în condițiile unei ponderi de 4% în total. Iar acum vin știrile care ne pot pune pe gânduri: industriile care încorporează un nivel scăzut de tehnologie și care reprezintă 1/3 din sectorul manufacturier au fost responsabile pentru numai o zecime din creștere. Situația s-a înrăutățit în lunile recente iar contribuția acestor industrii la avansul sectorului manufacturier a devenit chiar negativă, într-un semn că rolul jucat de ele în încetinirea economiei românești este major. Se pare că o combinație de factori cum ar fi presiunile asupra costurilor, concurența externă puternică sau lipsa forței de muncă limitează sever creșterea

industrii alimentare, a tutunului, a articolelor de îmbrăcăminte, a produselor din piele și din lemn sau a industrii mobilei.

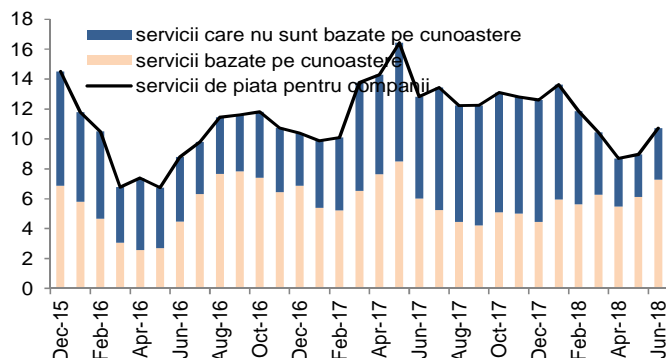
Grafic 1: Structura creșterii industriei prelucrătoare în funcție de intensitatea tehnologică (ritm anual, medie mobilă 3 luni)



Sursa: calcule BCR Cercetare pe baza datelor INS și Eurostat

O analiză succintă a serviciilor de piață pentru companii arată un tablou relativ similar. Serviciile bazate în mod intensiv pe cunoaștere reprezentate de IT&C și de o serie de servicii adresate companiilor care pornesc de la arhitectură și inginerie și ajung la servicii contabile, juridice și de consultanță rezistă bine, arătând chiar semne de consolidare a poziției în prima parte a lui 2018 în raport cu serviciile care încorporează un grad mai redus de cunoaștere. Totul are loc însă pe fondul creșterii tot mai lente a ambelor categorii de servicii destinate companiilor.

Grafic 2: Structura creșterii serviciilor pentru companii în funcție de gradul de cunoaștere încorporat (ritm anual, medie mobilă 3 luni)



Sursa: calcule BCR Cercetare pe baza datelor INS și Eurostat

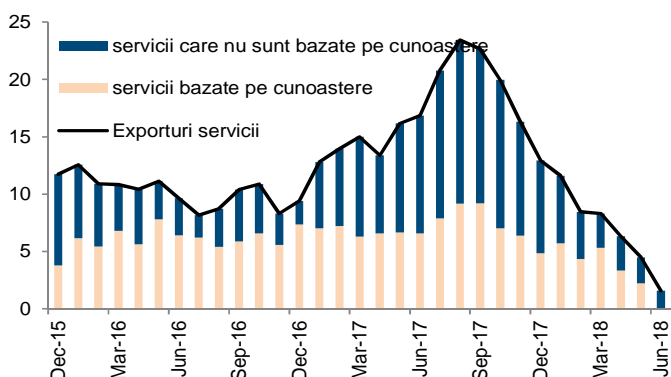
Implicațiile acestor tendințe din industrie și servicii sunt multiple, mergând de la aspecte economice la cele sociale. Faptul că industria prelucrătoare crește tot mai mult concentrată într-un număr mic de sectoare duce la sporirea vulnerabilității sale în fața unor șocuri asimetrice, adică a unor evenimente care vor afecta la un moment dat doar unele industrii (în cazul nostru una dintre îngrijorări este ce se va întâmpla cu industria auto dacă amenințările liderilor lumii referitoare la un protecționism comercial mai mare se vor adevăra).

În al doilea rând, o astfel de creștere distorsionată între sectoare poate genera tensiuni sociale între diverse grupuri de salariați care se simt excluși de la beneficiile evoluțiilor economice bune și foarte bune. Este cu atât mai necesar să avem politici publice clare pentru direcționarea investițiilor către zonele sărace

(ajutoarele de stat ar putea fi un instrument mai util în acest sens), pentru că este lipsit de sens să înființăm în permanență întreprinderi noi în zona de vest și de centru a țării și să căutăm apoi forță de muncă prin părțile sărace ale Moldovei. Speranța că oamenii vor accepta să lucreze la sute de kilometri de cei dragi iar forța de muncă va fi astfel mult mai mobilă decât mărfurile transportate în tiruri dinspre estul spre vestul României este deșartă, ca să nu mai vorbim că cei care au luat deja decizia de a pleca de acasă s-au hotărât de mult la destinații din afara țării. Trebuie doar să privim la repartizarea geografică a industriilor cu un nivel scăzut de tehnologie și la faptul că în regiunea Nord-Est ele reunesc 68% din angajații din industria prelucrătoare, mult peste 33% în regiunea Vest și avem o temă profundă de gândire.

În final, o privire asupra balanței de plăți arată o încetinire evidentă a exporturilor de servicii în prezent, cu pierderi de ritm atât pe zona serviciilor bazate pe cunoaștere cât și a celor care nu sunt bazate pe o cunoaștere extinsă. Creșterile fragile pe partea transportului rutier de mărfuri (ca reprezentant al serviciilor bazate într-o proporție scăzută pe cunoaștere) se adaugă dinamicii slabe a exporturilor IT&C (reprezentante ale zonei serviciilor bazate pe cunoaștere).

Grafic 3: Structura creșterii exporturilor de servicii în funcție de gradul de cunoaștere încorporat (ritm anual, medie mobilă 3 luni)



Sursa: calcule BCR Cercetare pe baza datelor BNR

Mergând mai departe, scăderea deficitului de cont curent care stă să înceapă va fi limitată de performanța tot mai slabă a exportului de servicii. Chiar dacă vom importa mai puține bunuri de consum, faptul că vom exporta mai puține servicii nu ne va ajuta prea mult la final. Bineînțeles, vorbim despre toate acestea în ideea unei încetiniți graduale a creșterii economice, pentru că dacă vom avea surprize neplăcute din această zonă, atunci și ajustarea deficitului de cont curent va fi abruptă. La fel de adevărat este că în trecut ne-am bazat pe factori excepționali, cu care ne-am întâlnit o dată dar care este greu de crezut că ne vom mai ajuta în fiecare an. Liberalizarea pieței europene a transporturilor pentru companiile românești în 2012 și decizia unor giganți din IT de a muta aici producția din alte părți ale Europei au ajutat decisiv exporturile de servicii în ultimii ani și explică într-o anumită măsură creșterile mai lente din prezent.

Industriile cu un nivel scăzut de tehnologie dau semne că au terminat combustibilul și se sting gradual sub presiunea costurilor salariale, a concurenței externe sau a inovațiilor din alte ramuri care le amenință poziția. Un paradox poate fi că tocmai procesul de inovare, altfel spus tehnologia, s-ar putea transforma dintr-un motiv de teamă într-o oportunitate dacă antreprenorii adoptă tehnici inovative de management și transformă produsele prăfuite în mărci strălucitoare care vor îndeplini la urma urmei aceleași funcții de bază.

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

Economie reală	T2 2018	Tendință curentă	Comentarii
Creștere economică, % față de trimestrul precedent	1,4%		Accelerare a creșterii economice după un avans de doar 0,1% în T1 2018
Creștere economică, % față de trimestrul similar din 2017	4,1%		Creșterea economică anuală pare a se fi stabilizat la 4% după ratele record din 2017
Economie reală	Iunie 2018		
Producția industrială, %var.an	+4,6%		Datele ceva mai bune în iunie dar industria nu găsește o tendință pozitivă de durată
Lucrările de construcții, %var.an	+0,9%		Scădere amplă a sectorului rezidențial, creșteri în non-rezidențial și infrastructură
Comerțul retail, %var.an	+7,0%		Vânzările de bunuri nealimentare au fost mai puternice în ultimele luni
Comerțul cu autovehicule, %var.an	+7,3%		Vânzări ceva mai slabe de autoturisme în ultimele luni
Servicii pentru populație, %var.an	+1,3%		Încetinire a serviciilor pentru populație după rate înalte de creștere în trecut
Servicii pentru companii, %var.an	+8,4%		Rezultate mai bune în iunie susținute de IT&C și transporturi
Exporturi de bunuri, %var.an	+16,2%		Accelerare a exporturilor în iunie și o temperare a deficitului comercial
Piața muncii	Iunie 2018		
Salarii nete, %var.an	+14,3%		Creșterile salariale rapide atât în domeniul guvernamental cât și în firmele private
Rata șomajului (Eurostat)	4,5%		Rata șomajului se află la minime istorice
Prețuri	Iulie 2018		
Rata inflației, %var.an	4,6%		Inflația a scăzut considerabil în iulie datorită ieftinirii alimentelor
Piețe financiare	Iulie 2018		
ROBOR 3 luni (medie)	3,38%		Dobânzi interbancare au continuat să crească în condițiile lichidității scăzute din piața monetară
Cursul EURRON (medie)	4,6502	apreciere leu	Leu mai puternic pe final de lună în paralel cu evoluții similare și în alte țări din regiune
Cursul USDRON (medie)	3,9810	apreciere leu	Întărire modestă a monedei locale față de dolar în iulie

Notă: datele statistice lunare referitoare la economia reală pot fi revizuite de către INS în lunile următoare. Acestea se referă la datele neajustate sezonier.

Sursa: INS, BNR, Eurostat, BCR Cercetare

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

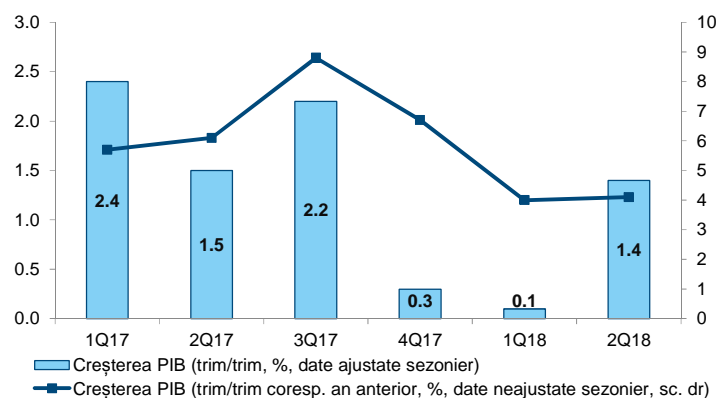
Accelerarea creșterii economice în T2 2018 – deschidem șampania sau ne pregătim de mai rău?

Creșterea economică din România a accelerat în T2 2018 la 1,4% față de trimestrul precedent, după ce în primul trimestru se înregistrase un avans economic modest, de doar 0,1%. Accelerarea activității economice a fost anticipată atât de noi cât și de majoritatea economiștilor care au participat la sondaje. Cu toate acestea, într-o comparație cu anul anterior, datele conturează în continuare o imagine de ansamblu a unei economii în încetinire (la 4,1% în semestrul I 2018, de la 5,9% în semestrul I 2017).

Ce ne spun datele pe care le avem la îndemână acum? Credem că industria, comerțul cu amănuntul și serviciile au susținut avansul economic din T2 2018. Serviciile prestate în principal companiilor au furnizat o surpriză plăcută în luna iunie, după o evoluție surprinzător de slabă înregistrată în luna precedentă, susținută de rezultatele ceva mai bune din IT&C și transporturi.

Sectorul construcțiilor, pe de altă parte, a avut o evoluție slabă. Construcțiile rezidențiale au fost mai slabe în T2 față de trimestrul anterior, iar creșterea modestă din luna iulie, nu a fost nici pe departe suficientă pentru a compensa scăderile puternice din lunile anterioare. Aici trebuie să ne credeți pe cuvânt când vă prezentăm date oficiale de la Institutul Național de Statistică, pentru că suntem siguri că atunci când vă plimbați pe stradă vedeți cu totul altceva pe piața rezidențială. Datele privind segmentul nerezidențial au fost la fel de dezamăgitoare, în timp ce lucrările de infrastructură au crescut modest. Date disponibile mai sugerează că cererea externă ar fi contribuit la o temperare a avansului economic. Economia zonei euro, principalul nostru partener comercial, a crescut cu doar 0,4% în T2 2018 față de T1 2018, aceasta fiind cea mai slabă evoluție trimestrială din T4 2016 până în prezent.

Grafic 4: Creșterea PIB (%)



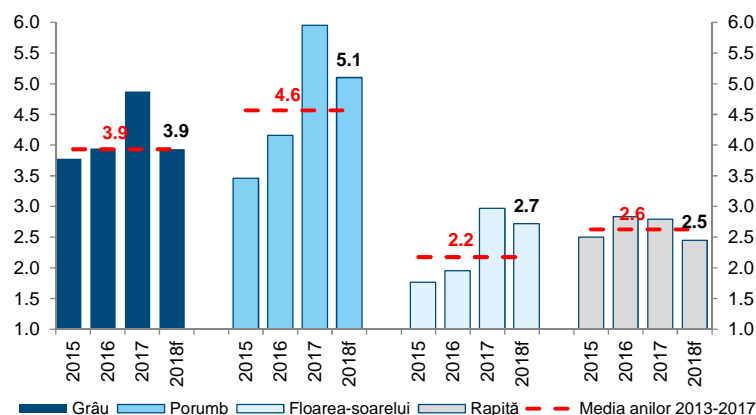
Sursa: INS, BCR Cercetare

La ce ne putem aștepta în perioada următoare? Pentru moment, ne menținem prognoza pentru tot anul 2018 la 4,1%, dar recunoaștem că sunt șanse să avem o creștere economică mai mică. Avem nevoie de un avans economic mai puternic în T3 2018 față de ce am avut în T2 2018 pentru a păstra estimarea pentru întreg anul 2018. Consumul populației va rămâne principalul factor determinant, susținut atât de o creștere solidă a salariilor nete cât și de o inflației în scădere, care în final ar trebuie să sporească apetitul pentru cheltuieli a românilor.

Totodată, nu excludem în totalitate posibilitatea ca agricultura să furnizeze rezultate bune în sezonul acesta, dar admitem ca ar fi destul de greu să repetăm performanța remarcabilă de anul trecut, având în vedere dependența încă ridicată a sectorului de condițiile meteorologice. În cazul României, Comisia

Europeană a revizuit semnificativ în sus estimările pentru producția medie la hectar pentru porumb și floarea-soarelui (destul de aproape de nivelurile record înregistrate în 2017), ca urmare a condițiilor favorabile cu precipitații abundente. Totuși, există și reversul medaliei. Producția unor culturi cum ar fi grâu, rapiță și cartofi ar putea fi afectată de precipitațiile abundente. Pentru moment, estimările Comisiei Europene privind producția medie la hectar la grâu se situează la nivelul mediu al ultimilor 5 ani (2013-2017), dar cele pentru rapiță și cartofi sunt deja mai reduse.

Grafic 5: Producția medie la hectar la principalele culturi (tone/ha)

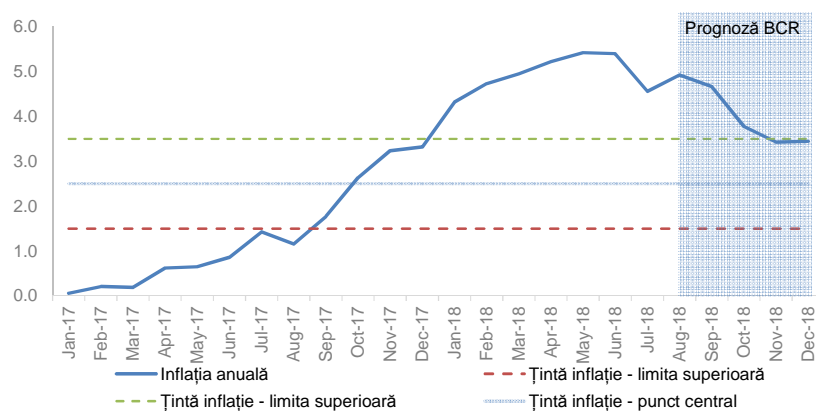


Sursa: INS, BCR Cercetare

Rata inflației – din nou în țintă la final de an

Evoluția inflației din luna iulie ne oferă un motiv în plus de bucurie. Rata anuală a inflației a coborât la 4,6% la mijlocul verii. Suntem siguri că această rată ar putea fi considerată destul de ridicată față de alte țări europene, dar să nu uităm că am avut constant niveluri peste 5,2% în ultimele trei luni.

Grafic 6: Rata anuală a inflației (%)



Sursa: INS, BCR Cercetare

Revenind la luna iulie, scăderea prețurilor la produsele alimentare ca urmare a ieftinirii ample a fructelor și legumelor proaspete față de luna anterioară a fost principalul factor care a dus inflația în jos. În plus, electricitatea s-a ieftinit și același lucru s-a întâmplat și pentru combustibili.

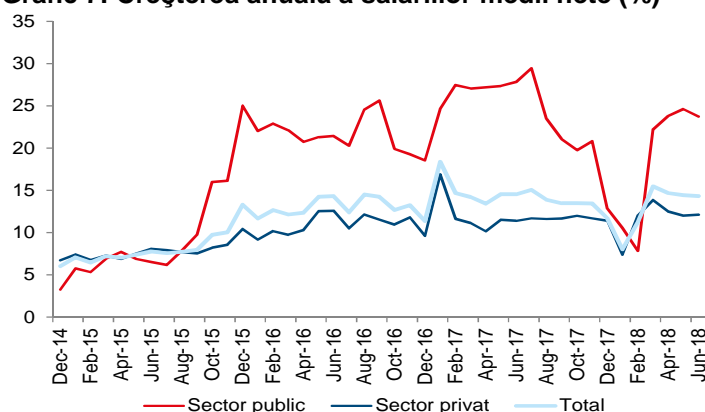
În perioada următoare, chiar dacă anticipăm că rata anuală a inflației va crește din nou spre 4,9% în luna august, în principal pe fondul scumpirii puternice a gazelor naturale, credem că nu este cazul să ne

Îngrijorant, întrucât vedem ulterior rata inflației coborând treptat spre limita superioară a intervalului țintit de BNR de 3,5% în luna decembrie. În aceste condiții, Banca Națională a României ar putea să mențină rata dobânzii de politică monetară la 2,50% până la finele acestui an.

Avansul salariilor nete de două cifre susținut de mediul privat

Salariul mediu net a crescut anual cu 14,3% în luna iunie, în special susținut de câștigurile salariale mai mari din unele domenii private. O explicație în aceste cazuri a fost distribuția primelor cu caracter sezonier primite de anumiți salariați. Cele mai ample creșteri salariale din sectorul privat au fost înregistrate în fabricarea produselor de cocserie, activitățile de editare și extracția minereurilor metalifere, acestea situându-se în intervalul de 25,7-35,1% față de aceeași lună a anului precedent. Avansul salariilor nete în domeniul public, pe de altă parte, s-a mai temperat, cel mai vizibil în educație, ca urmare a reducerii sumelor de plată cu ora a cadrelor didactice caracteristic perioadei vacanței școlare.

Grafic 7: Creșterea anuală a salariilor medii nete (%)



Sursa: INS, BCR Cercetare

Pulsul economiei a fost luat de:

Dorina Ilașco, Analist BCR

Indicatori macroeconomici

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e
Economia reala									
PIB - %, variatie reala	2.0	1.2	3.5	3.4	3.9	4.8	6.9	4.1	3.4
PIB - mlrd. RON	562	595	636	669	713	767	859	944	1007
PIB per capita - mii EUR	6.6	6.6	7.2	7.5	8.1	8.6	9.6	10.3	10.9
Consum privat - %, variatie reala	1.1	2.1	0.7	4.7	6.0	7.7	10.1	4.9	4.0
Productia industrială - %, variatie reala	7.5	2.4	7.8	6.1	2.7	1.7	8.2	5.1	3.5
Vanzari cu amanuntul - %, variatie real	4.4	4.1	0.5	6.4	8.9	13.5	10.7	6.0	4.0
Sectorul extern									
Exporturi de bunuri FOB - miliarde EUR	45.3	45.1	49.6	52.5	54.6	57.4	62.6	68.3	72.7
Importuri de bunuri CIF - miliarde EUR	55.0	54.7	55.3	58.5	63.0	67.4	75.6	82.8	87.9
Balanta comerciala bunuri FOB - CIF, % din PIB	-7.3	-7.2	-4.0	-4.0	-5.2	-5.8	-6.9	-7.2	-7.2
Soldul contului curent - % din PIB	-5.0	-4.8	-1.1	-0.7	-1.2	-2.1	-3.3	-3.8	-4.1
Preturi									
IPC - sf. perioada (%)	3.1	5.0	1.6	0.8	-0.9	-0.5	3.3	3.5	2.8
IPC - medie (%)	5.8	3.3	4.0	1.1	-0.6	-1.5	1.3	4.6	3.3
Piata muncii									
Rata somajului - % (sf. per.)	7.2	6.8	7.1	6.8	6.8	5.9	4.9	4.6	4.8
Castig salarial net - RON	1,475	1,547	1,622	1,706	1,848	2,088	2,384	2,680	2,894
Castig salarial net - %, variatie nominala	4.8	4.9	4.8	5.2	8.3	13.0	14.2	13.4	8.0
Castig salarial net - %, variatie reala	-1.0	1.5	0.8	4.0	8.9	14.7	12.7	8.4	4.5
Sector public									
Sold buget consolidat - % din PIB (Eurostat)	-5.4	-3.7	-2.2	-1.3	-0.8	-3.0	-2.9	-3.4	-2.9
Datoria publica - % din PIB (Eurostat)	34.0	36.9	37.6	39.1	37.7	37.1	35.0	35.2	35.8
Dobanzi									
Dobanda de politica monetara - %, sf. per.	6.00	5.25	4.00	2.75	1.75	1.75	1.75	2.50	3.00
ROBOR 3 luni - %, medie	5.8	5.3	4.2	2.5	1.3	0.8	1.2	2.8	3.2
Randament obligatiuni 10 ani - %, sf. per.	7.3	6.4	5.3	3.6	3.7	3.5	4.3	5.4	5.9
Curs de schimb									
EUR/RON (sf.per.)	4.32	4.43	4.48	4.48	4.52	4.54	4.66	4.73	4.77
USD/RON (sf.per.)	3.34	3.36	3.25	3.69	4.27	4.30	3.89	4.19	4.11

Sursa: BNR, Eurostat, Reuters, INS, Ministerul Finanțelor Publice, BCR Cercetare

Contacte Departamentul de Cercetare al BCR:

Horia Braun-Erdei	+4 (021) 312 67 73/10424	Horia.BraunErdei@bcr.ro
Eugen Sinca	+4 (021) 312 67 73/10435	Eugen.Sinca@bcr.ro
Dorina Ilașco	+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.