

Lunar

august 2021

Evoluții macroeconomice recente

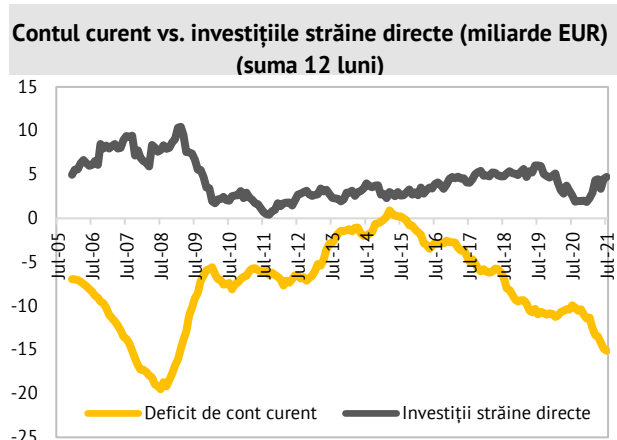
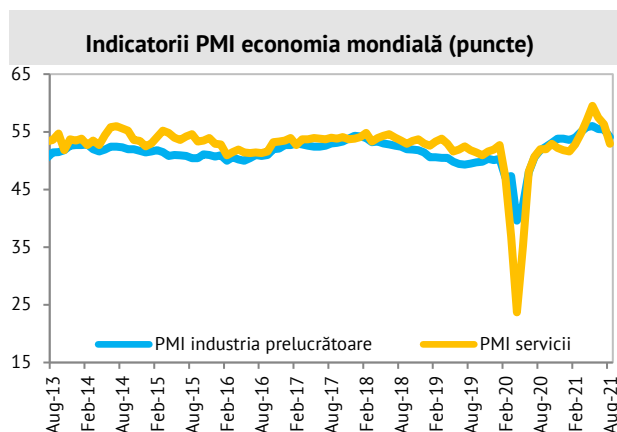
- Conform indicatorului PMI Compozit (calculat de JPMorgan și Markit Economics) economia mondială a crescut pentru a 14-a lună la rând în august, dar cu o dinamică în decelerare (la minimul din ianuarie), evoluție influențată de intensificarea pandemiei (mutația Delta a virusului corona).
- Se evidențiază decelerarea din sfera serviciilor, sectorul cel mai afectat de incidența pandemiei și restricțiile implementate pentru contracararea crizei sanitare.
- De asemenea, industria prelucrătoare a decelerat luna trecută, în contextul constrângerilor din sfera lanțurilor mondiale de producție (îndeosebi auto și materiale de construcții).
- Prima economie a lumii (SUA, cu un PIB nominal de 20,9 trilioane dolari în anul pandemic 2020) a crescut cu 12,2% an/an în T2 (cea mai bună evoluție din 1950), pe fondul contribuției cererii interne.
- Pe de altă parte, a doua economie a lumii (China) a revenit pe scădere în august (conform indicatorului PMI Compozit), în contextul intensificării pandemiei.
- În Zona Euro (principalul partener economic al României) economia a crescut cu o dinamică anuală record în T2 (14,8%), evoluție determinată de contribuția atât a cererii interne, cât și a exportului net, conform estimărilor Eurostat.
- Economia României s-a majorat cu 13% an/an în T2, iar evoluțiile recente exprimă perspective de creștere cu un ritm anual ridicat pentru PIB-ul nominal, cu impact pozitiv pentru procesul de consolidare fiscal-bugetară.
- Climatul pozitiv din piețele financiare internaționale s-a consolidat în august, pe fondul nivelului redus al costurilor reale de finanțare și perspectivelor pozitive pentru economia reală la începutul ciclului economic post-pandemie.

Perspective macroeconomice

- Scenariul macroeconomic central pe termen scurt și mediu pe economia României a fost revizuit, prin încorporarea celor mai recente evoluții macro-financiare, mondiale, europene și interne.
- Astfel, conform prognozelor actualizate economia României ar putea crește cu ritmuri anuale de 6,8% în 2021 (după ajustarea cu 3,9% din anual pandemic 2020), 5,5% în 2022, respectiv 4,9% în 2023.
- Acest scenariu are la bază perspectivele favorabile pentru investițiile productive (noile previziuni indică ritmuri anuale de 11,9% în 2021 și 12,1% în 2022-2023), cu impact de antrenare în economie.
- Astfel, consumul privat (principală componentă a PIB) s-ar putea majora cu dinamici anuale de 6,4% în 2021, 4,4% în 2022, respectiv 3,6% în 2023.
- La nivelul cererii externe nete previzionăm creșterea exporturilor și importurilor totale cu dinamici medii anuale de 9,8% respectiv 11,7% în orizontul 2021-2023.

Structura PIB	2018 (%)	2019 (%)	2020 (%)
Consum privat	63.8	62.8	61.1
Consum public	16.8	17.6	18.9
Investiții productive	21.1	22.6	24.6
Exporturi	41.9	40.4	37.3
Importuri	45.3	44.6	41.7

Macro indicatori	Perioada	an/an (%)	nivel (%)
PIB real	T2/2021	13.0	-
rata inflației IPC	Aug-21	5.25	-
rata șomajului	Iul-21	-	5.10
rata dobânzii de politică monetară	din 18-Ian-2021	-	1.25
ROBOR (IRCC)	T1/2021	-	1.25



Surse: BNR, Bloomberg, Eurostat, BNR, prelucrări BT

- Considerăm că principalii factori de risc pentru evoluția economiei României din perspectiva termenului scurt constau în: climatul macro-financiar internațional; dinamica crizei sanitare; mix-ul de politici economice și tensiunile politice pe plan intern; evoluțiile din sfera geo-politică și geo-economică mondială.

Scenariul macroeconomic central

Indicator / an	2019	2020	2021	2022	2023
PIB nominal (miliarde EUR)	223.0	218.2	240.7	263.6	285.5
PIB real (% an/an)	4.1	-3.9	6.8	5.5	4.9
Consum privat (% an/an)	4.1	-5.2	6.4	4.4	3.6
Investiții productive (% an/an)	13.0	6.8	11.9	12.1	12.1
Consum public (% an/an)	6.9	2.0	1.8	4.4	3.5
Exporturi (% an/an)	4.6	-9.7	17.4	8.0	3.9
Importuri (% an/an)	6.8	-5.1	18.5	10.0	6.7
Rata șomajului (%)	3.9	5.0	5.3	4.6	4.6
Inflația* (IAPC) (% an/an, medie)	3.9	2.3	3.5	3.6	3.1
Rata de dobândă de referință (%)	2.50	1.50	1.25	2.00	2.00
Deficit bugetar (% PIB) (ESA)	4.4	9.2	6.0	4.0	3.0
Datoria publică (% PIB)	35.3	47.3	44.6	42.0	39.5
Contul curent (% PIB)	-4.9	-5.2	-5.9	-5.2	-5.3
Rata de dobândă titluri 10 ani (medie anuală) (%)	4.5	3.9	3.3	4.0	4.0
EUR/RON (medie anuală)	4.75	4.84	4.93	4.98	5.05

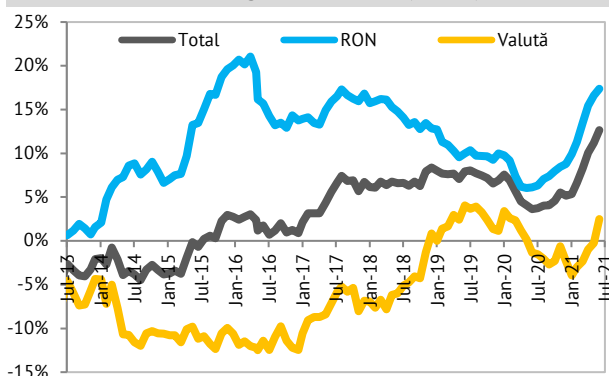
Creditare

- Datele Băncii Naționale a României (BNR) indică majorarea soldului creditului neguvernamental total pentru a 14-a lună la rând în iulie, evoluție influențată de redeschiderea economiei și nivelul redus al costurilor reale de finanțare (în contextul accelerării inflației).
- Astfel, soldul creditului neguvernamental a urcat cu 2,1% lună/lună la 306,6 miliarde RON în iulie (nivel record), confirmându-se tendința ascendentă din ultimele luni.
- Pe de o parte, creditul neguvernamental denominat în RON a crescut cu un ritm lunar de 2% la 217,9 miliarde RON în iulie, pe fondul nivelului redus al costurilor reale de finanțare și intrării economiei reale într-un nou ciclu: pe segmentele populație și companii s-au consemnat majorări cu dinamici lunare de 1,9% la 129,9 miliarde RON, respectiv 2,1% la 88 miliarde RON.
- Pe de altă parte, creditul neguvernamental denominat în valută a urcat cu 2,3% lună/lună la 88,7 miliarde RON în iulie, ca urmare a majorării componentei companii cu un ritm lunar de 4,1% la 59,6 miliarde RON, care a contrabalansat ajustarea înregistrată pe segmentul populație cu o dinamică lunară de 1,2% la 29,1 miliarde RON.
- Dinamica anuală a soldului creditului neguvernamental a accelerat de la 11,2% în iunie la 12,6% în iulie, nivelul maxim din mai 2009, după cum se poate observa în primul grafic din partea dreaptă.
- Se evidențiază accelerarea dinamicii anuale a creditului denominat în moneda națională, de 16,6% în iunie la 17,4% în iulie: pe segmentele populație și companii s-au consemnat creșteri anuale cu 14% an/an, respectiv 22,8% an/an.
- Totodată, soldul creditului neguvernamental denominat în valută a urcat cu un ritm anual de 2,5% în iulie, după ajustarea pe parcursul a 12 luni consecutiv: declinul componentei populație cu 10,9% an/an a fost contrabalansat de creșterea înregistrată pe segmentul companii cu 10,6% an/an.
- Astfel, în primele șapte luni din 2021 creditul neguvernamental total s-a majorat cu 8,5% an/an în medie: creșterea componentei RON cu 13,3% an/an a contrabalansat declinul consemnat la nivelul segmentului valutar cu 1,5% an/an.

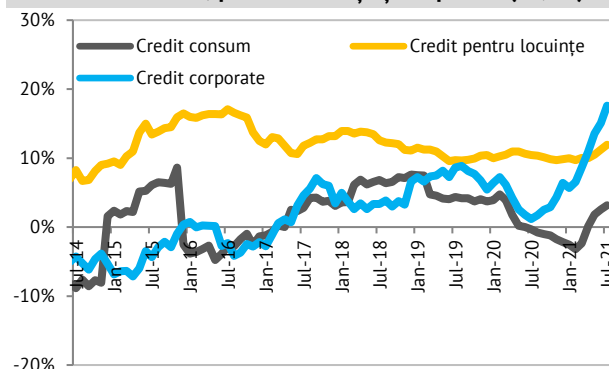
calendar macroeconomic septembrie 2021

instituție	data	indicator
BNR	1 Sep	Rezervele internaționale (Aug)
INS	1 Sep	Piața forței de muncă (Iul)
INS	2 Sep	Turismul (Iul)
INS	2 Sep	Prețuri producția industrială (Iul)
INS	3 Sep	Comerțul cu amănuntul (Iul)
INS	7 Sep	Dinamica PIB-ului (T2)
INS	9 Sep	Balanța comercială cu bunuri (Iul)
INS	10 Sep	Investițiile nete în economie (T2)
INS	10 Sep	Salariul mediu net (Iul)
BNR	13 Sep	Balanța de plăți (Iul)
INS	14 Sep	Comenzile noi în industrie (Iul)
INS	14 Sep	Producția industrială (Iul)
INS	16 Sep	Sectorul de construcții (Iul)
INS	16 Sep	Ocuparea și șomajul (T2)
BNR	23 Sep	Indicatorii monetari (Aug)
BNR	24 Sep	Investițiile străine directe (2020)
INS	28 Sep	Tendențe în economie (Sep-Noi)
BNR	29 Sep	Rate de dobândă sector bancar (Aug)
INS	30 Sep	Autorizații de construire (Aug)
INS	30 Sep	Rata șomajului (Aug)

Creditul neguvernamental (an/an)



Credit de consum, pentru locuințe și corporate (an/an)



Sursa: BNR

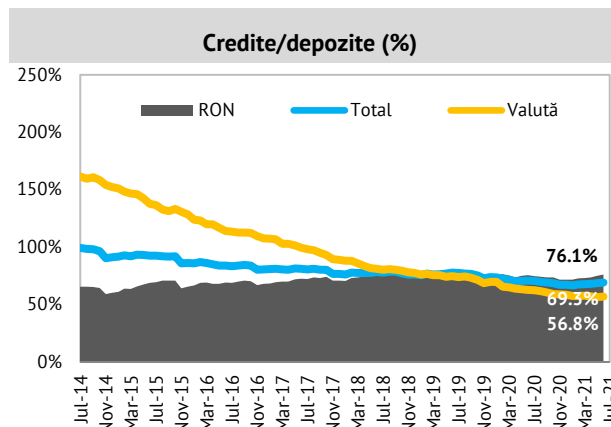
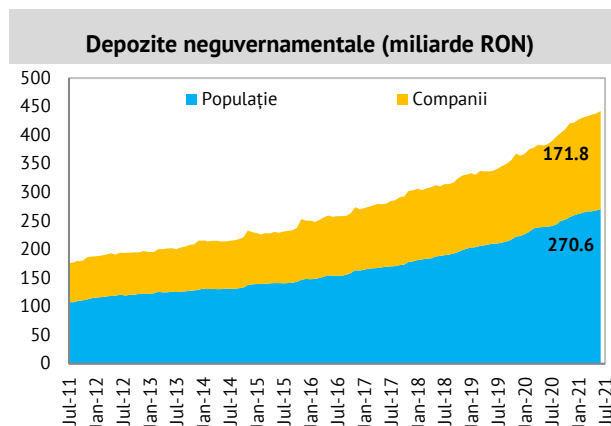
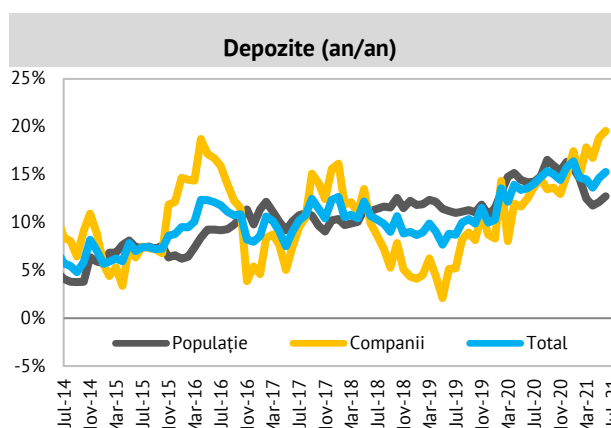
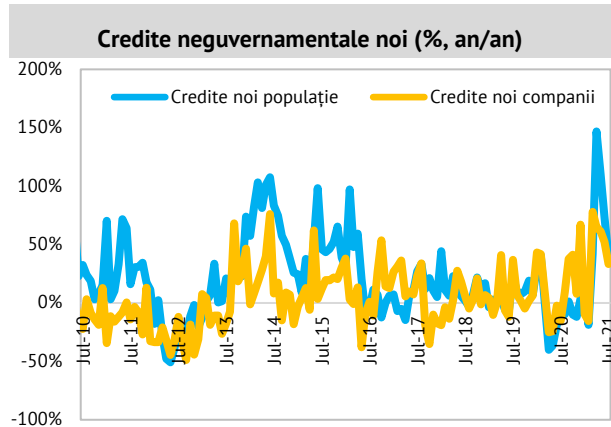
- În abordarea alternativă, creditul acordat populației a urcat cu 6,1% ytd la 159 miliarde RON în iulie: creditul de consum a crescut cu 4% ytd la 61,2 miliarde RON (cel mai ridicat nivel din iulie 2012), iar creditul pentru locuințe s-a majorat cu 7% ytd la 95,4 miliarde RON (nivel record).
- Totodată, soldul creditului direcționat companiilor a consemnat un avans de 11,4% ytd la 147,6 miliarde RON în iulie, evoluție susținută de intrarea economiei reale într-un nou ciclu, nivelul redus al costurilor reale de finanțare și perspectivele pozitive pentru investițiile productive în acest deceniu.
- La final de iulie ponderea creditului denominat în RON în totalul creditului neguvernamental s-a situat la 71,06%, în diminuare de la 71,13% în iunie.
- Conform datelor BNR în perioada ianuarie-iulie 2021 creditele noi acordate populației și companiilor au crescut cu ritmuri medii anuale de 46,7%, respectiv 36,8%, după cum se poate observa în primul grafic din partea dreaptă.

Depozite

- De asemenea, conform datelor publicate de banca centrală soldul depozitelor neguvernamentale a continuat tendința crescătoare în luna iulie, evoluție susținută de dinamica favorabilă a veniturilor populației și rezultatelor financiare ale companiilor la începutul ciclului post-pandemie.
- Astfel, soldul depozitelor neguvernamentale a crescut cu 1% lună/lună la 442,3 miliarde RON în iulie, nivel record.
- Se evidențiază majorarea soldului depozitelor în valută cu 1,9% lună/lună la 156,2 miliarde RON, evoluție influențată și de tendința de apreciere graduală pentru cursul EUR/RON: componentele populație și companii au urcat cu ritmuri lunare de 1% la 111,8 miliarde RON, respectiv 4,4% la 44,4 miliarde RON.
- De asemenea, soldul depozitelor denominate în RON a urcat cu 0,5% lună/lună la 286,1 miliarde RON în iulie: pe segmentele populație și companii s-au consemnat majorări cu ritmuri lunare de 0,6% la 158,7 miliarde RON, respectiv 0,3% la 127,4 miliarde RON.
- Dinamica anuală a depozitelor neguvernamentale a accelerat de la 14,7% în iunie la 15,3% în iulie: componentele RON și valută au urcat cu 16,4%, respectiv 13,3%.
- În abordarea alternativă, depozitele populației au crescut cu 5,4% ytd la 270,6 miliarde RON în iulie, evoluție determinată de nivelul ridicat al ratei de economisire și de majorarea veniturilor.
- Depozitele companiilor s-au majorat cu 4,7% ytd la 171,8 miliarde RON în iulie, în contextul dinamicii favorabile a rezultatelor la începutul unui nou ciclu economic.

Raportul credite-depozite

- Prin urmare, raportul credite-depozite a crescut de la 68,6% în iunie la 69,3% în iulie, cel mai ridicat nivel din septembrie 2020, după cum se poate observa în ultimul grafic din partea dreaptă.
- Evoluția a fost determinată, în principal, de creșterea înregistrată pe segmentul RON, cu 1,1 puncte procentuale lună/lună la 76,14% (maximul din martie 2020).
- De asemenea, la nivelul componentei valutare s-a consemnat un avans lunar de 0,2 puncte procentuale la 56,8%.
- În dinamică an/an raportul credite-depozite s-a ajustat cu 1,6 puncte procentuale în iulie, pe fondul declinului componentei valutare cu șase puncte procentuale an/an, parțial contrabalansat de creșterea înregistrată pe segmentul RON cu 0,6 puncte procentuale.



Sursa: BNR

Marjele de dobândă

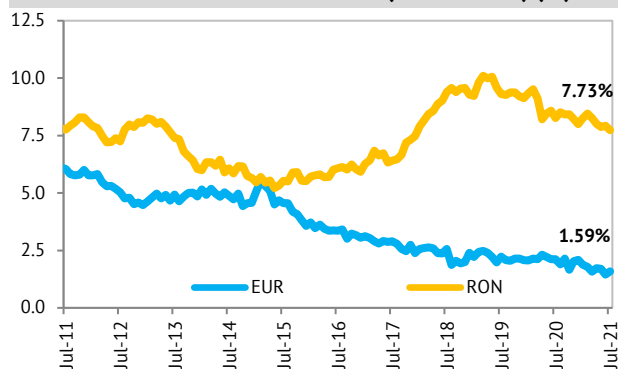
- Conform datelor publicate de banca centrală marjele nete de dobândă aplicate în sectorul bancar intern au consemnat scăderi generalizate în iulie, evoluție influențată de semnalele de politică monetară (mondiale, europene, regionale și interne), momentul favorabil din sfera piețelor financiare internaționale și excesul de lichiditate (evidențiat de diferențialul dintre depozitele neguvernamentale și creditul neguvernamental).
- La creditele-depozitele în sold în RON marja netă de dobândă a scăzut cu un ritm lunar de 13 puncte bază la 5,71 puncte procentuale în iulie, minimul din octombrie 2017. Evoluția a fost determinată de declinul ratei de dobândă la credite cu 16 puncte bază lună/lună la 7,59%, minimul din decembrie 2017. Rata de dobândă la depozite a scăzut cu două puncte bază lună/lună la 1,88%.
- Totodată, marja netă de dobândă s-a diminuat și la creditele-depozitele în sold în EUR în iulie, cu două puncte bază raportat la iunie la 1,63 puncte procentuale, nivel minim istoric. Rata de dobândă la credite s-a ajustat cu un punct bază la 1,70% (minim istoric), iar rata de dobândă la depozite s-a consolidat la 0,07%.
- Nu în ultimul rând, marja netă de dobândă la creditele-depozitele noi în RON a scăzut cu 28 puncte bază lună/lună la 6,27 puncte procentuale în iulie, minimul din decembrie 2020. Evoluția a fost determinată de declinul ratei de dobândă la credite cu un ritm lunar de 20 puncte bază la 7,73% (minimul din decembrie 2017) și de creșterea ratei de dobândă la depozite cu o dinamică lunară de nouă puncte bază la 1,47% (cel mai ridicat nivel din aprilie).
- Pe de altă parte, marja netă de dobândă pe segmentul credite-depozite noi în EUR a crescut cu 13 puncte bază lună/lună la 1,54 puncte procentuale în iulie, evoluție determinată de majorarea ratei de dobândă la credite cu un ritm lunar de 15 puncte bază la 1,59%. Rata de dobândă la depozite a urcat cu doar un punct bază lună/lună la 0,05%.
- Astfel, în perioada ianuarie-iulie 2021 marjele nete de dobândă au evoluat divergent la creditele-depozitele în RON: scădere cu 24 puncte bază ytd la cele în sold vs. creștere cu 31 puncte bază ytd la cele noi.
- Pe de altă parte, marjele nete de dobândă au scăzut la creditele-depozitele în EUR în intervalul ianuarie-iulie, cu 17 puncte bază ytd la cele în sold și cu 48 puncte bază ytd la cele noi.

- Considerăm că marjele nete de dobândă din sectorul bancar intern vor fi influențate de o serie de factori pe termen scurt: deciziile și perspectivele de politică monetară din SUA, Zona Euro și România; climatul macro-financiar internațional; mix-ul de politici economice pe plan intern.

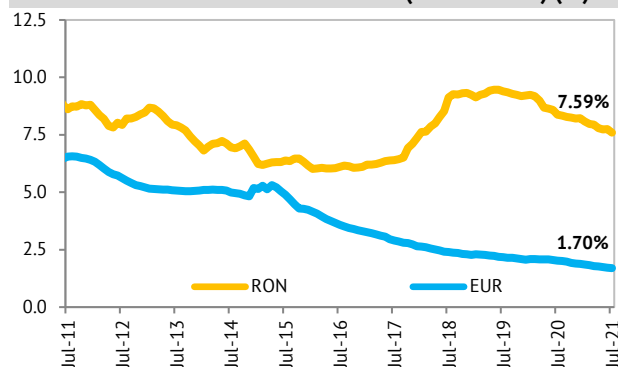
Rata creditelor neperformante

- Datele publicate de banca centrală indică și scăderea ratei creditelor neperformante pentru a treia lună consecutiv în iulie, cu 0,07 puncte procentuale lună/lună și cu 0,64 puncte procentuale an/an la 3,71%, cel mai redus nivel din 2009 până în prezent, după cum se poate observa în penultimul grafic alăturat.
- Această evoluție a fost susținută de redinamizarea economiei reale și nivelul redus al costurilor reale de finanțare (aspect evidențiat în ultimul grafic din dreapta), factori care au contrabalansat provocările din sferile mezzō și micro-economică asociate tranziției între două cicluri economice.
- La șapte luni din 2021 rata creditelor neperformante a înregistrat un nivel mediu de 3,88%, în diminuare cu 0,24 puncte procentuale an/an.
- În scenariul BNR pentru testele de stress rata creditelor neperformante s-ar putea majora la 9,2% la final de 2022, respectiv 9,9% la sfârșit de 2023.

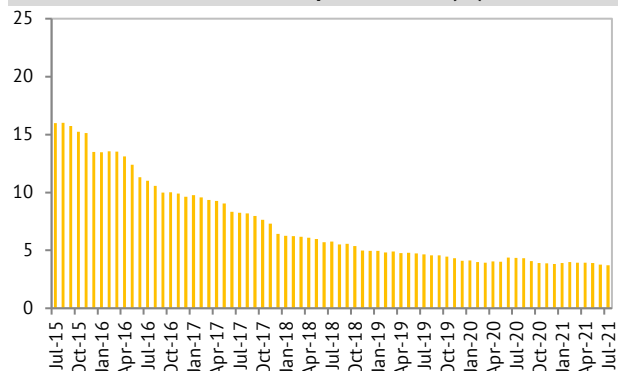
Rata de dobândă la creditele noi (RON vs. EUR) (%)



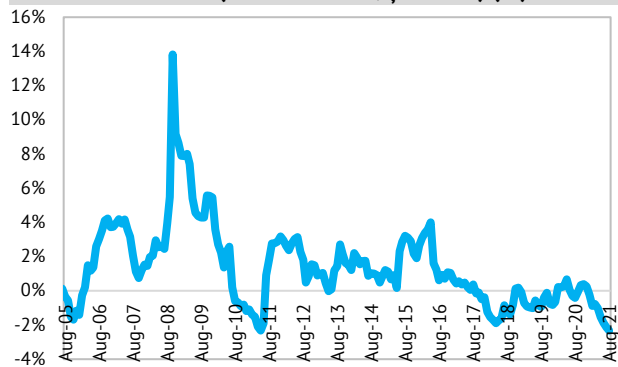
Rata de dobândă la creditele în sold (RON vs. EUR) (%)



Rata creditelor neperformante (%)



ROBOR real (medie trei luni, șase luni) (%)



Surse: BNR, prelucrări BT

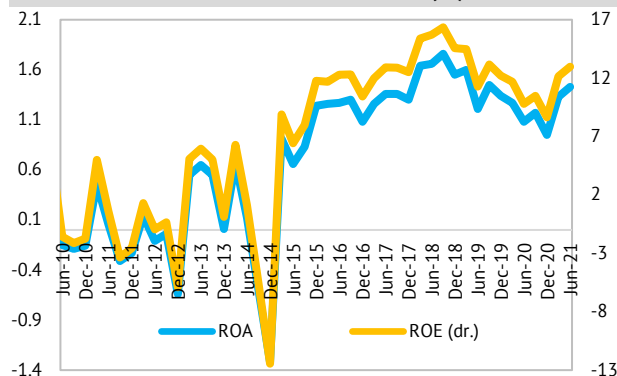
Sectorul bancar

- Conform statisticilor băncii centrale activele totale ale sectorului bancar intern au urcat cu 1,9% trimestru/trimestru, 13% an/an și 4,6% ytd la 585,9 miliarde RON în T2 (nivel record).
- Această evoluție a fost susținută de redinamizarea economiei reale și nivelul redus al costurilor reale de finanțare.
- Rezultatul financiar net agregat la nivelul sectorului bancar din România s-a majorat cu 48,2% an/an la 4,1 miliarde RON anualizat în semestrul I: indicatorii ROE (rentabilitatea capitalurilor proprii) și ROA (rentabilitatea activelor) la 12,98%, respectiv 1,43%, după cum se poate observa în graficul alăturat.
- Indicatorul de solvabilitate s-a diminuat de la 24,62% în T1 la 23,88% în T2, dar se menține la un nivel foarte ridicat (cu multe peste minimul recomandat).

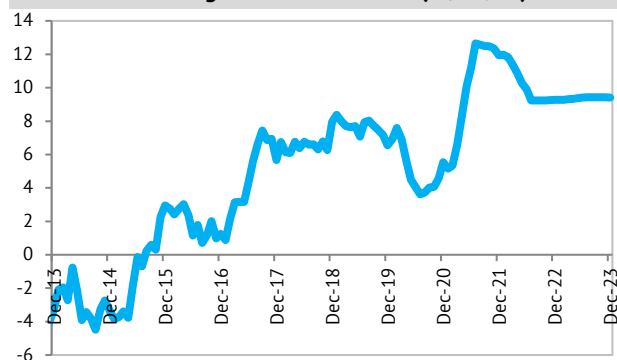
Perspective

- Am revizuit previziunile pe termen scurt și mediu pentru dinamica creditului neguvernamental și depozitelor neguvernamentale din România prin încorporarea datelor publicate de BNR la finalul lunii august și a celor mai recente evoluții ale indicatorilor macro-financiar.
- Conform prognozelor actualizate soldul creditului neguvernamental total ar putea crește cu un ritm mediu anual de 9,9% în perioada 2021-2023, evoluție susținută de o serie de factori: premisele favorabile pentru investiții productive și consum privat la începutul ciclului post-pandemie; nivelul redus al costurilor reale de finanțare; perspectiva implementării programelor Next Generation și cadrul financiar multianual 2021-2027, cu impact pozitiv pentru dinamica proceselor de creștere, dezvoltare și convergență în perioada post-pandemie.
- Pentru depozitele neguvernamentale previzionăm o majorare cu o dinamică medie anuală de 14,9% în intervalul 2021-2023, pe fondul perspectivei pozitive pentru veniturile populației și rezultatele financiare ale companiilor la începutul ciclului economic post-pandemie.
- Prin urmare, ne așteptăm la continuarea tendinței de scădere pentru raportul credite-depozite pe termen mediu, spre un nivel de 59,2% la final de 2023, aspect evidențiat în al treilea grafic din partea dreaptă.
- Atragem atenția cu privire la potențialul ridicat de dezvoltare pentru sectorul bancar din România, inclusiv din perspectiva analizei comparative cu țările din regiune, după cum se poate observa în ultimul grafic alăturat.
- Printre factorii de risc și provocările pentru sectorul bancar din România în perioada următoare se menționează: accelerarea creditării într-un context caracterizat prin menținerea la un nivel ridicat a calității portofoliilor de credit; persistența ratelor de dobândă la niveluri scăzute; consolidarea; implementarea cadrului ESG și Revoluției Digitale; evoluția crizei sanitare; climatul macro-financiar internațional, cu impact la nivelul percepției de risc investițional pe plan intern; mix-ul de politici economice din România; riscurile din sfera cibernetică; tensiunile geopolitice.

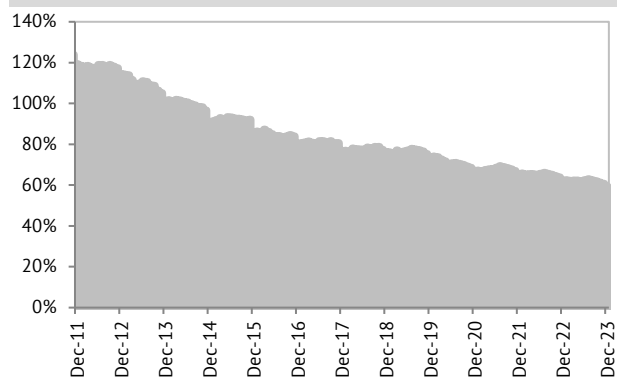
Indicatorii de rentabilitate (%)



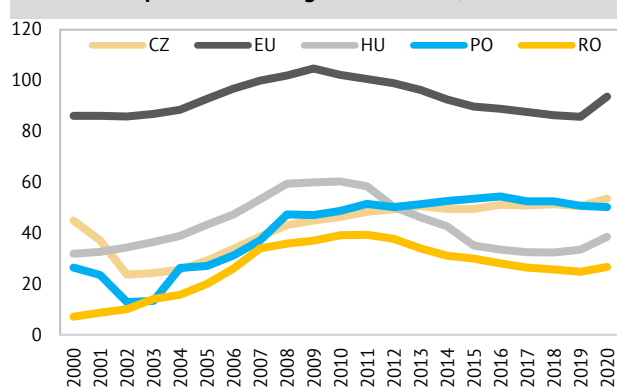
Creditul neguvernamental total (% an/an)



Raportul credite-depozite



Raportul credit neguvernamental/PIB



Surse: Banca Mondială, Banca Națională a României, BT

dr. Andrei Rădulescu

Director Analiză Macroeconomică, Banca Transilvania

research@bancatransilvania.ro

Acest raport este publicat în România de Banca Transilvania/subsidiarele sale, o instituție financiar-bancară ale cărei activități sunt reglementate și supravegheate consolidat de Banca Națională a României (BNR) și Autoritatea de Supraveghere Financiară (ASF). Rapoartele de analiză emise de Banca Transilvania și/sau subsidiarele sale au un caracter pur informativ, nefiind concepute/prevăzute cu scopul utilizării ca instrumente auxiliare în procesul de luare a deciziilor de investiții și nici cu scopul utilizării acestora în orice etapă apărării unor servicii sau activități de investiții. Orice persoană care înțelege să folosească aceste rapoarte de analiză în procesul de luare a deciziilor de investiții, precum și folosirea acestora în orice etapă a prestării unor servicii sau activități de investiții își asumă în mod expres toate riscurile aferente, Banca Transilvania neavând nici o obligație legală sau de orice altă natură față de persoana în discuție care ar deriva din publicarea acestor rapoarte de analiză. Cu alte cuvinte, analizele publicate de Banca Transilvania sau oricare dintre subsidiarele sale nu trebuie interpretate ca: a) Ofertă de vânzare/subscriere sau orice alt serviciu sau activitate de investiții cu privire la instrumente financiare menționate în rapoarte; b) Element de reclamă pentru instrumentele financiare menționate în rapoarte. Pentru a evita orice confuzie, persoanele care se abonează prin introducerea e-mailului pe [BT Research](#) în vederea abonării la aceste rapoarte nu sunt considerate ca fiind clienți ai Băncii Transilvania și/sau ai subsidiarelor sale, iar abonarea nu reprezintă un contract de orice natură (inclusiv de prestare de servicii financiare). În acest sens subliniem că Banca Transilvania și/sau subsidiarele sale nu solicită informații de natura datelor cu caracter personal de la persoanele menționate mai sus, în afara e-mail-ului care va fi folosit pentru comunicarea acestor rapoarte.

Informațiile care stau la baza acestor rapoarte au fost obținute din surse publice, considerate, în limita datelor disponibile publice, relevante și de încredere cum ar fi: institute de statistică, Bănci Centrale, agenții financiare & organizații interne și internaționale etc. Lista menționată nu este exhaustivă, Banca Transilvania având dreptul să modifice în orice moment și fără un preaviz prealabil sursele publice utilizate. Atragem însă atenția cu privire la faptul că acuratețea/corectitudinea acestor informații din surse publice nu poate fi verificată, atestată și/sau contestată de instituția noastră. Opiniile analitice exprimate în rapoarte reflectă punctul de vedere al analiștilor la momentul publicării, rezultat prin raționament independent cu metode analitice specifice. Rapoartele emise pot să nu coincidă cu poziția tuturor societăților din Grupul Financiar Banca Transilvania. Opiniile au fost exprimate cu bună-credință, fără omisiuni intenționate și în condiții limitate de acces la informații: a existat acces doar la datele și informațiile făcute publice de către organisme și organizații naționale și internaționale. Rapoartele de analiză nu conțin și/sau nu sunt fundamentate pe date care pot să fie considerate informații privilegiate în sensul legii aplicabile, Banca Transilvania respectând în totalitate cerințele legale privind gestiunea informației privilegiate și cele privind prevenirea abuzului de piață.

Atragem atenția cu privire la faptul că rapoartele de analiză prezente nu sunt servicii sau activități de investiții în sensul pachetului legislativ european Mifid II/Mifir, astfel încât subliniem că persoanele care folosesc informațiile din prezentele rapoarte nu beneficiază de protecția oferită de cadrul de reglementare menționat mai sus, fiind singurii răspunzători pentru orice potențial prejudiciu rezultat din utilizarea acestei informații. Rapoartele de analiză ale Băncii Transilvania sau ale subsidiarelor sale ar putea fi nepotrivite pentru unii investitori (în funcție de situația financiară, orizontul și obiectivele investiționale). Subliniem că rapoartele de analiză nu reprezintă recomandări individuale și/sau personalizate unei anumite persoane sau grup de persoane de orice natură. Aceste rapoarte nu au fost emise la solicitarea unei terțe părți față de Banca Transilvania și/sau în legătură cu realizarea uneia sau mai multor tranzacții cu instrumente financiare. Valoarea instrumentelor financiare la care se face referire în analizele elaborate fluctuează în timp, iar performanța trecută nu constituie sub nicio formă un indicator pentru performanța viitoare. Totodată, subliniem faptul că investițiilor le sunt asociate factori de risc, care nu sunt totalmente explicați în rapoarte. Altfel spus, Banca Transilvania și/sau subsidiarele sale sau orice colaborator nu sunt responsabili pentru niciun fel de pierdere directă și/sau potențială rezultată din utilizarea elementelor publicate în raport.

Rapoartele de analiză emise pot fi modificate oricând fără o notificare prealabilă, Banca Transilvania și/sau subsidiarele sale rezervându-și dreptul de a întrerupe publicarea fără aviz prealabil. Remunerația autorilor rapoartelor de analiză nu este în niciun fel influențată de opiniile exprimate în cadrul acestora. Banca Transilvania, angajații sau colaboratorii săi sau ai subsidiarelor sale pot avea expunere pe orice instrument financiar analizat în raport. Reproducerea totală sau parțială a acestui raport este permisă doar prin menționarea sursei.

Arhiva rapoartelor de analiză emise de Banca Transilvania/subsidiarele sale poate fi consultată accesând [BT Research](#).