

Macroexpertiza

Săptămânal financiar – 6 august, 2010

România va primi cea de a VI-a tranșă de la FMI și pe cea de a III-a de la CE

BNR a menținut dobânda cheie la 6,25%

Comenzile noi s-au accelerat în iunie

Construcțiile – trend favorabil în iunie

Vânzările cu amănuntul în creștere

BVB: Acțiunile SIF - cea mai mare creștere săptămânală

Cuprins

- [Stiri](#)
- [Economie reală](#)
- [Curs valutar, dobânzi piață monetară și titluri cu venit fix](#)
- [Fonduri mutuale](#)
- [Piață de capital](#)

Știri

Mesaje cheie de la conferința de presă comună FMI-CE

Echipa FMI a încheiat analiza performanței economice și a îndeplinirii țintelor convenite în cadrul acordului stand-by pe 24 luni, iar mai jos prezentăm mesajele transmise în cadrul conferinței de presă la încheierea misiunii.

- România a îndeplinit condițiile pentru eliberarea unei noi tranșe de la FMI, iar banca centrală va primi 0,9 miliarde euro imediat după decizia favorabilă a bordului de la Washington; totodată, România a îndeplinit condițiile pentru eliberarea celei de-a treia tranșe de la Comisia Europeană iar Ministerul de Finanțe va primi 1,2 miliarde euro în luna septembrie;
- FMI consideră că politica monetară nu ar trebui să devină mai restrictivă în urma creșterii TVA; cu toate acestea, BNR trebuie să rămână prudentă și să încerce atenuarea unor posibile efecte de runda a doua pe care majorarea TVA-ului le-ar putea induce asupra prețurilor de consum;
- Estimarea FMI privind PIB-ul real: -1,9% în 2010 și 1,5% - 2% în 2011;
- FMI estimează o rată anuală a inflației de 7,5% - 8% în decembrie 2010; inflația ar putea să intre din nou în ținta băncii centrale la finele anului viitor;
- FMI va lucra împreună cu autoritățile române pentru creșterea flexibilității pieței muncii și pentru diminuarea componentei sale informale;
- Autoritățile române trebuie să îmbunătățească semnificativ gradul de absorbție al fondurilor europene; valoarea totală a fondurilor structurale disponibile pentru România este de 20 miliarde euro, egală cu valoarea pachetului de finanțare externă agreat cu FMI, Comisia Europeană, Banca Mondială și BERD;
- Este prematur să se discute în acest moment despre un nou acord cu FMI și Comisia Europeană, dar aceste două instituții sunt gata să furnizeze ajutor în viitor dacă va fi nevoie. Mai multe discuții pe acest subiect ar putea avea loc în toamnă, cu ocazia unei noi evaluări periodice a acordului stand-by aflat în derulare;
- Guvernul trebuie să abordeze probleme cheie în următoarele luni cum ar fi reforma sistemului public de pensii, reforma salarizării din sistemul bugetar, implementarea legii responsabilității fiscale și reducerea stocului arieratelor interne
- FMI nu este de acord cu o revenire completă a salariilor la nivelul anterior reducerii cu 25% în cadrul sistemului public, ci numai cu o majorare moderată anul viitor;
- FMI nu ia în considerare vreo reducere în nivelul cotei impozitelor, inclusiv TVA, sectorul privat având nevoie de stabilitate și predictibilitate din punct de vedere al sistemului fiscal.

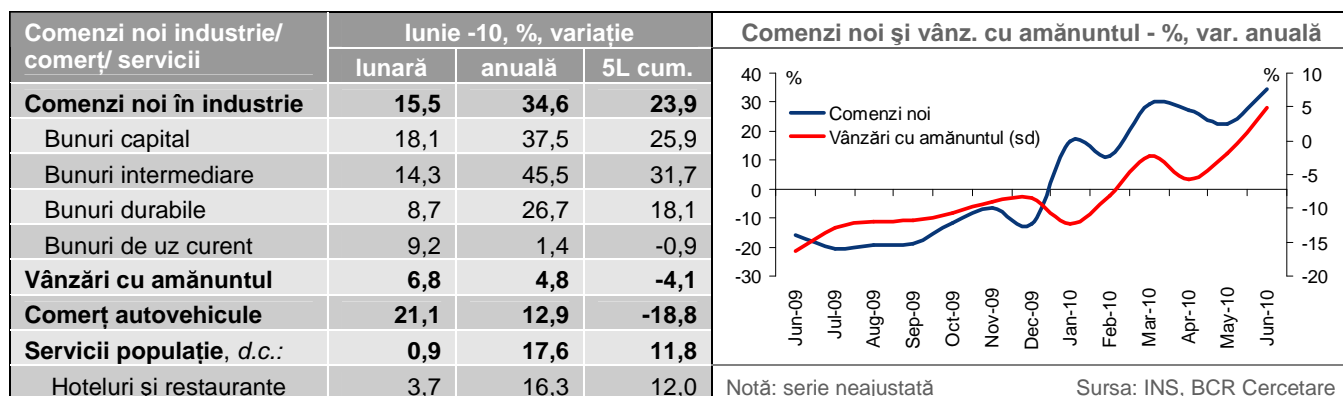
Banca centrală a menținut dobânda cheie la 6,25%

Decizia referitoare la dobânda de politică monetară este în conformitate cu așteptările noastre și ale celorlalți analiști. În același timp, atât noi cât și ceilalți analiști așteptăm o reducere cu 5pp a rezervelor minime obligatorii pentru valută până la 20% dar se pare că banca centrală a amânat o astfel de decizie pentru una din ședințele viitoare.

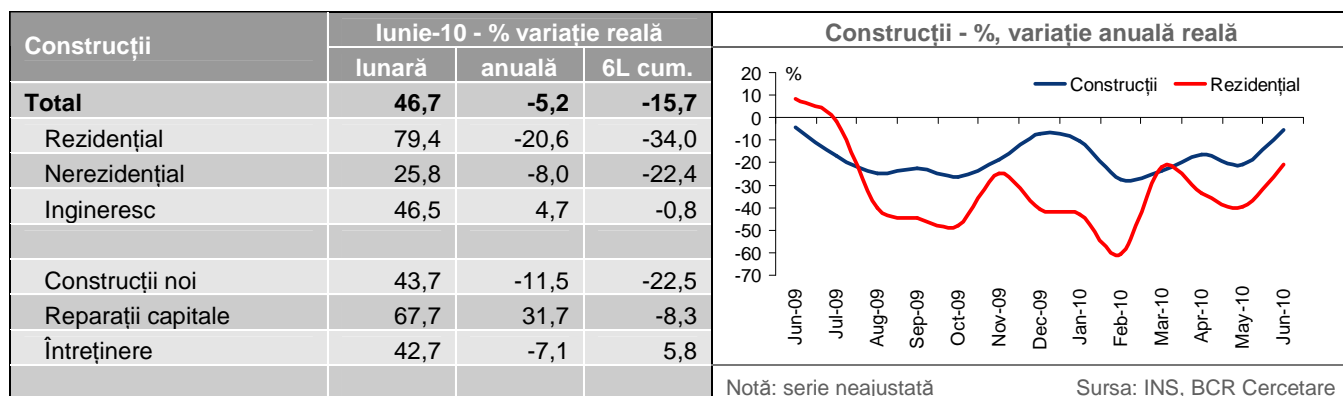
Incertitudinile legate de evoluția inflației după recenta majorare a TVA-ului (+5pp până la 24% începând din luna iulie) au stat la baza deciziei de politică monetară de astăzi, în opinia noastră. Conform modelului nostru anticipațiile inflaționiste ale sectorului privat au crescut după anunțul majorării TVA-ului. Cu toate acestea, o astfel de evoluție ar putea fi temporară, iar anticipările inflaționiste s-ar putea ancora din nou la niveluri scăzute. Con tracția consumului gospodăriilor populației în urma reducerilor semnificative ale salariilor din sectorul public, o recoltă agricolă satisfăcătoare și o anumită stabilitate a leului vor sprijini procesul dezinflaționist în următoarele trimestre. În cadrul comunicatului de presă BNR face o mențiune interesantă despre „relativa normalizare a situației de pe piețele monetară și valutară”. Aceasta ar putea sugera situarea cursului de schimb EURRON din prezent la un nivel relativ satisfăcător pentru banca centrală, în comparație cu deprecierea puternică la 4,4 de la finele lunii iunie. Pentru finele anului 2010, BNR estimează o rată anuală a inflației de aproximativ 7,8%.

În condițiile în care efectele de runda a doua pe care majorarea TVA-ului le va induce asupra prețurilor de consum vor fi limitate, ne menținem scenariul referitor la o dobândă de politică monetară de 6,25% în a doua parte a acestui an. Presiunile ascendente asupra randamentelor titlurilor de stat în lei vor persista, cel puțin până la eliberarea de către Comisia Europeană a următoarei tranșe către Ministerul de Finanțe și până la o emisiune de succes a noilor titluri de stat pe piețele de capital externe.

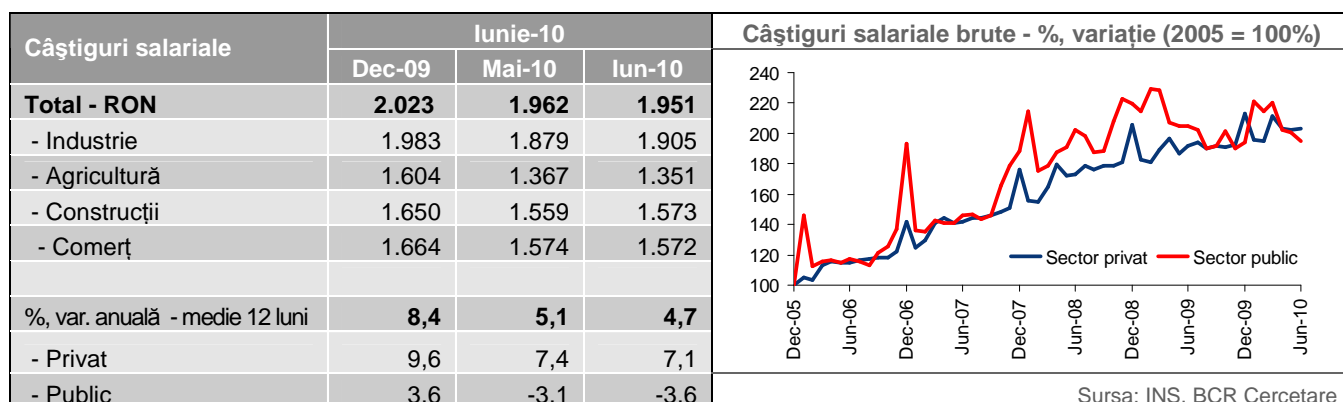
Economie reală



- Spre deosebire de bunurile de capital și cele intermediare, industria bunurilor de folosință îndelungată sau cea a bunurilor de uz curent pot beneficia numai parțial de trendul favorabil al cererii externe; cererea internă a rămas scăzută și de aceea aceste două industrii sunt încă în teritoriu negativ.
- Reducerile de promoționale de prețuri în cazul mărfurilor nealimentare alături de scăderea prețurilor produselor alimentare sprijinită de factorul sezonier, ar putea sta la baza creșterii lunare importante a comerțului cu amănuntul în luna iunie; comenzile noi în comerțul cu amănuntul ar putea scădea în perioada iulie – septembrie, iar numărul salariaților s-ar putea reduce moderat; prețurile vor fi în creștere,



- Tendință de scădere moderată în construcții în următoarele trei luni; stocurile și comenzile noi se vor restrânge; numărul salariaților se va reduce, iar prețurile vor fi în creștere; principalul factor de limitare a activității în construcții rămâne blocajul financiar; în luna iulie, managerii se așteaptă totuși la o evoluție pozitivă a construcțiilor în principal datorită factorului sezonier.



- Tendința de scădere a câștigurilor salariale se va accelera în iulie, în urma deciziei guvernului de reducere a salariilor în sectorul public cu 25% de la 1 iulie a.c.; guvernul a decis reducerea numărului de posturi în administrația locală și centrală cu circa 60 mii până la finele acestui an, ceea ce ar putea genera o economie de aproximativ 1,5 miliarde lei; în România, cheltuielile cu personalul afectează 31% din totalul veniturilor bugetare, în timp ce în Zona Euro ponderea acestora este de circa 23%.

Curs valutar

	Spot	Sep-10	Dec-10	Mar-11	Jun-11
RON/EUR	4,244	4,23	4,22	4,20	4,15
- Fwd		4,35	4,43	4,49	4,55
EUR/USD	1,321	1,30	1,35	1,33	1,30
- Fwd		1,321	1,320	1,320	1,319

Sursa: BCR Cercetare, Erste Bank Research

Piață monetară și titluri cu venit fix

	Spot	Sep-10	Dec-10	Mar-11	Jun-11
Dobânda de intervenție					
- România	6,25	6,25	6,25	6,00	6,00
- Zona Euro	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25
- SUA	0-0,25	0-0,25	0,50	0,75	1,00
Dobânzi piață monetară					
- ROBOR 3 luni	6,64	7,60	7,80	7,50	7,30
- Fwd		7,83	6,79	6,44	5,53
- EURIBOR 3 luni	0,91	0,90	1,00	1,20	1,50
- Fwd		1,21	1,53	1,70	1,47
- LIBOR 3 luni	0,41	0,60	0,80	1,00	1,30
- Fwd		0,65	1,04	1,38	1,10

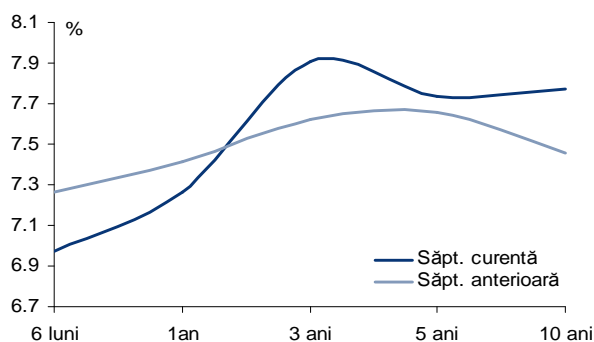
Sursa: BCR Cercetare, Erste Bank Research

Program emisiuni titluri de stat pe piața primară în luna august

Instrument	Data licitației	Data emisiunii	Data scadenței	Cupon %	Valoare nominală mil. RON	Suma atrasă mil. RON	Rand. Mediu %
Certificate trezorerie	2-aug-10	4-aug-10	03-aug-11	-	800	475	7.0
Obligațiuni	5-aug-10	9-aug-10	25-iul-13	6,25	300	Anulată	
Certificate trezorerie	9-aug-10	11-aug-10	9-feb-11	-	800	-	-
Certificate trezorerie	12-aug-10	16-aug-10	15-aug-11	-	800	-	-
Certificate trezorerie	16-aug-10	18-aug-10	18-mai-11	-	800	-	-
Obligațiuni	19-aug-10	23-aug-10	30-apr-15	6,00	300	-	-
Certificate trezorerie	23-aug-10	25-aug-10	23-feb-11	-	800	-	-

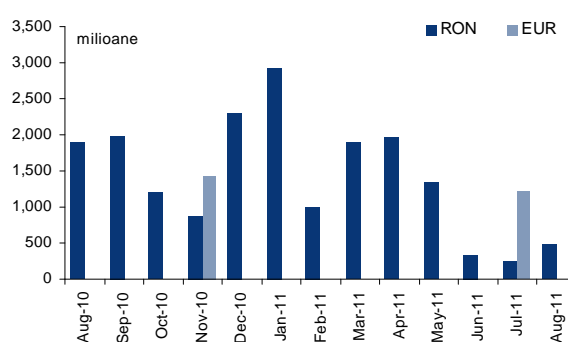
Sursa: MFP

Randamente titluri de stat pe piața secundară



Sursa: Reuters, BCR Cercetare

Titluri de stat scadente



Sursa: Reuters, BCR Cercetare

Fonduri mutuale

Noutăți din piață:

Primele 6 luni ale anului in curs au adus o noua crestere a activelor fondurilor mutuale romanesti in ciuda incertitudinilor generate de contextul economic dificil. De asemenea in privinta evolutiei randamentelor la un an se constata evolutii incurajatoare atat pentru fondurile diversificate cat si a celor de actiuni. Astfel media randamentului anual obtinut de cele sapte mari fonduri de actiuni este de **24,9%**. Randamentului mediu al fondurilor diversificate trebuie detaliat conform normelor EFAMA pe patru categorii: fonduri defensive, fonduri echilibrate, fonduri dinamice si fonduri flexibile. Randamentul mediu obtinut de fondurile diversificate echilibrate (4 fonduri) este de **14,1%**, in timp ce fondurile diversificate dinamice (4 fonduri) au inregistrat un randament mediu de **14,6%**. Pentru celelalte doua categorii de fonduri diversificate nu s-au evidentiat inca suficiente fonduri de acest tip pentru a calcula un randament mediu de referinta.

Performanta principalelor fonduri mutuale la 2 august 2010

Denumire Fond	Val. titlu la zi (VUAN)	Variatie la 12 luni (%)	Variatie in 2010 (%)	Val. active (mil lei)	Nr. investitori
FONDURI MONETARE					
BCR MONETAR	13.6861	10.82	5.39	1,387.2	56,140
RAIFFEISEN MONETAR	126.30	10.80	5.61	901.8	22,680
SIMFONIA 1	29.30	8.86	4.60	332.7	14,449
OTP COMODISRO	12.65	8.20	4.13	98.7	553
FONDURI DE OBLIGATIUNI / INSTRUMENTE CU VENIT FIX					
BRD CONCERTO (OBLIGATIUNI)	123.23	15.10	3.26	29.6	481
BCR OBLIGATIUNI	13.7180	11.62	5.44	749.0	26,203
BT OBLIGATIUNI	12.79	9.97	5.36	106.1	4,377
STABILO	9.54	7.80	4.15	11.9	
FONDURI DIVERSIFICATE (DEFENSIVE)					
BT CLASIC	15.18	15.1	6.1	49.3	1,065
CARPATICA GLOBAL	12.10	10.2	5.8	35.3	114
FONDURI DIVERSIFICATE (ECHILIBRATE)					
RAIFFEISEN BENEFIT	113.72	16.5	6.9	23.5	493
TRANSILVANIA	29.56	16.0	5.7	20.8	827
BCR DINAMIC	20.0741	14.4	3.5	38.2	2,633
OTP BALANSISRO	9.82	9.5	4.4	9.4	62
FONDURI DIVERSIFICATE (DINAMICE)					
NAPOCA	0.34	22.6	7.8	9.7	1,445
CARPATICA STOCK	13.58	22.2	7.8	12.1	151
BRD DIVERSO EUROPA	116.22	9.3	5.5	23.4	260
AI INTERCAPITAL	4.40	4.2	-3.0	7.0	1,675
FONDURI DIVERSIFICATE (FLEXIBILE)					
BRD ACTIUNI EUROPA	117.20	4.0	6.2	13.9	131
ZEPTEP ACTIUNI	10.01	0.2	-3.0	8.8	17
FONDURI DE ACTIUNI					
BT MAXIM	7.89	33.6	6.6	59.0	2,573
ACTIVE DINAMIC	12.10	29.2	-0.9	15.1	344
BT INDEX	7.23	27.3	9.7	19.1	461
RAIFFEISEN PROSPER	94.50	24.2	8.9	34.5	1,356
RAIFFEISEN ROMANIA ACTIUNI	33.54	22.4	2.4	20.7	519
BCR EXPERT	60.9903	20.9	2.5	16.4	881
KD MAXIMUS	13.50	17.1	6.4	39.7	834
ALTE FONDURI					
RAIFFEISEN CONFORT	117.94	12.1	7.5	22.5	988
BCR EUROPA AVANSAT	10,438.6108	4.8	-3.1	8.7	6
RAIFFEISEN EURO PLUS (EUR)	102.97	-	2.4	117.9	4,280

Piață de capital

Comentariu de piață:

- In saptamana 30 iulie-5 august indicii bursieri marcheaza oscilatii ale indicilor bursieri care reusesc sa se situeze pe un trend pozitiv dupa o corectie importanta in sedinta de luni.
- BET-FI, indicele care monitorizeaza evolutia celor cinci societati de investitii financiare, a inregistrat cea mai mare crestere saptamanala, de 6.16%.
- Lichiditatea medie zilnica inregistrata la BVB este in scadere comparativ cu saptamana anterioara, in ciuda maximului de 6.7 mil EUR consemnat marti. Pe piata Rasdaq lichiditatea medie zilnica a fost de 2.95 mil RON, de 3 ori mai ridicata decat cea aferenta saptamanii trecute, in principal datorita vanzarii actiunilor Comcereal (CCOL), cu o pondere de 91% in totalul tranzactiilor de joi.
- Evolutia bursiera sumativ pozitiva a avut loc pe fondul declaratiilor optimiste ale reprezentatilor FMI privind economia Romaniei si a aprecierii principalilor indici bursieri internationali.

Știri de piață

Transgaz: transporturi de gaz cu 5% mai mari in S1

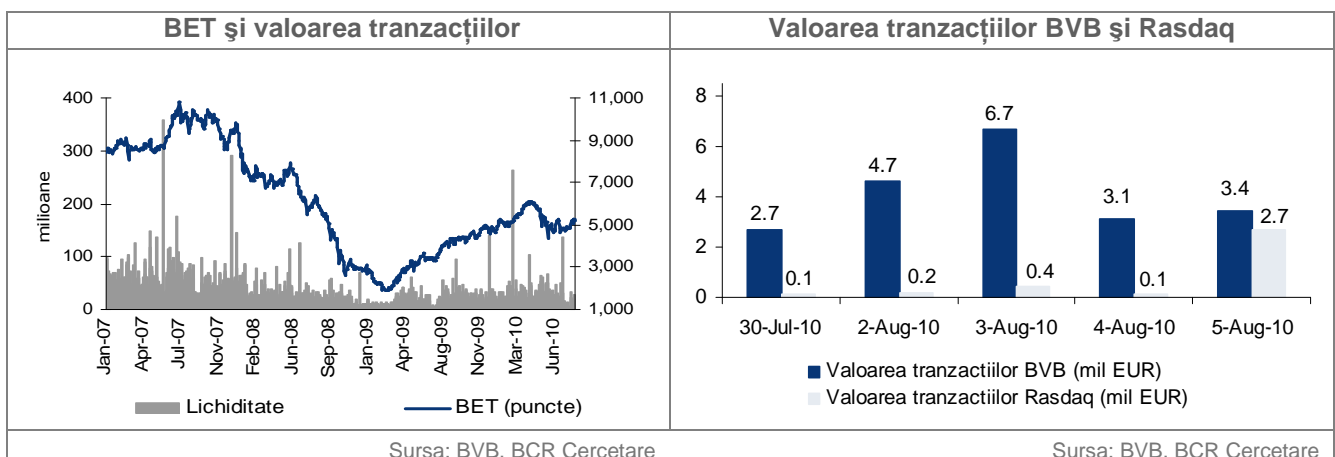
- Volumul de gaz transportat de compania Transgaz in primul semestru al anului a fost cu 5% comparative cu aceeași perioadă din 2009. Deși in primul trimestru volumul de gaz transportat a crescut cu 9.5% (datorita temperaturilor foarte scazute), in al doilea trimestru valoarea a scazut prin raport la perioada echivalenta a anului trecut.
- Pentru al doilea semestru al acestui an, compania asteapta un volum de gaz transportat apropiat de cel din a doua jumătate a anului 2009 sau chiar usor mai scazut.

Petrom: Profitul operational a crescut de zece ori in trimestrul doi

- Profitul operational in S1 a atins 680 mil RON (cu 946% mai mult decat valoarea inregistrata anul trecut), insa sub estimarile noastre de 763 mil RON. Scaderea s-a datorat in mare parte liniei de consolidare ce a afectat negativ EBIT cu 195 mil RON, in timp ce cresterea prin comparatie cu anul trecut este atribuita pretului ridicat al petrolului si marjelor de rafinare.
- Profitul operational din activitatea de exploatare si productie a crescut la 887 mil RON (valoarea apropiata de estimarea noastra de 917 mil RON), de la valoarea de 890 mil RON consemnata in primul trimestru din 2010 si cea de 475 mil RON din al doilea trimestru din 2009. Profitul de exploatare generat de activitatea de rafinare si marketing a atins 126 mil RON in al doilea trimestru al anului dupa pierderea de 18 mil RON din primul trimestru. G&P EBIT a fost de -47 mil RON, cu mult sub estimarea noastra de 23 mil RON.
- Compania a inregistrat un profit net de 677 mil RON, fata de 779 mil RON in primul trimestru al anului si pierderea de 112 mil RON in al doilea trimestru din 2009.
- Perspectiva nu s-a schimbat fundamental, cu un pret asteptat al petrolului intre 70 si 85 USD (60-85 USD in prealabil) si cu o piata de rafinare ce ramane competitiva si in 2010.

Fondul Proprietatea: dividend brut de 0,0822 RON/ actiune

- Actionarii Fondului Proprietatea urmeaza sa aprobe dividendele aferente exercitiilor financiare 2008 si 2009 la AGA convocata pentru 6 septembrie. Valoarea propusa a dividendului este de 0.0822/ actiune (cu o rata de distribuire a dividendului de 97%).
- Actionarii vor decide si cu privire la numirea Franklin Templeton ca societate de administrare, listarea Fondului Proprietatea la Bursa de Valori Bucuresti si rascumpararea a 1,37 miliarde de actiuni la preturi cuprinse intre 0,2 si 1,5 lei pe actiune.



Indicatori macroeconomici

		1L_09	3L_09	5L_09	6L_09	9L_09	12L_09	1L_10	3L_10	5L_10	6L_10
Industria	%, var. an.	-16.4	-13.0	-11.8	-10.8	-8.5	-5.5	6.9	4.1	5.3	n/a
- Prelucrătoare	%, var. an.	-19.8	-15.2	-13.3	-11.9	-9.7	-6.5	7.6	4.0	5.4	n/a
- Energie electrică, termică, gaze, apă caldă	%, var. an.	-2.7	-2.5	-1.8	-1.6	4.9	7.0	13.1	13.5	13.3	n/a
- Extractivă	%, var. an.	3.4	-1.8	-7.4	-9.9	-11.8	-12.0	-14.0	-12.4	-11.3	n/a
- Bunuri de capital	%, var. an.	-24.7	-14.4	-10.3	-8.3	-6.3	-1.3	23.2	11.9	11.6	n/a
- Bun. folos. îndelung.	%, var. an.	-21.2	-18.3	-17.7	-17.8	-15.7	-15.1	-11.9	-9.4	-7.0	n/a
- Bunuri intermediare	%, var. an.	-20.4	-18.7	-17.5	-16.4	-12.9	-9.3	10.4	5.6	9.1	n/a
- Bunuri de uz curent	%, var. an.	-7.6	-8.9	-10.1	-9.1	-9.2	-8.4	-15.0	-8.2	-6.7	n/a
Comenzi noi	%, var. an.	-34.0	-22.7	-22.3	-21.1	-20.6	-18.0	16.3	18.9	21.4	23.9
Construcții	%, var. an.	14.0	4.4	-9.4	-8.6	-14.0	-15.1	-12.4	-20.9	-19.7	-15.7
- Rezidențial	%, var. an.	35.3	21.4	8.0	8.2	-10.8	-20.2	-42.4	-41.0	-38.7	-34
- Nerezidențial	%, var. an.	12.1	5.1	-6.9	-7.9	-14.2	-15.7	-28.4	-30.1	-26.2	-22.4
- Infrastructură	%, var. an.	5.1	-4.0	-18.6	-16.5	-15.3	-12.2	16.3	-1.2	-4.1	-0.8
Vânzări cu amănuntul	%, var. an.	-0.6	-5.2	-8.3	-9.7	-10.7	-10.3	-11.4	-7.5	-5.9	-4.1
- Alimente	%, var. an.	4.9	0.3	-1.6	-3.0	-4.2	-4.5	-9.1	-7.4	-7.4	-6.1
- Non-alimente	%, var. an.	1.0	-3.7	-7.4	-9.2	-10.1	-9.6	-13.5	-8.9	-6.9	-4.9
- Combustibili	%, var. an.	-12.0	-16.1	-19.3	-20.2	-20.4	-19.7	-10.7	-4.7	-1.4	0.9
Vânzări auto-moto și servicii conexe	%, var. an.	-28.4	-37.3	-36.7	-38.4	-40.0	-37.3	-29.4	-17.8	-15.5	-11.9
Vânzări cu ridicata	%, var. an.	-9.9	-13.5	-14.9	-15.1	-16.2	-16.2	-16.2	-7.0	-5.1	n/a
Servicii populație	%, var. an.	-4.2	-5.4	-11.2	-13.4	-15.8	-15.8	7.0	8.4	10.5	11.8
Servicii către companii	%, var. an.	6.3	-0.1	-5.5	-8.6	-10.9	-13.3	-2.4	-2.4	0.0	n/a
Exporturi (FOB)	y/y % ch.	-23.9	-19.0	-20.8	-20.1	-18.1	-13.9	21.1	20.1	24.9	n/a
	€ milioane	1,924	6,601	11,065	13,622	21,229	29,042	2,331	7,928	13,820	n/a
- Exporturi UE	%, var. an.	-18.4	-14.3	-15.8	-15.0	-13.7	-9.2	18.6	18.9	22.7	n/a
	€ milioane	1,492	4,973	8,286	10,167	15,754	21,567	1,768	5,913	10,167	n/a
Importuri (CIF)	%, var. an.	-34.8	-33.9	-35.6	-35.8	-35.4	-31.9	6.1	12.1	17.5	n/a
	€ milioane	2,617	8,827	14,997	18,319	28,376	38,789	2,776	9,891	17,620	n/a
- Importuri UE (CIF)	%, var. an.	-30.5	-30.7	-32.5	-32.5	-31.5	-28.7	1.1	9.0	14.6	n/a
	€ milioane	1,946	6,572	11,092	13,593	20,827	28,418	1,967	7,163	12,707	n/a
Deficit comercial (FOB-FOB)	%, var. an.	-57.1	-62.1	-65.9	-67.2	-67.3	-64.7	-55.8	-24.4	-11.8	n/a
	€ milioane	-491	-1,547	-2,502	-2,962	-4,769	-6,754	-217	-1,169	-2,444	n/a
Deficit cont curent	%, var. an.	-60.3	-77.0	-75.5	-73.3	-74.6	-68.7	-73.2	65.5	45.7	n/a
	€ milioane	-459	-910	-1,776	-2,375	-3,313	-5,054	-123	-1,506	-2,865	n/a
ISD (flux)	%, var. an.	51.2	-13.9	-42.0	-43.0	-51.4	-47.3	-66.9	-48.2	-42.1	n/a
	€ milioane	912	1,456	2,475	2,894	3,525	4,899	302	754	1,433	n/a
Rata inflației	sf. per. - %	6.71	6.71	5.95	5.86	4.94	4.74	5.20	4.20	4.42	4.38
Inflația de bază (Core2 neajust.)	sf. per. - %	7.05	6.90	6.31	6.10	5.86	4.92	5.32	4.41	4.38	4.53
Deficitul bugetar	% of GDP	0.3	-1.6	-2.3	-2.7	-5.1	-7.4	0.0	-1.5	-3.09	-3.4
	RON mil.	1,646	-7,925	-11,304	-14,383	-25,563	-36,401	15.3	-8,219	-16,665	-18,070
EUR/RON	sf. per.	4.2775	4.2348	4.1786	4.2067	4.1981	4.2282	4.1220	4.096	4.1792	4.3688
	medie	4.2327	4.2668	4.2332	4.2297	4.2280	4.2376	4.1409	4.114	4.1287	4.148
Dobânda cheie	sf. per. - %	10.0	10.0	9.5	9.5	8.0	8.0	7.5	6.5	6.25	6.25
ROBOR 3 luni	sf. per. - %	15.3	14.7	10.8	10.2	9.4	10.7	8.3	5.7	6.75	7.16
	medie - %	15.2	15.3	14.3	13.7	12.2	11.72	8.81	7.4	6.79	6.8

Note: Serii neajustate în industrie, comerț cu amănuntul și servicii

Sursa: INS, BNR, MFP, BCR Cercetare

Macroexpertiza – săptămânal financiar

Economist Șef Dr. Lucian Anghel +4 (021) 312 67 73/1020

Cercetare macro și titluri cu venit fix

Dumitru Dulgheru +4 (021) 312 67 73/1025
Florin Eugen Sinca +4 (021) 312 67 73/1026
Cristian Mladin +4 (021) 312 67 73/1028

Piață de capital

Mihai Iulian Căruntu +4 (021) 3112754/4816
Raluca Ungureanu +4 (021) 3112754/4842

Erste Asset Management

Eduard Inizian +40 372 269 920

“Acest raport a fost elaborat de către Direcția Cercetare de Piață și Macroeconomică, fiind proprietatea Băncii Comerciale Române și nu reprezintă o ofertă sau o propunere de investiție. Informațiile/opiniile formulate în documentul de față au fost colectate/au la bază surse considerate a fi de încredere, dar nu garantăm că acestea sunt exacte și complete și de aceea nu trebuie utilizate ca atare. Toate opiniile, previziunile și estimările din prezentul raport reflectă propria noastră judecată la momentul elaborării materialului, BCR rezervându-și dreptul de a modifica prezentul raport fără o înștiințare prealabilă. Acest document nu poate fi reprodus, distribuit sau publicat în orice formă și prin orice mijloace, fără acordul prealabil al Băncii Comerciale Române.”