

Focus lunar

E ignoranța o binecuvântare la periferia Uniunii Europene?

*Articol de fond semnat de Horia Braun Erdei,
Economist Șef și consilier al Vicepreședintelui Executiv Financiar pe probleme de Administrarea Bilanțului*

Să nu pornim din start cu ideea că periferie înseamnă automat și întotdeauna un termen peiorativ, un stigmat al marginalizării sau un destin insurmontabil. Fiind născut eu însumi într-un oraș situat la periferia geografică a României (de altfel foarte șarmant¹), tind să cred că periferia vine cu avantajele ei, printre care apropierea și înțelegerea față de multiple culturi, care implicit produce perspective multiple și o minte deschisă. Conceptul periferiei economice, financiare și politice este însă cred unul diferit, ba chiar aș spune că e opusul unei minți deschise și a unei perspective largi, ci mai degrabă concentrarea eforturilor comunității asupra lui "aici și acum" și a lui "numai despre și pentru noi". Cel puțin așa cred că se manifestă în momentul de față în România.

Să luăm exemplul legii pensiilor, pusă în dezbatere publică pe site-ul Ministerului Muncii și Justiției Sociale. Nu sunt în măsură și nici nu este aici locul să intru în detalii de analiză a conținutului modificărilor propuse, dar presupunând că aceasta atinge dezideratele urmărite, nu pot să nu remarc că sfera de impact al acestei legi depășește domeniile solidarității și echității, având consecințe economice și financiare importante care nu au fost cred suficient elaborate. Mă gândesc în primul rând la impactul financiar prezentat în expunerea de motive a proiectului de lege. Pe de o parte, sunt niște evoluții la capitolul venituri din contribuții de asigurări care nu mi se adună, cum ar fi creșterea în anul 2019 a încasărilor de la acest capitol cu aproape 14 miliarde lei, respectiv 23% peste nivelul din 2018, care poate fi explicată doar printr-o creștere a contribuției de asigurări sociale totale, a reorientării contribuțiilor dinspre Pilonul II sau printr-o miraculoasă creștere a bazei de impozitare, niciuna nefiind o variantă de lucru asumată oficial în acest moment. Chiar dacă să zicem că îmi scapă mie ceva și contribuțiile sunt cele estimate de autorii proiectului, cifrele prezentate implică o gaură bugetară cumulată pe următorii 4 ani de 42 de miliarde de lei, respectiv 3,5% din PIB-ul cumulat în acești 4 ani (folosind prognozele noastre). Să vii cu un astfel de proiect practic nefinanțat, în condițiile în care ai deja un deficit bugetar în buza limitei maxime aferente criteriilor de convergență nominală și când ești deja sub procedură de Deviație Semnificativă de la Obiectivul Bugetar pe Termen Mediu (MTO) ridică un mare semn de întrebare cu privire la seriozitatea demersului.

Dacă e să punctăm ceva și în privința guvernantei politice și a gradului de consolidare a instituțiilor democratice, ar trebui să ne dea de gândit faptul că în luna octombrie Parlamentul European a pus pe agendă o dezbatere cu privire la statul de drept din România, precum și faptul că unul din sortimentele tot mai întâlnite pe meniul Curții Constituționale îl reprezintă "conflictul constituțional între puterile statului". Nu sunt expert juridic și nici expert politic ca să extind analiza pe aceste coordonate, așa că voi trece la statutul nostru periferic pe piețele financiare. Având în vedere unele dintre aspectele menționate mai sus, în combinație cu dezechilibre macroeconomice aflate în expansiune (a se vedea cel puțin creșterea

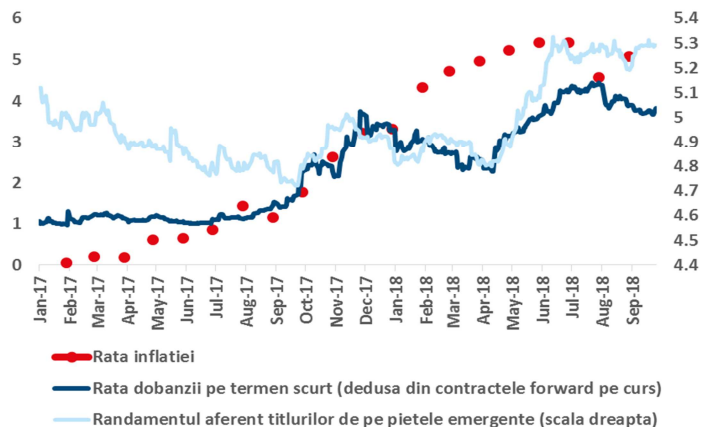
¹ Dacă v-am stârnit curiozitatea să citiți această notă de subsol, atunci mă folosesc de atenția dvs. să vă invit să vizitați Oradea, dacă nu ați făcut-o deja.

inflației și a deficitului de cont curent) și cu escaladarea recentă a conflictului comercial dintre SUA și China, te-ai aștepta ca activele financiare românești să sufere de o oarecare jenă.

În realitate, însă, prețurile acestora au rămas destul de stabile pentru cea mai mare parte din acest an, fiind în unele cazuri chiar performere, cel puțin în termeni relativi. Astfel, de la începutul anului, rentabilitatea indicelui obligațiunilor de stat românești a depășit-o cu brio pe cea a indicelui corespondent aferent piețelor emergente (care reprezintă referința pentru România), fiind printre puținele obligațiuni care oferă o rentabilitate pozitivă în termeni absoluți de la începutul anului. Mai departe, dacă vorbim de cursul leului, acesta a supra-performat în acest an față de suratele sale din Europa Centrală și de Est, atât din punct de vedere al variației, cât și a variabilității (dovedindu-se mai stabil ca acestea). În fine, să nu uităm de "Cenușăreasa" pieței financiare locale, Bursa de Valori București, al cărei indice a continuat să se numere printre cele mai performante la nivel global, nu doar european. Cum se face așadar că stăm așa de bine pe plan financiar? Explicația oficială din zona guvernamentală sau cea a analiștilor afiliați acesteia este că, în ciuda unei prese relativ ostile și negative, România se află de fapt într-o bună formă economică, înregistrând o creștere economică robustă (cu un cvasi-record european anul trecut, urmat de o reaşezare în vecinătatea unui ritm de creștere sustenabil pe termen lung în acest an) și dezechilibre macroeconomice ce pot fi încă ușor gestionate (spre exemplu, deficitul de cont curent rămâne integral finanțat de intrări de capital pe termen lung la orizontul ultimelor 12 luni). Cu toate că e probabil adevărat că în termeni relativi, respectiv în comparație cu Turcia sau chiar Ungaria, povestea economiei românești poate sta în picioare în fața unei radiografii critice, eu unul înclin mai degrabă către o explicație mai puțin măgulitoare, implicând orientarea atenției investitorilor mai degrabă către probleme pe termen scurt, cum ar fi accelerarea inflației, și mai puțin către aspectele structurale ale economiei.

În primul rând, există un capitol financiar la care România a sub-performat în mod evident, cel puțin la nivel european și acesta este cel al evoluției dobânzilor pe termen scurt, care au crescut față de acum un an cu peste 2 puncte procentuale. Această creștere a dobânzilor este practic reversul medaliei acelei stabilități relative a cursului, mai ales în contextul creșterii inflației și a aversiunii față de risc a investitorilor specializați în plasamentele pe piețele emergente. Graficul 1 arată cum rata dobânzii pe termen scurt aferentă plasamentelor în lei a crescut cel mai puternic în perioadele când costurile de finanțare au crescut cel mai mult pe piețele emergente, cele față de care piața locală are cea mai mare afinitate. În toată perioada creșterii dobânzilor, rata inflației a fost și ea în ascensiune, în schimb atunci când rata inflației a dat semne de plafonare, respectiv începând cu luna iulie, traiectoria dobânzilor s-a domolit și ea, cu toate că piețele emergente au rămas tensionate, cel puțin în prima jumătate a lunii septembrie.

Grafic 1: Evoluția ratelor dobânzilor pe termen scurt la lei (deduse din cotațiile pieței valutare la termen), în contextul creșterii ratei inflației și a randamentelor obligațiunilor de pe piețele emergente (în procente)



Sursa: Bloomberg

Dacă într-adevăr inflația a fost mobilul negativ unic al creșterii dobânzilor, atunci probabil că am putea să ne relaxăm, cel puțin dacă e să ne luăm după propria noastră prognoză, ca și după cea a BNR, care ambele indică o traiectorie de decelerare a dinamicii prețurilor de consum. Pare-se de asemenea că decelerarea creșterii economice și deci a presiunilor de cerere reîntărește această perspectivă mai benignă a inflației. Credem totuși nu toate astrele s-au aliniat acestui scenariu fast, mai ales că în România anulului 2018 cererea excesivă e încă un factor explicativ de rang secund al inflației, a cărei fluctuații continuă să fie dominate de influențe exogene. Între acestea, presiunile venite din partea prețurilor la energie și a prețurilor produselor alimentare sunt proeminente, iar creșterea recentă a prețului internațional al țițeiului (cu 16% în ultimele 6 luni), precum și criza peștei porcine nu sunt semnale de bun augur. De aceea riscul unei reînflamări a dobânzilor rămâne, credem noi, unul palpabil și însemnat.

O altă componentă a explicației pentru relativa stabilitate și supra-performanță a celorlalte active românești ține cred de statutul nostru periferic. România este în realitate o piață de frontieră, relativ sub-dezvoltată. O spune oficial statutul actual al pieței de capital, dar și lichiditatea și adâncimea scăzută a pieței valutare sau a celei de titluri, nemaivorbind de cvasi-inexistența pieței de derivate financiare. Având în vedere acest statut, investitorii nu se înghesuie la poarta noastră decât dacă au perspectiva unei povești convingătoare de apreciere a prețului investițiilor lor. Anul trecut nu prea a fost cazul: în ciuda unei performanțe formidabile de creștere economică, investițiile nete de portofoliu (plasamentele nete pe piețele noastre financiare) au însumat 2,8 miliarde EUR, însă ele au venit exclusiv din emisiunile externe ale Ministerului Finanțelor pe piața europeană, acolo unde datorită dobânzilor negative toată lumea aleargă după instrumente ce oferă randamente pozitive, mai ales dacă le este atașat și un *rating* decent, cum este cel actual al României. Exceptând acele emisiuni, putem spune că investitorii de portofoliu au cam ignorat sau ocolit piața noastră, lucru care pare a fi valabil și în primele 7 luni ale acestui an, când investițiile nete de portofoliu sunt pe zero, dacă exceptăm din nou emisiunile de pe piețele externe. Mai mult, dacă verificăm indicii de corelație ai prețurilor activelor locale cu indicii corespondenți de pe piețele emergente, obținem în genere coeficienți nesemnificativi statistic, cu excepția corelației aferente prețurilor acțiunilor.

Grafic 2: Intrări nete în contul financiar al balanței de plăți, inclusiv cele de la capitolul Erori & omisiuni și exclusiv investițiile străine directe și variația activelor de rezervă (mIn EUR, cumulat pe 12 luni)



Sursa: BNR

Lipsa unei astfel de corelații ne-a fost însă favorabilă, fiindcă majoritatea piețelor emergente s-au depreciat în acest an. Ignoranța investitorilor pare să fi fost, așadar, o binecuvântare pentru noi.

Să rămânem așadar liniștiți că boala sentimentalismului investitorilor nu ne este contagioasă? Răspunsul cred că vine cel mai bine de la poetul Thomas Gray, de la care am împrumutat sintagma din titlu, pentru că: "Acolo unde ignoranța este binecuvântată, este prostesc să fii înțelept". Ca să transpunem această maximă în lumea financiară, trebuie să înțelegem că unul din rolul piețelor financiare este acela de a

evalua și a penaliza dacă e cazul derapajele politicilor economice. Un exemplu recent este cel al Turciei, unde piețele au penalizat aspru, prin deprecierea la un moment dat cu 80% a lirei turcești, combinația toxică a derapajului democrației și libertăților politice, a subminării independenței băncii centrale a Turciei, a deteriorării echilibrelor macroeconomice și a dependenței de finanțare externă. În fața presiunii exercitate de piață, autoritățile turcești au trebuit să răspundă ajustându-și politicile în direcția corectă. La fel și în cazul nostru, confruntată cu presiunile de depreciere a leului în contextul accelerării inflației, Banca Națională a trebuit să își ajusteze politica monetară. În lipsa unei astfel de presiuni de piață și sub mantia obłuduitoare a ignoranței investitorilor, reformele pot avansa doar dacă există o voință intrinsecă a autorităților. În prezent nu cred că o astfel de voință există la nivelul guvernanților, și poate la nivelul puterilor politice aceasta nu a existat niciodată. Dimpotrivă, relaxarea oferită de conul de umbră al piețelor pare a fi folosită în continuare pentru a împinge înainte alte politici de expansiune a veniturilor, fără ca acestea să fie însoțite de măsuri concomitente de impulsivitate a productivității. Această combinație va eroda în continuare competitivitatea României, până la un punct în care nu vom reuși să atragem nici atenția pe care o dorim, respectiv aceea a investitorilor direcți, legați de țară prin proiecte pe termen lung. Dacă se va întâmpla asta, ne vom trezi însă cu atenția nedorită a speculatorilor financiari, care vor observa că avem o problemă de finanțare a exceselor noastre de consum și ne vor penaliza ca atare.

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

Economie reală	Iulie 2018	Tendință curentă	Comentarii
Producția industrială, %var.an	+7,3%	→	Industria alternează lunile bune cu unele slabe iar semnalele venite din exterior nu sunt foarte bune
Lucrările de construcții, %var.an	-16,4%	↘	Evoluții foarte slabe pe toate segmentele: rezidențial, nerezidențial și infrastructură
Comerțul retail, %var.an	+5,3%	→	Comerțul retail pare a se fi stabilizat la rate sub cele de anul trecut
Comerțul cu autovehicule, %var.an	+12,7%	↗	Creșteri ale vânzărilor de autoturisme noi
Servicii pentru populație, %var.an	+5,1%	→	Evoluții destul de modeste în prezent după un an 2017 foarte bun
Servicii pentru companii, %var.an	+11,9%	↗	Rezultate mai bune decât în lunile anterioare în IT și în servicii economice și tehnice prestate companiilor
Exporturi de bunuri, %var.an	+12,9%	↗	Exporturile de bunuri au accelerat dar perspectivele rămân sub semnul conflictelor comerciale globale
Piața muncii	Iulie 2018		
Salarii nete, %var.an	+13,3%	↘	Încetinire explicată și de un efect statistic generat de creșterile din iulie 2017 din sectorul public
Rata șomajului (Eurostat)	4,2%	→	Rata șomajului se află la minime istorice
Prețuri	August 2018		
Rata inflației, %var.an	5,1%	↗	Creștere peste așteptări a inflației în august din cauza prețurilor administrate la energie
Piețe financiare	August 2018		
ROBOR 3 luni (medie)	3,31%	→	Atenuare a presiunilor asupra lichidității după ce vârful plăților efectuate de companii la buget a trecut
Cursul EURRON (medie)	4,6437	leu constant	După o depreciere modestă pe fondul tensiunilor din Turcia, leul a câștigat teren la final de august
Cursul USDRON (medie)	4,0189	depreciere leu	Dolarul s-a întărit semnificativ față de euro în prima parte a lunii august pe seama discuțiilor politice

Notă: datele statistice lunare privind 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

Investește cineva aici?

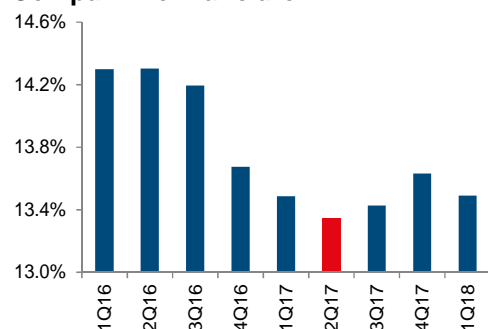
Recent am modificat estimarea privind creșterea economică din acest an la 3,8% de la 4,1%. Evoluțiile din al doilea trimestru au fost dezamăgitoare și când spunem acest lucru ne referim în primul rând la structura creșterii economice, adică cine a adus avansul produsului intern brut de 4,1% din aprilie – iunie.

Deși în încetinire, consumul populației a rămas un pilon de bază al creșterii economice, dar aici nu am avut surprize. Investițiile în schimb au scăzut cu 3% în al doilea trimestru din 2018 față de perioada similară din 2017 și dezamăgirea a fost cu atât mai mare cu cât s-a întrerupt o evoluție pozitivă care începuse timid în a doua jumătate a anului trecut. În aceste condiții este firesc să ne punem întrebări deoarece așteptările referitoare la investiții la începutul lui 2018 erau mari. Și dacă nu era de ajuns, întregul tablou este complicat de o contribuție neașteptat de mare a stocurilor la creșterea economică din al doilea trimestru – aproape trei sferturi din creșterea produsului intern brut de 4,1% a venit din variația stocurilor. Chiar dacă am putea avea revizuirii ale datelor privind stocurile în perioada următoare, estimările inițiale fiind uneori destul de instabile, apare o nouă întrebare și anume de ce au evoluat astfel stocurile în al doilea trimestru și dacă ele semnaleză sau nu o slăbire a cererii în paralel cu menținerea producției la niveluri înalte.

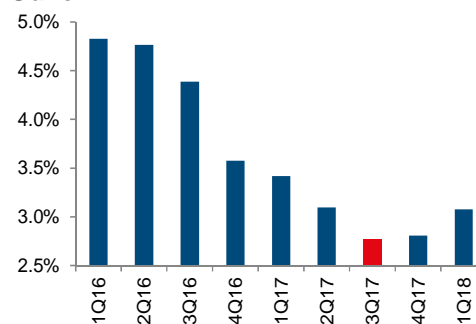
Revenind la investiții, o privire asupra evoluțiilor pe sectoare (guvern versus companii nefinanciare) arată că cele două serii au o tendință de a se mișca în tandem – când investițiile guvernului cresc, cresc și investițiile companiilor în economie și invers. Graficul 3 arată că minimum ultimilor ani în domeniul investițiilor a fost atins aproape simultan, adică în T2 2017 pentru companiile nefinanciare și în T3 2017 pentru guvern iar apoi investițiile au crescut lent. La fel de adevărat este și că investițiile guvernamentale au fost susținute în T1 2018 și de plățile foarte mari pentru modernizarea armatei din luna februarie. La data scrierii acestui raport încă nu avem datele detaliate privind investițiile guvernului și ale companiilor din T2 2018 ceea ce sporește dificultatea analizei. Ne putem forma însă o opinie în mod indirect, pe baza datelor din bugetul de stat, a evoluției lucrărilor de construcții și a altor semnale din economie și credem că investițiile au slăbit în al doilea trimestru atât în sectorul guvernamental cât și în companii.

Grafic 3: Ponderea formării brute de capital fix în PIB pe sectoare instituționale

Companii nefinanciare



Guvern



Sursa: INS, BCR Cercetare

Mai departe nu suntem foarte optimiști privind evoluția investițiilor. Resursele bugetare disponibile pentru proiecte de infrastructură sunt limitate, îmbunătățirea absorbției fondurilor europene se lasă așteptată iar companiile private privesc cu destul de multă îngrijorare escaladarea conflictului comercial SUA – China. Creșterea gradului de protecționism comercial și investițional poate aduce schimbări importante în anii

următori, inclusiv unele de care România poate profita, dar până atunci am putea vedea investitorii gândindu-se de două ori înainte de a deschide o fabrică într-o țară străină.

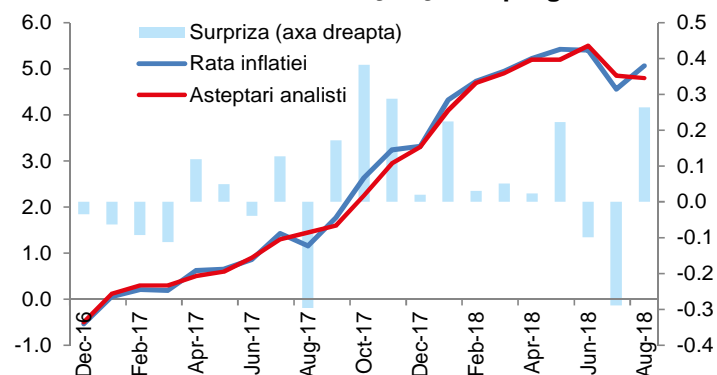
Rata inflației – să nu spunem hop până nu am sărit

Când economiștii spun că estimarea evoluției viitoare a inflației este o misiune grea probabil că s-au uitat la diferențele dintre prognozele analiștilor privind inflația din România din iulie și august și cifrele efective comunicate de Institutul Național de Statistică. În timp ce în iulie inflația a fost mai mică decât cea așteptată de analiști (date efective: 4,6%, estimări: 4,9%), în august a fost exact invers iar inflația a fost mai mare decât prognozele (date efective: 5,1%, estimări: 4,8%).

Lăsând gluma la o parte, acest lucru ne arată cât de fragilă este tendința actuală de reducere a inflației. Anunțuri de ultim moment privind prețurile administrate, așa cum am avut la finalul lunii iulie pentru energia verde începând din august și o evoluție greu de anticipat a prețului legumelor proaspete (nu degeaba sunt numite „prețuri volatile”) i-au luat pe analiști prin surprindere, inclusiv pe noi.

Dacă dăm la o parte componentele volatile, prețurile administrate, tutunul și alcoolul din rata inflației, adică tocmai acele prețuri care fie variază mult de la o lună la alta, fie sunt influențate de autoritățile statului (inclusiv prin taxarea viciilor), atunci ajungem la o inflație de bază care acoperă ceva mai mult de jumătate din coșul de consum. Iar această inflație de bază care este direct influențată de politica monetară a BNR a fost neschimbată la 2,9% în ultimele luni. Aici depinde din nou cum privim paharul, pe jumătate plin sau pe jumătate gol. Este adevărat că la 2,9% am ajuns după o creștere susținută de peste un an și faptul că la un moment dat ne-am oprit din creștere, ba chiar am avut o scădere a inflației de bază, este un lucru pozitiv. Dar faptul că pentru moment inflația de bază nu scade mai mult ridică semne de întrebare, cum ar fi efectul inflației importate din zona euro (unde inflația a crescut spre 2% după ce mulți ani a fost aproape zero) sau scumpirile în lanț care vin la câteva luni după ce prețul carburanților, al gazelor naturale sau al electricității a crescut deja.

Grafic 4: Rata efectivă a inflației și cea prognozată lunar de analiști



Sursa: Reuters, INS, BCR Cercetare

Notă: Surpriza este definită ca inflația efectivă comunicată de INS minus estimările analiștilor (sondaj Reuters)

Privind la lunile următoare, credem în continuare că inflația din decembrie va fi 3,5%, dar gradul de convingere începe să fie ceva mai mic decât în lunile anterioare. Creșterile susținute ale petrolului pe piețele externe și criza cărnii de porc pe plan local care ar putea deveni evidentă înaintea sărbătorilor de iarnă pot duce prețurile în sus. În aceste condiții, pentru a avea o inflație mai mică rămâne să sperăm că nu vom avea noi creșteri ale prețurilor administrate la energie electrică sau gaze până la finalul anului și că nu vom asista la o depreciere a leului. Iar parteneri în această speranță sunt autoritățile statului pentru prețurile administrate și BNR pentru evoluția leului.

Un leu ceva mai puternic în decembrie 2018, dar păstrare a tendinței de depreciere pe termen mai lung

Noua noastră estimare privind cursul de schimb al leului față de euro în decembrie 2018 este 4,68 de la 4,73 anterior. Cum obiceiurile vechi nu dispar ușor, în ultimele luni am văzut din nou un leu care nu a fost lăsat de banca centrală să fluctueze complet liber în piață, ceea ce a însemnat că de multe ori am avut variații mari ale dobânzilor interbancare și un curs mai stabil. Ultimele săptămâni din septembrie poate fac excepție, cu o depreciere lentă a leului, dar pe ansamblu imaginea nu se schimbă. Totodată, punctele slabe ale României au fost trecute cu vederea de investitori până acum.

Ipooteza privind o tendință de slăbire a leului pe termen mai lung rămâne neschimbată și vedem leul la 4,77 în decembrie 2019. Riscurile externe provenite dintr-o combinație de întărire a politicii monetare în SUA, posibili primi pași ai Băncii Centrale Europene într-o direcție similară în a doua jumătate a lui 2019 și ramificațiile protecționismului comercial complică evoluția leului anul viitor.

Pulsul economiei a fost luat de:

Eugen Sinca, Analist Senior 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	3.8	3.4
PIB - mld. 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	10.4	11.0
Consum privat - %, variatie reala	1.1	2.1	0.7	4.7	6.0	7.7	10.1	4.9	4.0
Productia industriala - %, variatie reala	7.5	2.4	7.8	6.1	2.7	1.7	8.2	4.0	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	-7.1
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	2,703	2,920
Castig salarial net - %, variatie nominala	4.8	4.9	4.8	5.2	8.3	13.0	14.2	13.4	8.0
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	2.7	3.2
Randament obligatiuni 10 ani - %, sf. per.	7.3	6.4	5.3	3.6	3.7	3.5	4.3	5.2	5.4
Curs de schimb									
EUR/RON (sf.per.)	4.32	4.43	4.48	4.48	4.52	4.54	4.66	4.68	4.77
USD/RON (sf.per.)	3.34	3.36	3.25	3.69	4.27	4.30	3.89	4.14	4.04

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.