

## Focus lunar

### Rățele și vânzătorii sau mai concret despre vulnerabilitatea finanțelor României

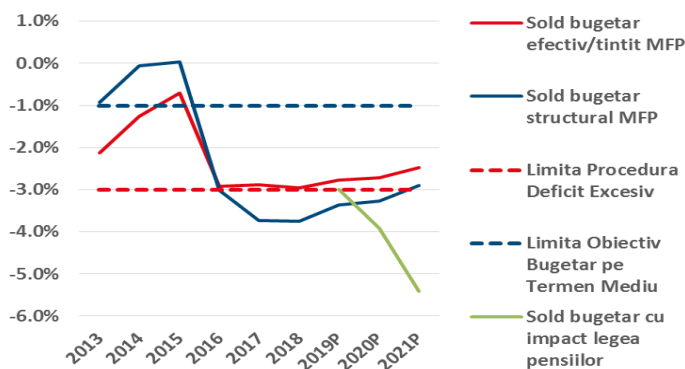
Articol de fond semnat de Horia Braun Erdei,

Economist Șef și consilier al Vicepreședintelui Executiv Financiar pe probleme de Administrarea Bilanțului

Să spunem lucrurilor pe nume: situația bugetului public al României devine din ce în ce mai mult un motiv de îngrijorare. După ce România s-a abătut începând cu anul 2019 de la Obiectivul fiscal pe Termen Mediu asumat de noi înșine și brațul preventiv al Pactului de Stabilitate și Creștere al UE, aplicând o politică fiscală vădit pro-ciclică, acum ne aflăm în situația palpabilă de a risca și ratarea obiectivelor pe termen scurt, respectiv de a intra în conflict cu brațul corectiv al PSC. Mai concret, cele mai recente evenimente și circumstanțe fac extrem de probabilă depășirea în următorii 2 ani a limitei de 3% din PIB a deficitului bugetului general consolidat, astfel încât pentru noi o astfel de depășire a devenit scenariul de bază. Sunt câteva elemente care susțin un astfel de scenariu, pe care în mod obișnuit le-am pune mai degrabă la capitolul riscuri, dacă nu am avea de-a face însă cu un calendar electoral încărcat în următoarele 18 luni, ceea ce face ca adoptarea unor măsuri ample de ajustare fiscală în această perioadă să devină puțin probabilă.

Cel mai important ca și amplitudine ne pare impactul indus asupra cheltuielilor bugetare de recent adoptata lege a pensiilor publice și în special majorarea cu 40% a punctului de pensie din anul 2020. Impactul previzionat doar din creșterile punctului de pensie credem că va duce, în lipsa unor măsuri compensatorii, la creșterea deficitului general consolidat al bugetului public la circa 4% din PIB în 2020 și 5,4% din PIB în 2021. Acest impact ar putea fi amplificat de creșterea numărului de pensionari (mai ales în contextul creșterii raportului dintre pensii și salariul mediu, care ar putea duce la anticiparea unor decizii de pensionare), precum și de modificarea formulei de calcul a pensiilor publice, despre care inițiatorii legii pensiilor spun că ar avea un impact pozitiv asupra nivelului pensiilor.

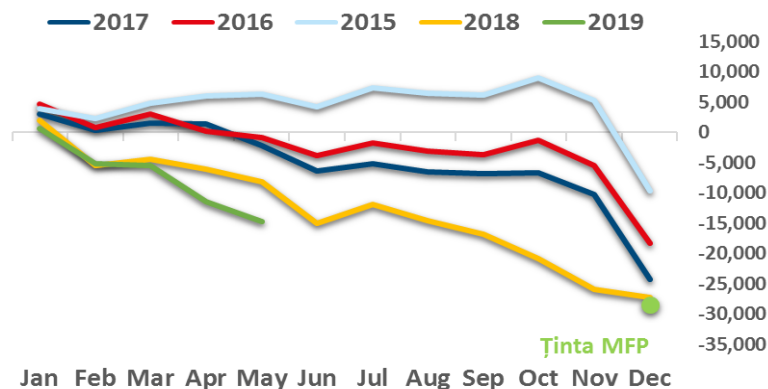
#### Grafic 1: Soldul bugetului general consolidat – ținte și solduri efective estimate în lipsa unor măsuri fiscale compensatorii (metodologie ESA2010, % din PIB)



Sursa: Strategia fiscal-bugetară a Guvernului României 2019-2021, BCR Cercetare pt. estimările alternative

Chiar dacă legea pensiilor prezintă cea mai mare îngrijorare din perspectiva impactului bugetar, ea nu este și singura, căci execuția bugetară prezintă deja provocările ei, încă dinainte de a lua în calcul evoluția viitoare a pensiilor. Astfel, după primele 5 luni ale anului, deficitul bugetului consolidat avea un nivel cu 80% superior celui din perioada similară a anului 2018, deși ținta nominală de deficit e doar cu 2% mai ridicată față de deficitul efectiv din 2018.

## Grafic 2: Execuția soldului bugetului general consolidat în anul curent comparativ cu precedenții 4 ani (metodologie cash, mln RON)



Sursa: Ministerul Finanțelor Publice

Sigur că cel care contează pentru evaluarea Comisiei Europene este deficitul calculat după metodologia europeană, pe bază de angajamente, însă nici în baza acestora datele pe care le avem la dispoziție, respectiv cele aferente primului trimestru, nu arată un trend pozitiv. Dimpotrivă, deficitul cumulat pe 4 trimestre era de 3,3%, depășind 3% pentru prima oară după trimestrul al II-lea a anului 2013. Deși problema cronică rămâne aceea a nivelului mult prea ridicat al cheltuielilor curente comparativ cu cel al veniturilor curente, dacă ne uităm la tendințele relevate de ultimele 3 trimestre, observăm o accelerare a investițiilor brute aferente bugetului de la circa 2% la 3% din PIB și o accelerare a veniturilor curente cu circa 0,6 puncte procentuale din PIB. Deși aceste tendințe par de bun augur, ele indică în opinia noastră și niște riscuri suplimentare privind evoluția viitoare a bugetului public.

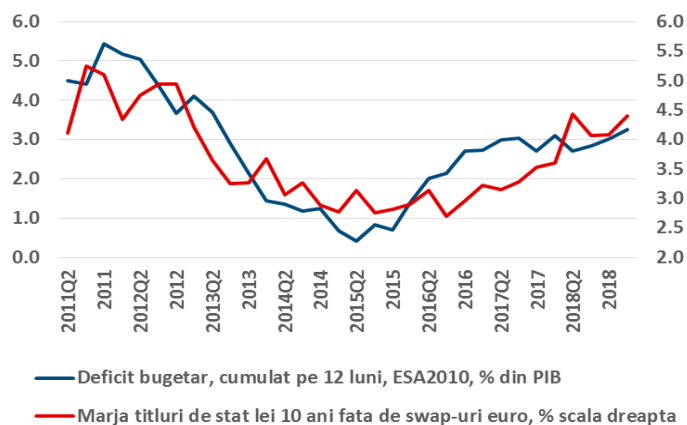
Pe de o parte, îmbunătățirea veniturilor curente se datorează aproape exclusiv încasărilor mai mari din contribuțiile sociale, care sunt la rândul lor legate de evoluția alertă a salariilor din economie. Cele din urmă au crescut sub presiunea concomitentă a majorărilor din sectorul public și a majorărilor salariului minim, dar și ca urmare a tensionării pieței muncii. Date fiind previziunile privind evoluția decelerată a sectorului manufacturier (a se vedea secțiunea Pulsul economiei a acestui raport) în contextul economiei europene aflate în recul, precum și nivelul atenuat al majorărilor salariale ce au mai rămas de implementat conform legii salarizării în sectorul public, e de așteptat o "răcire" în termeni relativi atât a creșterii salariilor totale din economie, precum și a creșterii consumului. Asta înseamnă e puțin probabil să vedem îmbunătățiri semnificative în evoluția veniturilor bugetare ca urmare a expansiunii bazei de impozitare, fără implementarea unor reforme reale de îmbunătățire a nivelului de colectare a taxelor și impozitelor. În aceste condiții, va fi hazardat ca în planificările bugetare viitoare guvernării să presupună *ad hoc* creșteri similare ca în ultimii 2-3 ani la venituri, în linie cu creșterea probabilă a cheltuielilor care continuă să se prefigureze.

Pe de altă parte, dacă vorbim de evoluția pozitivă a dinamicii investițiilor publice, aceasta s-a manifestat cu precădere în trimestrele al IV-lea 2018 și al II-lea 2019. Deși evident că creșterea investițiilor publice este dezirabilă, contează și calitatea, efectul de multiplicator al acestor investiții. Or dacă ne uităm cel puțin la cifrele detaliate ale execuției bugetare din primele 5 luni ale anului 2019, comparativ cu perioada similară din anul 2018, observăm că creșterea vine aproape exclusiv de la investițiile finanțate din bugetele

administrațiilor locale (aprox. +50% ian-mai 2019 față de ian-mai 2018), în vreme ce investițiile finanțate din bugetul administrației centrale a scăzut (cu aprox. 15%). Acest detaliu ar putea fi nesemnificativ, dacă nu am avea de-a face cu contextul unui istoric nu prea fericit al României în ce privește controlul central asupra cheltuielilor de la nivel local și mai ales de contextul apropierei alegerilor locale, care va pune și mai multă presiune asupra cheltuielilor la nivel local. Combinat cu contextul unui peisaj politic mai fragmentat ca urmare a alegerilor din luna mai, sper că sunteți de acord că menținerea unui control asupra cheltuielilor administrațiilor locale în linie cu obiectivele bugetare asumate la nivel consolidat va reprezenta o provocare majoră.

Așa cum am mai menționat, îngrijorările privind caracterul politicii fiscale nu sunt în mod necesar noi, iar evoluția recentă descendentă a costului de finanțare a statului român pe piețe (i.e. scăderea cu circa jumătate de punct procentual a randamentelor titlurilor de stat românești la 10 ani comparativ cu un an în urmă) sugerează că investitorii fie nu sunt suficient de atenți, fie sunt atenți dar nu împărtășesc aceste îngrijorări. Impresia aceasta ignoră însă impactul "mirajului fortăreței" create de contextul european de piață: în realitate, randamentele titlurilor în lei au scăzut, dar cu mai puțin decât randamentele titlurilor statelor din zona euro. În fapt, marja de randament ale titlurilor noastre față de referința în EUR (ratele dobânzilor la swap-urilor), considerată de mulți ca o aproximare a primei de risc asociată investițiilor în active locale românești, se află pe o tendință de creștere cvasi-continuă din 2016 încoace, așa cum se poate observa din graficul 3. Coincidență sau nu, aceasta e aceeași perioadă în care echilibrul bugetului public a intrat pe o tendință de deteriorare. Mai plauzibilă ne pare varianta în care "vânătorii de randamente" de pe piețele internaționale și-au făcut calculele și au ajuns la concluzia că riscurile există, dar că sunt plătiți suficient pentru a-și asuma investiția în România. Însă jocul de-a "rațele și vânătorii" se poate lăsa și cu accidente, iar calculele investitorilor sunt întotdeauna dinamice și relative la context. Astfel, chiar dacă o aterizare dură a economiei și a activelor românești nu face încă parte din scenariul nostru de bază, datorită mai ales contextului extern extrem de acomodativ, e important să atragem atenția, în al doisprezecelea ceas, asupra importanței responsabilității fiscale și asupra faptului că confortul financiar se bazează mereu și întotdeauna pe încredere. În jocul de-a randamentele suverane, această încredere e strâns legată de echilibrul bugetar, iar o dată pierdut acest echilibru și încrederea ce se ține scai de el, recuperarea se face doar prin ani grei de ajustare (a se citi austeritate) fiscală.

**Grafic 3: Deficitul bugetar și marja de risc asociată titlurilor locale românești**



Sursa: Bloomberg, Eurostat

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

Economie reală	Mai 2018	Tendință curentă	Comentarii
Producția industrială, %var.an	+0,2%	→	Evoluția slabă a industriei continuă, o parte a sectoarelor orientate având dinamică negativă
Lucrările de construcții, % var. an	+25,5%	↗	Creșteri foarte puternice pe rezidențial și nerezidențial dar o revenire a infrastructurii aproape de zero
Comerțul retail, %var.an	+3,9%	↘	Vânzările retail au pierdut viteză în ultimele două luni mai ales pe seama carburanților auto
Comerțul cu autovehicule, %var.an	+9,7%	↗	Evoluția mai bună a comerțului auto în luna mai
Servicii pentru populație, %var.an	+15,2%	↗	Hotelurile și restaurantele au avut în ultimele șapte luni rate anuale de creștere de 20-30% susținute de acordarea tichetelor de vacanță
Servicii pentru companii, % var. an	+12,3%	↗	Creșteri rapide ale serviciilor IT, contabilitate, leasing, tranzacții imobiliare
Exporturi de bunuri, %var.an	+6,8%	↗	Exporturile au câștigat viteză în ultimele trei luni dar ritmul anual este sub cel al importurilor
<b>Piața muncii</b>	<b>Mai 2018</b>		
Salarii nete, %var.an	+14,7%	↗	Creșterile salariale mai consistente în sectorul privat în ultimele luni
Rata șomajului (Eurostat)	3,9%	→	Rata șomajului se menține la minime istorice
<b>Prețuri</b>	<b>Iunie 2019</b>		
Rata inflației, %var.an	3,8%	↘	leftinire a produselor cu prețuri volatile (legume, ouă) dar o menținere a presiunilor inflaționiste la nivelul inflației de bază
<b>Piețe financiare</b>	<b>Iulie 2019<sup>1</sup></b>		
ROBOR 3 luni (medie)	3,16%	→	Scădere a dobânzilor pe termene scurte explicată prin îmbunătățirea lichidității din piață
Cursul EURRON (medie)	4,73	leu constant	Leul a fost lipsit de o direcție clară în piață în luna iulie
Cursul USDRON (medie)	4,21	depreciere leu	Un dolar ceva mai puternic a condus la un declin modest al leului

*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*

<sup>1</sup> Datele pentru evoluțiile de pe piețele financiare din luna iulie sunt cele la zi la data redactării raportului, luna nefiind încheiată în acel moment.

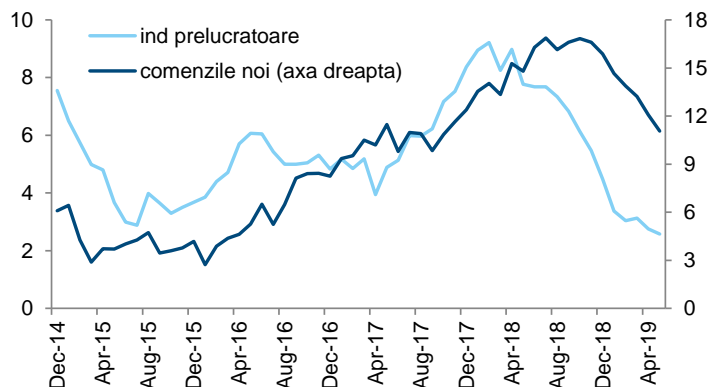
## Pulsul condițiilor de afaceri, al puterii de cumpărare și al pieței financiare

### Evoluție slabă a producției industriale

Industria a avut și în luna mai o evoluție ezitantă, creșterea față de mai 2018 fiind aproape zero (+0,2% mai exact). Industria prelucrătoare care reprezintă 80% din producția industrială și este puternic legată de exporturile către zona euro (restul de 20% din industrie fiind sectorul minier și de cel energetic) a alunecat sub zero (-0,3%).

Cele mai multe ramuri au scăzut în luna mai, precum industriile expuse creșterii salariului minim pe economie și care resimt o erodare a competitivității prin preț (fabricarea articolelor de îmbrăcăminte, a textilelor, prelucrarea pieilor). O altă grupă de industrii care nu se regăsesc în prezent sunt cele puternic orientate spre export, precum fabricarea mașinilor și echipamentelor. Dar nu toate evoluțiile au fost slabe, existând și unele sectoare, puține ce-i drept, care au avansat – industria auto și fabricarea altor mijloace de transport sunt un exemplu în care cererea externă a ajutat din plin, alături de dezvoltarea unor noi capacități de producție pe plan intern în unele cazuri.

#### Grafic 4: Industria prelucrătoare și comenzile noi (medii mobile 12 luni, %)



Sursa: INS, BCR Cercetare

Tendențele sunt îngrijorătoare și dacă privim România comparativ cu alte țări din Europa Centrală și de Est. O serie de industrii care fie scad la noi, fie cresc foarte lent (din nou menționăm mașini și echipamente dar și echipamente electrice) au o altă dinamică în Ungaria sau Polonia unde se manifestă o anumită rezistență la slăbirea cererii externe. Gradul diferit de specializare tehnologică sau poziția diferită în lanțurile internaționale de producție pot explica, cel puțin parțial, aceste evoluții.

Fragilitatea industriei din prezent are o serie de implicații – o structură vulnerabilă a creșterii economice, cu o orientare mare spre comerț și servicii în detrimentul ramurilor care exportă. Adâncirea deficitului comercial pentru bunuri devine astfel o consecință firească a comportamentului consumatorilor români care după creșterea veniturilor achiziționează în mare parte bunuri produse de industria altor țări.

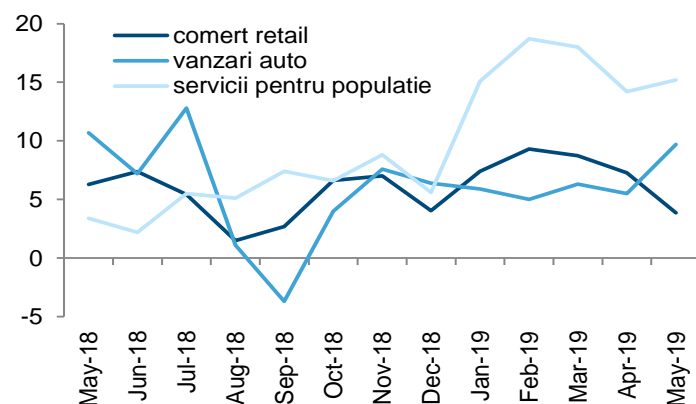
### Ce va urma pentru consum ?

Semnalele primite din partea indicatorilor care urmăresc consumul populației sunt mixte, cu o pierdere de viteză în cazul comerțului retail dar servicii foarte puternice adresate populației și vânzări auto bune.

Daca urmărim cu atenție indicatorii lunari publicați de Institutul Național de Statistică, la fel de importantă este și o privire spre măsurile timide de ajustare fiscală propuse de guvern. Aducerea în discuție a impozitării pensiilor peste un anumit nivel și a diminuării unor beneficii ale studenților, care par a fi doar începutul unor măsuri mai ample, limitează efectele pozitive asupra consumului care vor decurge din majorarea cu 15% a pensiilor din toamnă.

Lăsând în urmă scenariile și revenind asupra datelor statistice concrete, vedem că vânzările retail au crescut cu doar 3,9% în mai, la jumătate față de lunile precedente, după ce comerțul cu carburanți auto a scăzut vertiginos. Latura pozitivă a consumului din luna mai a fost reprezentată de serviciile adresate populației care au fost susținute din nou de avansul afacerilor din hoteluri și restaurante (+22,2%). Credem că această creștere impresionantă care durează de câteva luni este explicată și printr-un efect de „albire” din punct de vedere fiscal a unor afaceri din domeniu, după ce guvernul a decis să acorde tichete de vacanță iar piața a început să fie susținută și de deciziile unor firme private de a acorda tichete angajaților lor.

**Grafic 5: Comerțul retail, vânzările auto și serviciile pentru populație (creșteri anuale, %)**



Sursa: INS, BCR Cercetare

Privind spre viitor, credem că ritmul înalt de creștere a consumului populației din T1 2019, posibil extins și în T2 2019 va susține consumul din tot acest an, dar o anumită încetinire este posibilă în 2020, mai ales dacă viitoarele creșteri ale pensiilor și salariilor vor fi însoțite de o rearanjare a unor categorii de cheltuieli și venituri în interiorul bugetului, pentru limitarea efectelor negative asupra deficitului bugetar.

### ieftinire sezonieră a legumelor în vară

Rata inflației a scăzut în luna iunie la 3,8% de la 4,1% în mai. Cele mai recente date au lumini și umbre, cu o creștere mai lentă a prețurilor de consum pe ansamblul lor dar cu presiuni mari la nivelul inflației de bază, care ridică semne de întrebare referitoare la o scădere durabilă a inflației în viitor.

Astfel, în iunie am avut ieftiniri la o serie de produse cu prețuri volatile, care reacționează astfel tradițional în lunile de vară cum ar fi legumele, la care s-au adăugat ieftinirile carburanților susținute de scăderea cotației petrolului pe plan extern. În paralel, scumpirile pentru bunuri de bază, care nu variază așa de mult în timpul anului, au continuat, unele mai mici, altele mai importante, ceea ce a făcut ca această componentă a inflației care este influențată de politica monetară a BNR (inflația de bază) să crească la 3,3% de la 3,2% în luna mai.

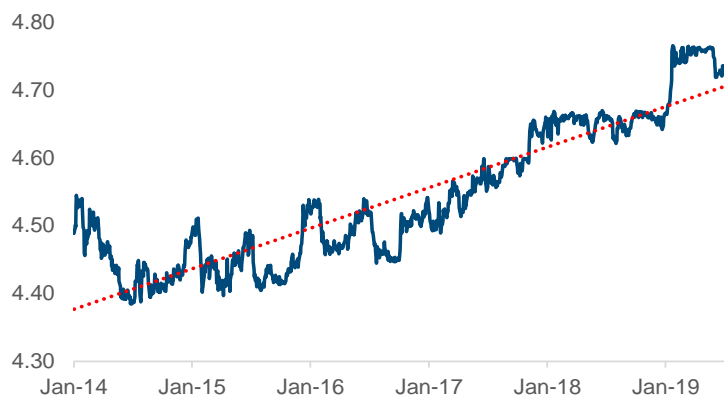
Pentru luna decembrie a acestui an vedem o inflație de 4%, ceea ce justifică o politică monetară prudentă a BNR, cu dobânzi pe termen scurt destul de ridicate care ar trebui să stimuleze economisirea și să țină sub control consumul.

### **Tendința de depreciere lină a leului se menține**

În luna iulie leul a rămas stabil față de euro la 4,72-4,73. Privind în urmă pe un orizont ceva mai lung de timp, vedem că întărirea leului de la finalul lunii mai și începutul lunii iunie spre 4,71 nu a continuat iar moneda națională a avut ulterior o foarte ușoară tendință de depreciere, urmată de stabilitate. Credem că o întărire evidentă a leului are șanse foarte mici în prezent, deficitul comercial ridicat care generează cerere de valută în economie fiind un factor esențial care acționează în sensul slăbirii leului. Orice episod de apreciere a monedei naționale, precum cel de acum două luni, se poate baza doar pe încrederea mai mare a investitorilor străini în activele financiare românești (acțiuni, obligațiuni), dar cum acest sentiment al nerezidenților este schimbător, nu ne putem baza pe el pentru conturarea unei tendințe durabile a leului.

Pentru viitor ne menținem opinia că leul va avea o tendință graduală de depreciere, cel puțin până când o parte din problemele economiei românești precum deficitul de cont curent și poziția fiscală slabă vor fi rezolvate.

### **Grafic 6: Evoluția leului în raport cu euro în ultimii ani**



Sursa: BNR, BCR Cercetare

**Pulsul economiei a fost luat de:**

**Dorina Ilașco, Analist BCR și Eugen Sinca, Analist BCR**

## Indicatori macroeconomici

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e
<b>Economia reala</b>										
PIB - %, variatie reala	2.0	2.1	3.5	3.4	3.9	4.8	7.0	4.1	4.5	3.8
PIB - mld. RON	559	594	636	669	713	765	857	944	1048	1131
PIB per capita - mii EUR	6.5	6.6	7.2	7.5	8.1	8.6	9.6	10.4	11.4	12.2
Consum privat - %, variatie reala	1.6	1.6	2.0	4.2	5.9	8.3	10.1	5.2	6.2	4.7
Formarea bruta de capital fix - %, variatie reala	6.1	3.1	-5.6	3.3	7.5	-0.2	3.5	-3.2	5.5	4.8
Productia industrială - %, variatie reala	7.5	2.4	7.8	6.1	2.8	3.1	7.8	3.5	0.8	1.0
<b>Sectorul extern</b>										
Exporturi de bunuri FOB - miliarde EUR	45.3	45.1	49.6	52.5	54.6	57.4	62.6	67.7	71.5	75.5
Importuri de bunuri CIF - miliarde EUR	55.0	54.7	55.3	58.5	63.0	67.4	75.6	82.9	88.3	93.9
Balanta comerciala bunuri FOB - CIF, % din PIB	-7.3	-7.2	-4.0	-4.0	-5.2	-5.9	-6.9	-7.5	-7.6	-7.9
Soldul contului curent - % din PIB	-5.0	-4.8	-1.1	-0.7	-1.2	-2.1	-3.2	-4.5	-4.8	-5.2
<b>Preturi</b>										
IPC - sf. perioada (%)	3.1	5.0	1.6	0.8	-0.9	-0.5	3.3	3.3	4.0	3.0
IPC - medie (%)	5.8	3.3	4.0	1.1	-0.6	-1.5	1.3	4.6	4.0	3.3
<b>Piata muncii</b>										
Rata somajului - % (sf. per.)	7.2	6.8	7.1	6.8	6.8	5.9	4.9	4.2	3.8	4.0
Castig salarial net - RON	1,475	1,547	1,622	1,706	1,848	2,088	2,384	2,696	3,065	3,348
Castig salarial net - %, variatie nominala	4.8	4.9	4.8	5.2	8.3	13.0	14.2	13.1	13.7	9.2
<b>Sector public</b>										
Sold buget consolidat - % din PIB (Eurostat)	-5.4	-3.7	-2.2	-1.3	-0.7	-2.7	-2.7	-3.0	-3.0	-4.0
Datoria publica - % din PIB (Eurostat)	34.2	37.0	37.6	39.2	37.8	37.3	35.2	35.0	34.5	36.0
<b>Dobanzi</b>										
Dobanda de politica monetara - %, sf. per.	6.00	5.25	4.00	2.75	1.75	1.75	1.75	2.50	2.50	2.50
ROBOR 3 luni - %, medie	5.8	5.3	4.2	2.5	1.3	0.8	1.2	2.8	3.3	3.4
Randament obligatiuni 10 ani - %, medie	7.4	6.7	5.3	4.6	3.5	3.3	3.9	4.7	4.7	5.2
<b>Curs de schimb</b>										
EUR/RON (sf.per.)	4.32	4.43	4.48	4.48	4.52	4.54	4.66	4.66	4.77	4.87
USD/RON (sf.per.)	3.34	3.36	3.26	3.69	4.15	4.30	3.89	4.07	4.22	4.13

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	<a href="mailto:Horia.BraunErdei@bcr.ro">Horia.BraunErdei@bcr.ro</a>
Eugen Sinca	+4 (021) 312 67 73/10435	<a href="mailto:Eugen.Sinca@bcr.ro">Eugen.Sinca@bcr.ro</a>
Dorina Ilașco	+4 (021) 312 67 73/10436	<a href="mailto:Dorina.Ilasco@bcr.ro">Dorina.Ilasco@bcr.ro</a>



#### **Mențiuni:**

Banca Comerciala Romana este intermediar înregistrat în registrul ASF sub nr. [PJR01INCR/400007](#) în baza Atestatului CNVM nr. 369/26.05.2006, înmatriculata la Registrul Comerțului: J40/90/1991, înmatriculata 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](mailto: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: 2019 Banca Comerciala Romana. Toate drepturile rezervate.