

Акценти

- През второто тримесечие икономиката нарасна с 1.9% по сезонно изгладените данни от експресната оценка на НСИ, стойността е по-ниска от прогнозата на Райфайзен РИСЪРЧ за растеж от 2.4%.
- Растежът на износа с очаквано забавяне до 11.6%, въпреки това остава висок. Наблюдава се известно възстановяване на вътрешното търсене – експресните оценки показват, че потреблението е нараснало с 1%, а инвестициите в основен капитал – с 9.5%. Възможно е обаче данните за инвестициите да бъдат ревизирани надолу.
- Продължава поевтиняването на храните, нулева инфлация през юли задържа ценовото равнище по-ниско от очакваното.
- Заетостта през второто тримесечие на годината нараства бавно – само с 43 хил. души спрямо първото тримесечие. Това е най-слабото нарастване за второ тримесечие от 2003 г. насам, като изключим кризисната 2009 г.
- Безработицата остава сравнително висока през второто тримесечие – 11.2%, което продължава да рефлектира негативно върху доходите и потенциала за потребление.
- Бюджетният баланс към края на юли е отрицателен в размер на 1% от БВП. Изпълнението на бюджетната цел за 2.5% дефицит в края на годината изглежда напълно постижима.
- Фискалният резерв към края на юли е 4.9 млрд. лв. и приближава законовия минимум от 4.5 млрд. лв. Това предполага по-активно дългово финансиране в оставащите месеци до края на годината.
- Депозитите на домакинствата нарастват през юли с около 445 млн. лв., което може да се интерпретира като влошаване на очакванията за средата и връщане към натрупване на предпазни спестявания.
- Нетните чуждестранни активи на банките се подобряват с малко повече от 1 млрд. лв. за юли, след направените от тях депозити в чужбина за приблизително същата сума.
- И през юни излишък по текущата сметка – 164 млн. евро. За полугодията достигна 1.4% от БВП.
- Подобно на предходния месец и през юни бе реализиран изходящ финансов поток по портфейлни инвестиции (96 млн. евро), с което финансовата сметка бе с дефицит от 80 млн. евро.
- През юни размерът на нетните преки инвестиции в страната отново бе минимален (20 млн. евро), а с натрупване от началото на годината той остана отрицателен.

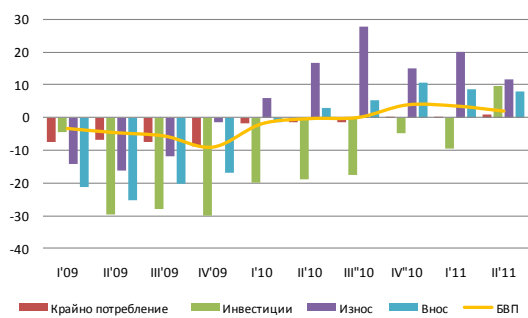
Анализатори:

Калоян Ганев, д-р ик.
Главен икономист
kaloyan.ganev@raiffeisen.bg

Христиана Видинова
Старши анализатор
hristiana.vidinova@raiffeisen.bg

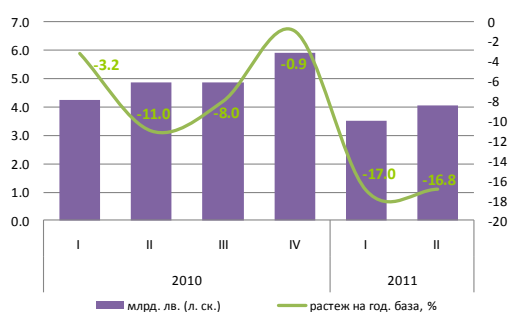
Растеж от 1.9% през второ тримесечие Стойността е малко под очакванията

Фигура 1: БВП по компоненти на крайното използване (реален растеж на год. база, %)



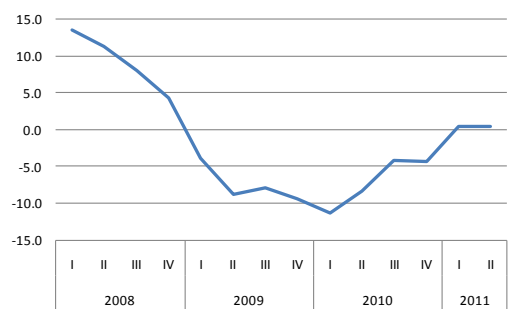
Източник: НСИ

Фигура 2: Разходи за ДМА (текущи цени)



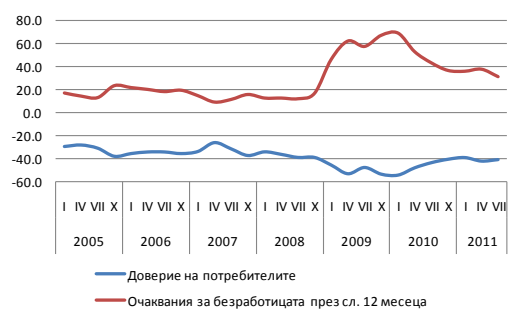
Източник: НСИ

Фигура 3: Търговия на дребно по съпоставими цени (растеж на год. база, %)



Източник: НСИ

Фигура 4: Наблюдение на потребителите (индекс)



Източник: НСИ

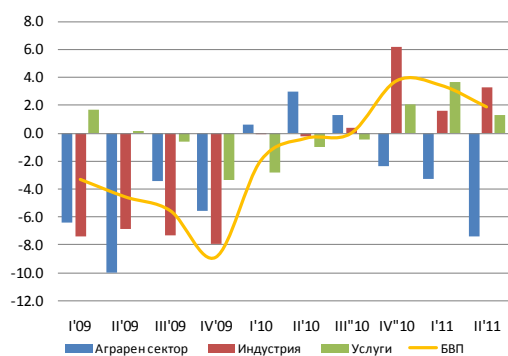
За периода април-юни 2011 г. БВП нарасна с 1.9% спрямо същия период на 2010 г., при прогнозиран от Райфайзен РИСЪРЧ 2.4%. Налице е известно забавяне спрямо предходните две тримесечия, когато растежът на БВП на годишна база надхвърли 3%. Сред основните причини за пониския растеж на БВП е забавянето на нарастването на износа през второто тримесечие – от 20.1% на годишна база за първите три месеца на 2011 г. той намалю до 11.6%. Забавянето на растежа на износа към трети страни бе по-значително от това на износа към страни от Европейския съюз. По-слабата динамика на износа беше очаквана с оглед на изчерпването на ефектите от възстановяването от рецесията и към настоящия момент не следва да се интерпретира като влошаване в развитието му.

С положителен принос към нарастването на БВП бяха вътрешното търсене и по-специално инвестициите. При инвестициите в основен капитал растежът бе 9.5% на годишна база. Този процент надхвърли очаквания, като същевременно е и най-високият от регистрираните темпове на нарастване на инвестициите на годишна база по тримесечия от началото на 2009 г. насам. С публикуване на отчетните данни е възможна по-сериозна ревизия по отношение на динамиката на този показател. Данните за направените разходи за инвестиции в дълготрайни материални активи също показват продължаващо влошаване на инвестиционната дейност в страната. През второ тримесечие размерът им беше със 17% по-малък спрямо година по-рано.

През изминалото тримесечие индивидуалното потребление беше по-високо с 1.1% от това година по-рано и с 1% спрямо това от първото тримесечие на 2011 г. Търговията на дребно, чиято динамика е свързана с тази на потреблението, също отбеляза реален растеж, сходен на този за периода януари-март – 0.4%. Търговията на дребно с компютърна и комуникационна техника и други потребителски стоки, търговията на дребно с фармацевтични и медицински стоки, козметика и тоалетни принадлежности и търговия на дребно в специализирани магазини с хранителни стоки, напитки и тютюневи изделия отбелязаха ускорение на реалния растеж на оборотите през второ тримесечие на годината.

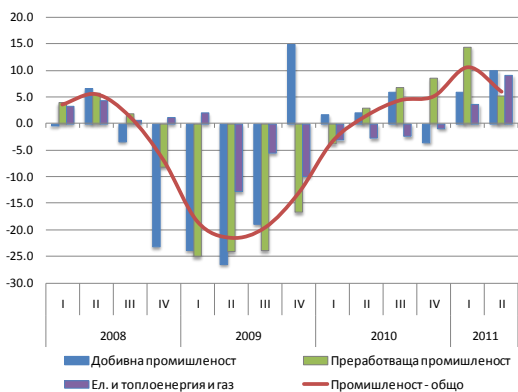
За последната една година доверието на потребителите се стабилизира на ниво близко до това през 2008 г. Към юли 2011 г. очакванията за безработица през следващите 12 месеца, които силно влияят на потреблението, се подобриха спрямо предходното наблюдение и спрямо предходната година. Положителна динамика на пазара на труда ще даде импулс на потребителските разходи, но засега такава не се наблюдава.

Фигура 5: Брутна добавена стойност по отрасли (реален растеж на год. база, %)



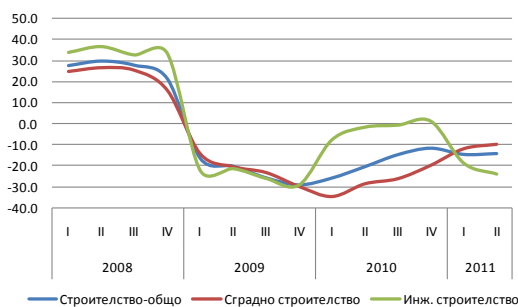
Източник: НСИ

Фигура 6: Промислено производство (растеж на годишна база, %)



Източник: НСИ, Райфайзен РИСЪРЧ

Фигура 7: Строителна продукция (растеж на годишна база, %)



Източник: НСИ, Райфайзен РИСЪРЧ

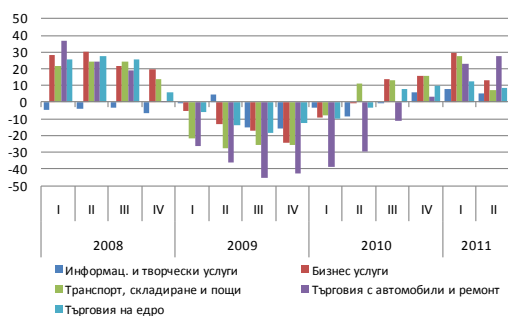
На фона на развитието на вътрешното търсене, вносът на стоки и услуги през второто тримесечие се увеличи с 2.4% спрямо предходното и с 7.9% спрямо същия период на миналата година. По текущи цени нетният износ за тримесечието бе отрицателен в сравнение с положителните стойности от предходните три месеца, което е индикатор за известно влошаване на търговския баланс. С ускоряване на възстановяването на вътрешното търсене се очаква търговският дефицит да продължи да нараства спрямо рекордно ниските стойности, които бележеше през последните тримесечия.

От страна на предлагането, темпът на растеж на брутната добавена стойност (БДС) за периода април-юни бе 1.2% на годишна база – стойност, близка до тези от предходните две тримесечия. Индустрията бе с най-значителен положителен принос към нарастването на БДС, като компенсира част от спада в аграрния сектор и забавянето на растежа при услугите.

През второто тримесечие на 2011 г. БДС в индустриалния сектор отбеляза повишение от 3.3% спрямо същия период на 2010 г., ускорявайки се спрямо първото тримесечие, когато повишението бе 1.6%. Промисленото производство се увеличи с 6% спрямо година по-рано. За разлика от предходните три месеца, през които растежът на годишна база на добивната промишленост бе по-малък от този на преработващата (5.9% срещу 14.5%), през периода април-юни по-голям растеж отбеляза добивната промишленост – с 10%, а преработващата нарасна с 5.3%. Добивът на въглища се увеличи с 55.5% спрямо нивото от преди една година. Производството на основни метали, производството на лекарствени вещества и продукти и производството и разпределението на електрическа и топлоенергия и газ също отбелязаха ускорение на растежа на годишна база, като към края на тримесечието той възлезе на 9.6%, 12.2% и 9.2% съответно за трите отрасли. Спад на темпа на нарастване пък бе отбелязан при производството на дървен материал и изделия от него без мебели и при производството на хартия, картон и изделия от хартия и картон.

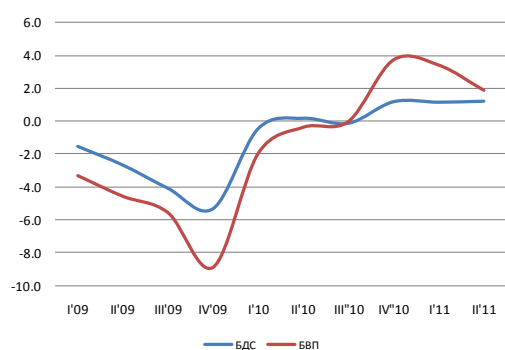
Негативната тенденция на спад в строителството продължава. Темпът на намаление на годишна база остана почти непроменен спрямо предходното тримесечие – 14.4%, като спадът бе по-голям при инженерното отколкото при сградното строителство, съответно 24.1% и 9.7%. През второто тримесечие на годината издадените разрешителни за нови сгради по разгърнатата застроена площ намаляха със 17.2% спрямо същия период на 2010 г. За сравнение, през първото тримесечие бе налице увеличение от 18.1%, но за това влияние оказа и по-ниската база от първото тримесечие на 2010 г.

Фигура 8: Оборот в услугите (растеж на год. база, %)



Източник: НСИ

Фигура 9: БВП и БДС (реален растеж на год. база, %)



Източник: НСИ

БДС в сектора на услугите отбеляза растеж спрямо година по-рано от 1.3% и намаление спрямо предходното тримесечие от 1.2%. За сравнение, през първото тримесечие на 2011 г. увеличението на добавената стойност при услугите бе 3.6% на годишна база.

Голямо е забавянето на растежа на оборота при транспорт, складиране и пощи, където увеличението през второто тримесечие на тази година спрямо същия период на 2010 г. бе 7.3%, докато за първото тримесечие то бе 27.3%. Спад на годишна база отбелязаха водният и въздушният транспорт. Бизнес услугите също нараснаха на годишна база със значително по-малък процент (13.1%) в сравнение с този от предходните три месеца (29.8%). Сред тях архитектурните и инженерни дейности, технически изпитвания и анализи намаляха с 6.3% спрямо година по-рано, което съответства на спада в строителството. При информационните и творчески услуги годишният темп на нарастване се сви от 7.9% през първото до 5.5% през второто тримесечие. Единствено търговията с автомобили и ремонт отбеляза ускорение на растежа спрямо предходната година от 27.7% при 22.7% през първото тримесечие. Във връзка със забавянето при останалите подсектори все пак трябва да се има предвид и по-ниската база от първото тримесечие на 2010 г. в сравнение с тази от второто.

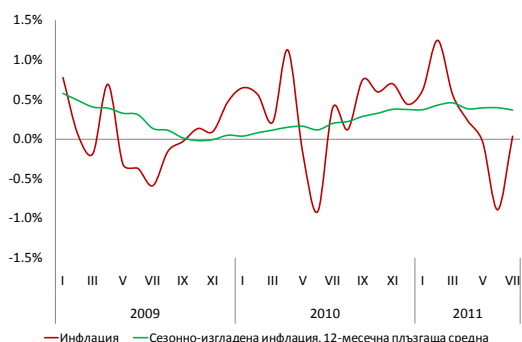
През второто тримесечие оборотът в сектор хотелиерство и ресторантьорство нарасна номинално с 10% на годишна база, с което тенденцията за положителен растеж от началото на годината продължава. През юни пътуванията на чужденци в България с цел туризъм нараснаха със сходен темп – около 9% спрямо година по-рано. Въпреки това, броят на туристите остана под този от юни 2008 г., основно поради спад на пътуващите от ЕС със 115 хил. души. Ето защо, очакванията за рекордно силен туристическия сезон не се оправдават в неговото начало.

Корективите (данъци минус субсидии върху продуктите) продължиха да се възстановяват. Те отбелязаха растеж от 5.9% на годишна база и допринесоха за нарастването на БВП през второ тримесечие.

Без движения в ценовото равнище през юли

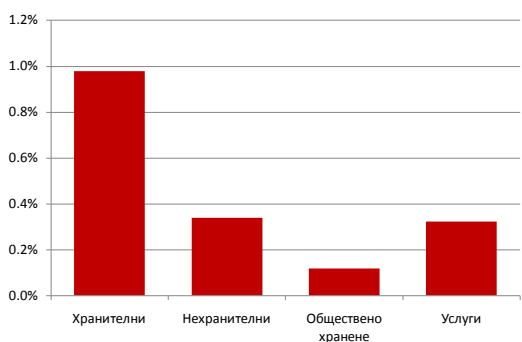
Спадът в цените на храните продължава

Фигура 10: Инфлация спрямо предходния месец (%)



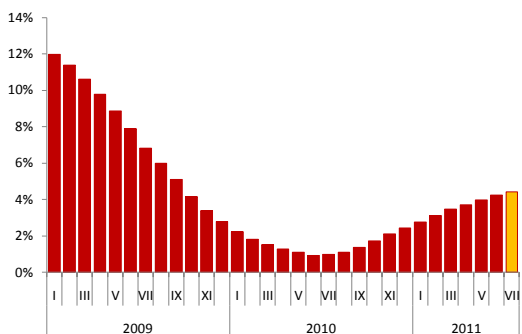
Източник: НСИ, Райфайзен РИСЪРЧ

Фигура 11: Приноси към инфлацията от началото на годината (пр. п.)



Източник: НСИ, Райфайзен РИСЪРЧ

Фигура 12: Средногодишна инфлация (%)



Източник: НСИ, Райфайзен РИСЪРЧ

Публикуваните от НСИ данни за националния индекс на потребителските цени показаха, че ценовото равнище в страната е останало непроменено спрямо месец юни – инфлацията на месечна база е 0%. Ценовото развитие е донякъде изненадващо с оглед на наблюдаваната през минали години динамика, както и с оглед на повишението на някои административни цени от 1 юли 2011 г. В резултат на това, отчетената стойност беше значително по-ниска от нашата прогноза, направена месец по-рано.

Цените на хранителните продукти и безалкохолните напитки продължиха да спадат, като на месечна база намалението е с 0.9%. Като цяло групата на храните допринесе с -0.3 пр. п. за месечния темп на инфлация. С най-силен спад бяха цените на зеленчуците – 8.1% спрямо юни. Цените на плодовете намаляха с 2.9%.

При нехранителните стоки нарастването на цените беше с 0.2%, като най-отчетливо беше поскъпването при течните горива – с 3.1%. Месечното поскъпване при общественото хранене беше 0.3%, а при услугите – 1.1%.

С отчетните данни за юли, натрупаната от началото на годината инфлация възлиза на 1.8%. Приносът на храните към тази стойност е 1 пр. п., на нехранителните стоки и услугите е по 0.3 пр. п., а на общественото хранене – 0.1 пр. п.

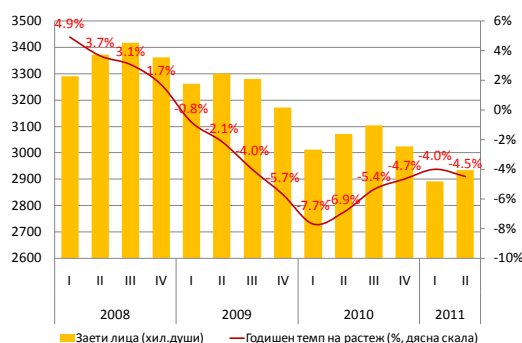
Спрямо същия месец на предходната година инфлацията се понижи до 4.4%, поради по-високата база от миналата година. Същевременно, средногодишната инфлация се повиши до 4.4% (с 0.1 пр. п. по-ниско от прогнозираната).

По хармонизирания индекс на потребителските цени (ХИПЦ) инфлацията е 0.4% спрямо юни. Натрупаната спрямо края на декември 2010 г. инфлация е 1.5%, а средногодишната инфлация за последните 12 месеца е 3.8%.

За август очакваме инфлация в размер на 0.3% на месечна база (по националния индекс). Съответно, очакваната инфлация на годишна база за месеца е 4.7%, а средногодишната – 4.6%.

Слабо нарастване на заетостта през Второто тримесечие Безработицата остава сравнително висока

Фигура 13: Заети лица



Източник: НСИ, Райфайзен РИСЪРЧ

През второто тримесечие на 2011 г. броят на заетите лица се е увеличил с около 43 хил. души спрямо първото тримесечие на годината. Основната причина за тази динамика на заетостта са типично сезонни фактори, свързани с активизирането на селскостопанската работа, а така също и с началото на летния туристически сезон. Стойността на увеличението на заетостта кореспондира единствено с данните за същия период на 2009 г. (около 37 хил. души), като през всички останали години нарастванията са значително по-високи. Данните потвърждават продължаващата стагнация на пазара на труда, която съответства и на развитието на потреблението в икономиката.

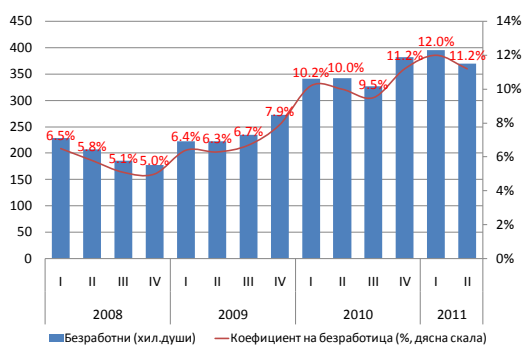
На годишна база заетостта е със 138 хил. души по-ниска, което представлява значително влошаване на показателя спрямо второто тримесечие на 2010 г.

Нарастването на заетостта спрямо първото тримесечие на 2011 г. е приблизително по равно разпределено между мъжете и жените (съответно около 21 и 22 хил. души). На годишна база обаче спадът на заетостта при мъжете е два пъти по-голям от този при жените – съответно 92 и 46 хил. души.

По възрастови групи, най-голямо е нарастването на заетостта на тримесечна база при възрастовата група 45-54 г. – с около 45 хил. души. Младежката заетост (за лицата на възраст 15-24 г.) се е увеличила с около 13 хил. души, което принципно може да се разглежда като положителен елемент от пазарната динамика, но следва да се изчакат още няколко тримесечия, за да може да се говори за устойчивост на процеса. Малко по-малко е увеличението на заетостта за възрастовата група 25-34 г. – 11 хил. души, с около 5 хил. души се увеличава броят на заетите в групата 55-64 г. Негативно е развитието обаче при две от възрастовите групи – в групата 35-44 г. заетите са намалели с 45 хил. души, а в групата 65 и повече години – с 3 хил. души.

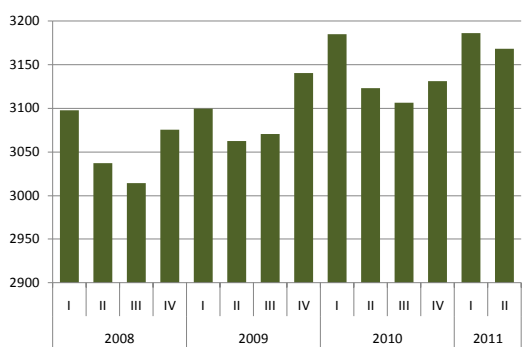
Коефициентът на обща заетост е бил 45.3% за групата 15 и повече навършени години, а за групата от 15 до 64 г. стойността му достига 58.2%. И двата коефициента на заетост са едни от най-ниските в ЕС и практически следва да се разглеждат като основният проблем на пазара на труда (дори преди този с безработицата), тъй като, заедно с коефициентите на безработица, представляват важни индикатори за склонността на населението в трудоспособна възраст да се включва в процеса на търсене на работа.

Фигура 14: Безработица



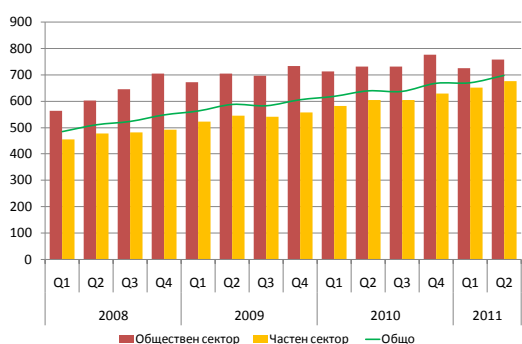
Източник: НСИ, Райфайзен РИСЪРЧ

Фигура 15: Лица извън работната сила (хил. души)



Източник: НСИ, Райфайзен РИСЪРЧ

Фигура 16: Средна работна заплата (лв.)



Източник: НСИ, Райфайзен РИСЪРЧ

Броят на безработните през второто тримесечие на 2011 г. е 370 хил. души, с около 26 хил. души по-малко спрямо първото тримесечие. На годишна база той се е увеличил с около 28 хил. души.

Коефициентът на безработица достига 11.2% за лицата на възраст 15 и повече години, а за групата 15-64 г. той е 11.3%. На фона на отчетените коефициенти на безработица в другите страни на ЕС, този за България е сравнително висок, но все пак остава значително по-нисък от този в страни като Испания, Латвия и Литва.

Лицата в трудоспособна възраст, но извън работната сила (т.е. лица, които не са заети, но същевременно не търсят активно работа, поради което не се отчитат и като безработни), са намалели на тримесечна база с около 18 хил. души през второто тримесечие на 2011 г. Броят им достига 3.17 млн. души за възрастовата група 15 и повече години (включват се и пенсионерите) и 1.7 млн. души за възрастовата група 15-64 г.

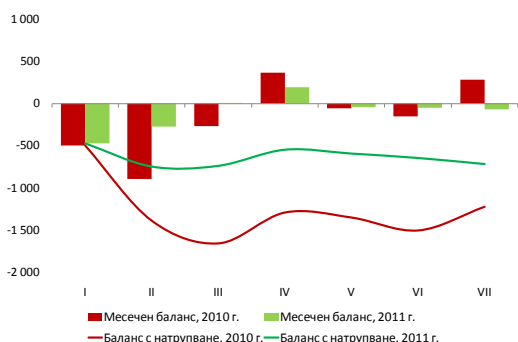
На годишна база обаче броят на лицата извън работната сила е нараснал с 45 хил. души за възрастовата група 15 и повече години и с 46 хил. души за възрастовата група 15-64 г., като последното е индикатор за увеличаването със същото число на броя на обезкуражените лица, отпаднали от работната сила поради липса на перспектива за намиране на работа.

През второто тримесечие на текущата година средната работна заплата за страната достига 699 лв. Спрямо края на юни 2010 г. тя е нараснала с 59 лв. (9.2%), а спрямо първото тримесечие на 2011 г. – с 28 лв. (4.2%). В обществения сектор нарастването на заплатите на годишна база е с 3.8%, а на тримесечна – 4%. В частния сектор съответните темпове на растеж са 11.9% и 4.0%.

Най-висока продължава да бъде средната заплата в отрасъла „Създаване и разпространение на информация и творчески продукти; далекосъобщения“ – 1547 лв., следвана от заплатата в „Производство и разпределение на електрическа и топлинна енергия и на газообразни горива“ с 1461 лв. Отрасъл „Финансови и застрахователни дейности“ се нарежда на трето място с 1429 лв.

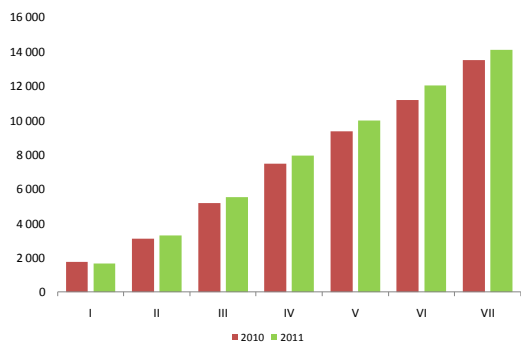
Бюджетният дефицит е 1% от БВП за първите седем месеца Фискалният резерв се доближава до законовия минимум

Фигура 17: Касово салдо на консолидирания бюджет (млн. лв.)



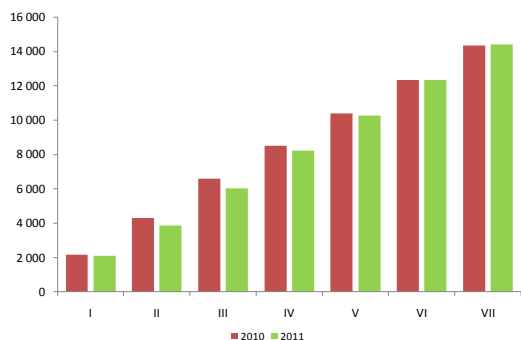
Източник: Министерство на финансите

Фигура 18: Приходи с натрупване (млн. лв.)



Източник: Министерство на финансите

Фигура 19: Разходи с натрупване (млн. лв.)



Източник: Министерство на финансите

През месец юли 2011 г. регистрираният бюджетен дефицит е в размер на 70.8 млн. лв. (52.2 млн. лв. през юни). Салдото се формира от излишък в размер на 2.6 млн. лв. по националния бюджет и дефицит, възлизащ на 73.7 млн. лв., по европейските средства. С това натрупаният от началото на годината дефицит достига 720.5 млн. лв. (1% от прогнозния БВП). За периода януари-юли 2011 г. спрямо януари-юли 2010 г. подобрението на бюджетния баланс е с 510.4 млн. лв. (регистрираният кумулативен дефицит към края на юли 2010 г. е 1.2 млрд. лв.)

Изпълнението на бюджета е съгласно планираната фискална цел за дефицит от 2.5% от БВП в края на годината. Към момента не съществуват фактори, които да поставят под риск постигането на тази цел.

Приходите и помощите за първите седем месеца на годината възлязоха на 14.1 млрд. лв. Спрямо аналогичния период на миналата година те са се увеличили с 604.9 млн. лв. (4.5%). Данъчните приходи са нараснали с 1.2 млрд. лв. на годишна база (11.2%), а неданъчните са намалели с 68 млн. лв. (3.1%). Помощите са с 491.1 млн. лв. (или 49.7%) по-ниски спрямо резултатите към миналия юли.

Специално за приходите от ДДС следва да се отбележи, че нарастването им спрямо миналата година се дължи на приходите от ДДС по внос от трети страни, които нарастват с 332.3 млн. лв. (21.1%), докато приходите от сделки в страната и вътрешно-общностни придобивания (т.е. внос от страни-членки на ЕС) нарастват с едва 41.5 млн. лв. (2.8%).

На месечна база приходите са 2.1 млрд. лв., като спрямо юни са нараснали с 34.3 млн. лв. (1.7%). Нивото на данъчните приходи остава почти непроменено на месечна база (нарастване от 13.5 млн. лв. или 0.8%) – 1.7 млрд. лв., при неданъчните приходи растежът е с 45.6 млн. лв. (18.6%) до ниво от 290.3 млн. лв., а приходите от помощи спадат с 24.8 млн. лв. (19.8%) до 100.3 млн. лв.

Бюджетните разходи с натрупване към края на юли нарастват за пръв път на годишна база (с 84.9 млн. лв., или 0.6%), след като през първите шест месеца на годината темповете на изменение бяха отрицателни, като достигат 14.4 млрд. лв. От всички компоненти на разходите, намаление отбелязват само заплатите и капиталовите разходи. Първите се свиват с 49 млн. лв. (2.1%) спрямо края на юли 2010 г., а вторите намаляват с 250.1 млн. лв. (17.1%). Социалните и здравно-осигурителните вноски на заетите в общественния сектор се увеличават с 27 млн. лв. (4.8%). Текущата издръжка е нараснала с 43.7 млн. лв. (1.9%), лихвените плащания – с 25.7 млн. лв. (или 6.2%, главно поради увеличението на вътрешния дълг), социалните разходи – с 224.9 млн. лв.

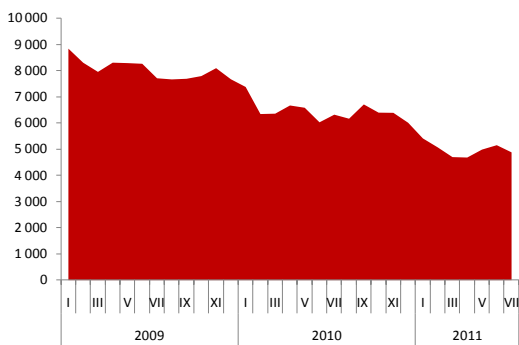
(3.5%, главно поради увеличената безработица), а субсидиите – с 62.8 млн. лв. (7.3%).

Изплатената част от вноската на Република България към общия бюджет на ЕС възлиза на 422.2 млн. лв., като на годишна база тя се е увеличила с 9.6 млн. лв. (2.3%), поради по-високия номинален брутен национален доход, заложен в бюджета.

Само за месец юли разходите на бюджета са 2.1 млрд. лв., като спрямо юни са нараснали с 36 млн. лв. (1.7%). Най-значително е нарастването на лихвените разходи, които за месеца достигат 104.2 млн. лв. – с 83.9 млн. лв. (413.4%) повече спрямо предходния месец. Лихвените разходи са приблизително по равно разпределени между плащания по външния и по вътрешния дълг. Разходите за заплати са се увеличили с 9.4 млн. лв. (2.9%) до 334.5 млн. лв., социалните и здравно-осигурителните вноски – с 4 млн. лв. (4.7%) до 88.3 млн. лв., а социалните разходи – с 20.6 млн. лв. (2.3%) до 936.9 млн. лв. Регистрирани са спадове в разходите за текуща издръжка – с 36.7 млн. лв. (10.4%) до 314.8 млн. лв., в субсидиите – с 12.5 млн. лв. (9.5%) до 118.9 млн. лв. и в капиталовите разходи – с 32.8 млн. лв. (14.3%) до 196.3 млн. лв.

Към края на месец юли размерът на фискалния резерв е 4.9 млрд. лв. На годишна база той е намалял с 1.4 млрд. лв. (22.8%), а спрямо края на юни – с 273.8 млн. лв. (5.3%). С това нивото на фискалния резерв е само с около 400 млн. лв. над законово установения минимум, който следва да бъде постигнат в края на 2011 г. При това положение реализирането на заложената в бюджета фискална цел за дефицит от 2.5% предполага по-активно дългово финансиране през втората половина на годината.

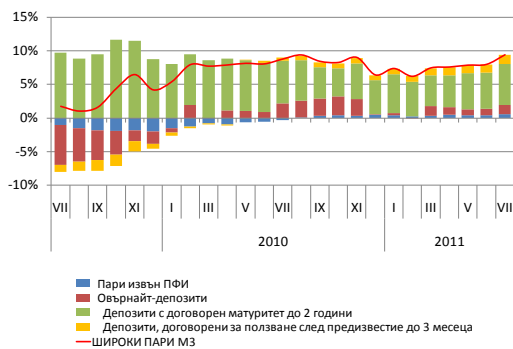
Фигура 20: Фискален резерв (млн. лв.)



Източник: Министерство на финансите

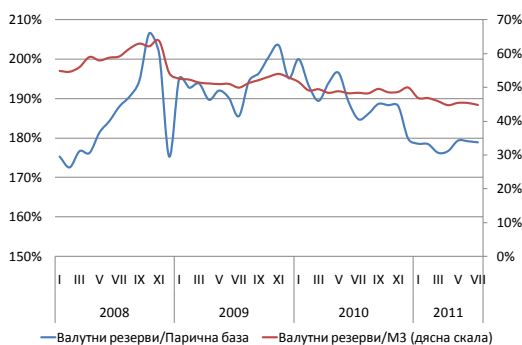
Депозитите на гражданите и фирмите с голямо нарастване Банките депозират излишната си ликвидност зад граница

Фигура 21: Приноси към растежа на МЗ (пр.п.)



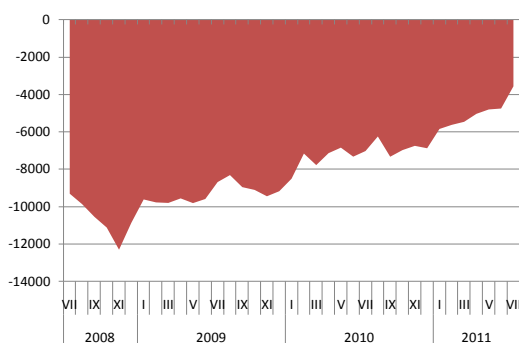
Източник: БНБ, Райфайзен РИСЪРЧ

Фигура 22: Покритие на паричната база и МЗ с валутни резерви (%)



Източник: БНБ, Райфайзен РИСЪРЧ

Фигура 23: Нетни чуждестранни активи на банките (млн. лв.)



Източник: БНБ, Райфайзен РИСЪРЧ

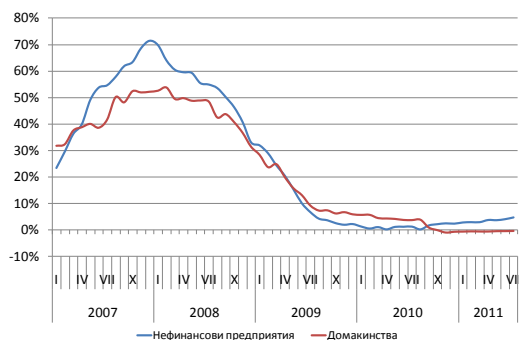
Темпът на нарастване на паричното предлагане, измерено чрез агрегата МЗ, се ускори през юли до 9.4% на годишна база (8% през юни). Това е най-високият темп на растеж, наблюдаван от август 2010 г. до момента. С най-голям принос за нарастването му бяха депозитите с договорен матуритет до 2 г. (6.1 пр. п.), които се увеличиха с 11.2%. На следващо място с принос от по 1.4 пр. п. се наредиха овърнйт депозитите и депозитите, договорени за ползване с предизвестие до 3 м., които нараснаха съответно с 6% и 16.6%. Приносът на парите извън банките остана в рамките на исторически наблюдаваните стойности – 0.5 пр. п., като темпът им на нарастване беше 3.9% на годишна база.

На месечна база нарастването на МЗ беше с 2.6% (0.9% през юни). Най-голямо беше нарастването на депозитите с договорен матуритет до 2 г. – с 520.6 млн. лв. (1.8%), следвани от овърнйт депозитите – с 505.9 млн. лв. (4.3%), и парите извън банките – с 300 млн. лв. (с 3.7%).

Към 29 юли 2011 г. валутните резерви на страната възлязоха на 12.5 млрд. евро. На месечна база те са се увеличили със 160.7 млн. евро, а на годишна – със 151.5 млн. евро. Месечното нарастване на активите на Управление „Емисионно“ е свързано с нарастването на депозита на Управление „Банково“ (със 141.8 млн. евро) и на банкнотите и монетите в обращение (със 147.3 млн. евро). През същия месец е регистрирано намаление на депозита на правителството с 62.2 млн. евро и на задълженията към банките с 49.9 млн. евро. Покритието на паричната база с резерви достигна 178.9% при 179.2% месец по-рано (изискването за стабилност на валутния борд е за минимум 100% покритие). Покритието на МЗ с резерви намалня минимално до 44.8% (45.4% в края на юни).

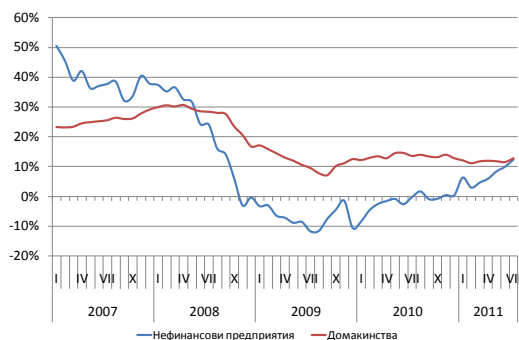
През юли нетните чуждестранни активи на банките се подобриха на годишна база с 3.5 млрд. лв. На чуждестранните активи се дължат 2.9 млрд. лв. от това подобрене, а на чуждестранните пасиви – 512.9 млн. лв. От своя страна, нарастването на чуждестранните активи се дължи почти изцяло на нарастването на депозитите (с 2.7 млрд. лв.). При пасивите изменението се обяснява основно с намаление на депозитите на нерезиденти с 634.7 млн. лв. и увеличение на репо сделките със 110 млн. лв. На месечна база подобрието на нетните чуждестранни активи е също значително – с 1.2 млрд. лв. Чуждестранните активи са нараснали с 1 млрд. лв., като отново причината са направени депозити от страна на местните банки в чужбина за приблизително същата сума. Същевременно чуждестранните пасиви са намалели със 138.9 млн. лв. поради намаляване на депозитите на нерезиденти със 107.9 млн. лв., на репо сделките с 25.3 млн. лв. и на ценните книжа

Фигура 24: Кредити (годишен темп на изменение, %)



Източник: БНБ, Райфайзен РИСЪРЧ

Фигура 25: Депозити (годишен темп на изменение, %)



Източник: БНБ, Райфайзен РИСЪРЧ

с 5.8 млн. лв.

Кредитите за нефинансовите предприятия отбелязаха нарастване през юли с 216.2 млн. лв. на месечна база (168.2 млн. лв. беше това нарастване през юни). Годишният темп на нарастване на кредитите се ускори до 4.8%, при 4.1% през юни. Кредитът за домакинствата и НТООД намалѐ с 2.2 млн. лв., след като през предходния месец отбеляза нарастване с 33.4 млн. лв. На годишна база показателят също отбеляза спад – с 0.5% (при спад от 0.6% през юни). Потребителските кредити нараснаха за месеца с 5.6 млн. лв. (27 млн. лв. нарастване през юни), а жилищните кредити нараснаха с 12.8 млн. лв. (23.8 млн. лв. през юни). Като цяло потребителското и ипотечното кредитиране на домакинствата следва плътно динамиката на тяхното финансово състояние, което от своя страна се определя от развитието на доходите и заетостта в икономиката. Въпреки че от една месечна стойност е твърде рано да се правят обобщаващи изводи, движенията на показателите в посока забавяне могат да бъдат интерпретирани като наличие на допълнителни финансови проблеми у домакинствата.

Последното се потвърждава и от динамиката на техните лоши и реструктурирани кредити. През юли те са нараснали с още 67.7 млн. лв. и достигат 3.3 млрд. лв. или 17.5% от всичките им кредитни задължения към банките.¹ При нефинансовите предприятия нарастването на лошите и реструктурираните кредити на месечна база е с 271.5 млн. лв., като достигат общата сума от 5.3 млрд. лв., или 16.3% от кредитните им задължения към банките.²

Депозитите на нефинансовите предприятия са се увеличили през последния месец с 487.4 млн. лв. спрямо юни 2011 г. Това е най-голямото месечно нарастване на показателя от края на 2008 г. насам, когато показателят се увеличи с 1.1 млрд. лв. Годишният му темп на нарастване се ускори до 12.5%, при 10% месец по-рано. При домакинствата също е отчетено сравнително високо нарастване – с 444.5 млн. лв. на месечна база (185.5 млн. лв. през юни), като за последно по-висока стойност е наблюдавана през декември 2010 г. – 744 млн. лв. Годишният темп на нарастване на този показател също се ускори от 11.5% през юни до 12.8% през юли.

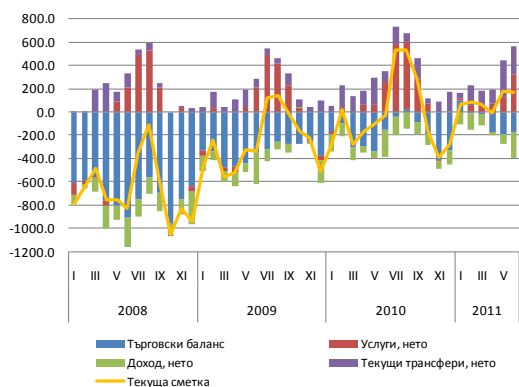
Докато нарастването на депозитите на компаниите може евентуално да се обясни с подобряване на приходите им, предимно от износ, то нарастването на депозитите на домакинствата по-скоро се дължи на влошени очаквания за средата, съответно натрупване на предпазни спестявания.

¹ Ако от изчислението бъде изключен овърдрафтът, то процентът на лошите и реструктурираните кредити се изчислява на 19.2%.

² 22.7% при изключване на овърдрафта от изчисленията.

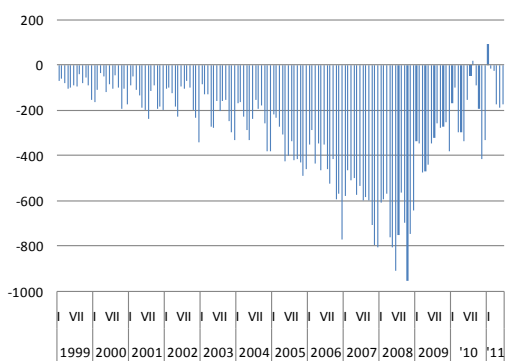
Излишък по текущата сметка от 1.4% от БВП за полугодieto Нетните преки инвестиции останаха под нулата

Фигура 26: Текуща сметка (млн. евро)



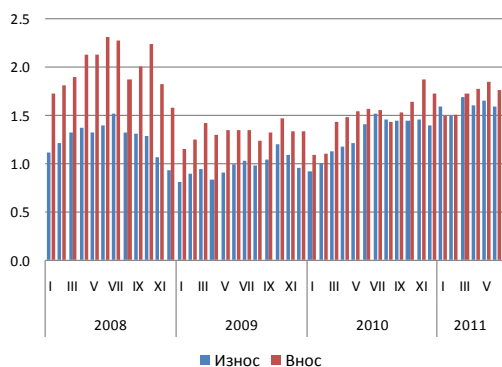
Източник: БНБ

Фигура 27: Търговски баланс (млн. евро)



Източник: БНБ

Фигура 28: Износ и внос на стоки (млрд. евро)



Източник: БНБ

Наблюдаваната от началото на годината тенденция на положителни стойности по текущата сметка се запази и през юни. Отчетен бе излишък от 164.1 млн. евро, близък до този от предходния месец (174.8 млн. евро). За сравнение, през юни 2010 г. бе отчетен дефицит от 30.5 млн. евро. Балансът с натрупване от януари до юни 2011 г. възлезе на 541.9 млн. евро при -862.5 млн. евро от същия период на 2010 г. Като процент от прогнозирания за 2011 г. БВП, натрупаният излишък за първата половина на годината е 1.4%. Прогнозата на Райфайзен РИСЪРЧ е балансът по текущата сметка към края на 2011 г. да достигне 2% от БВП на страната.

От началото на годината търговският баланс се покачваше на годишна база, спомагайки за подобрението на текущата сметка. През юни обаче бе отчетен отрицателен търговски баланс от 175 млн. евро, което представлява нарастване от 12.8% на дефицита спрямо юни 2010 г. Влошаването на търговското салдо е свързано с възстановяването на вътрешното търсене. На фона на периода преди рецесията, търговският дефицит остава в относително малък размер.

За първото полугодие на тази година износът на стоки нарасна с 40% на годишна база, а при вноса увеличението бе с 23%. През юни обаче годишният растеж на износа се забави спрямо предходните месеци и се равняваше на 12.7% (при 36.7% през май). Тази динамика бе очаквана с оглед на достигнатите високи обеми на износ към средата на 2010 г. През следващите месеци тенденцията на забавяне на износа се очаква да продължи.

Динамиката на вноса остава умерена. През юни годишният растеж на вноса на стоки се ограничи до 12.7% на годишна база спрямо 19.3% през май.

В периода януари-май 2011 г. най-висок номинален растеж на износа на годишна база се наблюдаваше при суровините за производство на храни, транспортните средства, енергийните ресурси и петролните продукти. Стоките с най-голямо номинално нарастване на вноса за същия период бяха цветните метали, въглищата и маслата.

Нетният износ на услуги и текущите трансфери имаха положителен принос към излишъка по текущата сметка. През юни салдото на услугите се равняваше на 319.3 млн. евро в сравнение със 127.1 млн. евро през май. На годишна база увеличението бе от 23%, а натрупаният от януари до юни баланс по статията услуги бе със 70% по-висок от този за същия период на миналата година.

Вносът на услуги спадна със 17.6% на годишна база, като той беше най-съществен при компютърните и ИТ услуги. На годишна база растежът на износа на услуги се забави до 1.5% през юни от 5.9% месец по-рано. Значителен бе спадът при строителните услуги – 86.6% спрямо юни 2010 г. На месечна база имаше очаквано нарастване на износа на услуги, като той скочи от 373.4 млн. евро през май до 558.4 млн. евро през юни в следствие на увеличаването на пътуванията на чужденци в началото на летния туристически сезон.

През юни нетните текущи трансфери бяха 243.2 млн. евро, като очаквано бяха възстановени средства от страна на Европейския съюз, чиято нетна стойност възлезе на 104 млн. евро. Нетните частни трансфери останаха непроменени спрямо юни 2010 г. – 74.4 млн. евро.

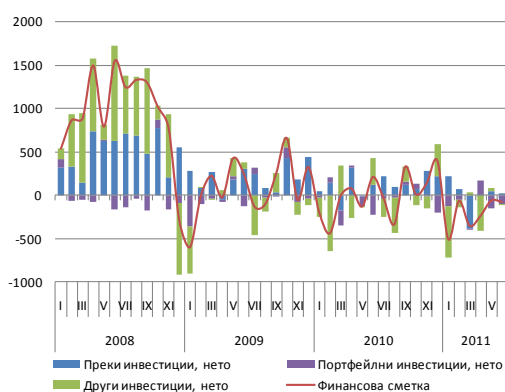
През юни доходната сметка имаше голям отрицателен принос за баланса по текущата сметка, което е типично за този месец на годината. Нетният изходящ поток по дохода нарасна от -81.7 млн. евро през май до -223.5 млн. евро през юни, но остана сравнително непроменен на годишна база. Това се дължи основно на изходящ поток по дохода от преките инвестиции – 233.4 млн. евро през юни.

През юни 2011 г. капиталовата сметка възлезе на 44.8 млн. евро, като стойността месец по-рано бе 2 млн. евро. По финансовата сметка отново бе отчетен дефицит – 78.8 млн. евро.

За разлика от 2010 г. и първите четири месеца на 2011 г., когато в основата на изходящите финансови потоци от страната беше сметката на инвестициите, различни от преки и портфейлни, през май балансът ѝ бе положителен, а през юни се запази близо до нулата (-1.1 млн. евро). През юни изходящите и входящите потоци на валута и депозити се неутрализираха. За първи път от началото на годината бе отчетена положителна стойност на инвестициите във валута и депозити от страна на нерезиденти – 190.7 млн. евро. От друга страна, банките продължиха да увеличават чуждестранните си активи по тази статия (със 172.4 млн. евро) и така нетно при валута и депозити имаше входящ поток от 18.3 млн. евро. От аналитичната отчетност на банките за юли е ясно обаче, че процесът на подобряване на нетните чуждестранни активи по статията валута и депозити не е преустановен.

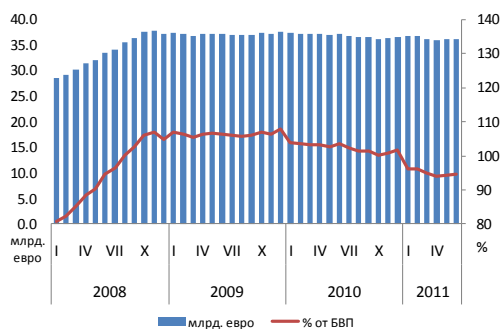
През юни за втори пореден месец бе налице нетен изходящ поток по линия на портфейлните инвестиции (95.6 млн. евро), който бе с основния принос за отрицателната финансова сметка. През юни банките и фирми от частния сектор направиха инвестициите в инструменти на чуждестранните парични пазари в размер на 67.9 млн. евро и в облигации – 13.3 млн. евро.

Фигура 29: Финансова сметка (млн. евро)



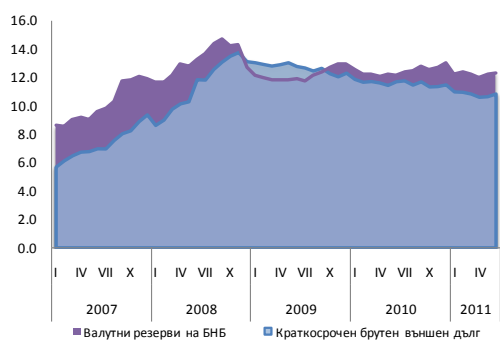
Източник: БНБ

Фигура 30: Брутен външен дълг (млрд. евро, % от БВП)



Източник: БНБ, НСИ, Райфайзен РИСЪРЧ

Фигура 31: Валутни резерви на БНБ спрямо краткосрочен БВД (млрд. евро)



Източник: БНБ

През юни нетните преки инвестиции останаха малки по размер – 19.7 млн. евро, докато година по-рано стойността им бе 120.7 млн. евро. Кумулативната им стойност от началото на годината остана отрицателна (-23.6 млн. евро), значително изоставайки спрямо очакванията. За сравнение, през първото полугодие на 2010 г. нетните преки чуждестранни инвестиции в страната бяха на стойност 443.4 млн. евро. Липсата на приток на ПЧИ оказва задържащо влияние върху възстановяването на инвестиционната дейност в страната.

При баланс на текущата, капиталовата и финансова сметка за юни, равен на 130 млн. евро и нетни грешки и пропуски от 0.8 млн. евро, общият платежен баланс възлезе на 130.9 млн. евро, с което число се увеличиха и резервните активи на БНБ.

В резултат на поетите чуждестранни задължения от страна на банките брутният външен дълг на страната отбеляза нарастване – 78.5 млн. евро, с което достигна 36.2 млрд. евро, или 94.7% от прогнозирания годишен БВП.

През юни валутните резерви на БНБ нараснаха от 12.2 млрд. евро през май до 12.3 млрд. евро през юни. Поради покачването на краткосрочните чуждестранни задължения покритието им с валутни резерви се сви до 113.6%, спрямо 114.8% през май. Съотношението обаче остана високо в сравнение със стойностите, отчитани през почти целия период от 2008 г. насам.

Влошаването на очакванията за външната икономическа среда доведе до актуализация на прогнозата за развитието на българската икономика през 2011-2012 г.

През август Standard&Poor's понижи кредитният рейтинг на САЩ от AAA до AA+, поради неустойчивата динамика на държавния дълг на страната. Това, в комбинацията с несправянето с дълговата криза в Еврозоната, доведе до силни сътресения на финансовите пазари. Последните данни за икономическата активност за големите световни икономики останаха разочароващи. По експресните оценки, актуализираният икономически растеж в САЩ е 1.3% към второ тримесечие на 2011 г. От друга страна, данните за растежа за изминалите зимни месеци претърпяха отрицателна корекция. Експресните оценки за икономическия растеж в Еврозоната също бяха по-слаби от очакванията – Германия отбеляза нарастване от едва 0.1% спрямо първо тримесечие на 2011 г., а икономическата активност във Франция остана непроменена на тримесечна база.

В резултат на това, прогнозата за икономическия растеж на САЩ бе понижена от 2.7% за 2011 и 2012 г. съответно до 1.7 и 2.0%. По отношение на Еврозоната, очакванията за растежа бяха ревизирани от 2.0 и 1.7% за 2011 и 2012 г. до 1.6 и 1.1%.

Забавянето на световната икономическа активност и по-специално на тази на основните търговски партньори на България (като напр. Германия), се очаква да доведе до по-слабо външно търсене на стоки и услуги, произведени в страната. Към настоящия момент вътрешното търсене остава слабо и не може да се очаква да компенсира влошаване на динамиката на износа.

За 2011 г. прогнозата за основните макроикономически показатели остава непроменена, тъй като се очаква забавянето в Еврозоната да се отрази със закъснение върху българската икономика. Предвижда се БВП да се увеличи с 2.5%, износет на стоки и услуги – с 10%. В резултат на липсата на нетни входящи преки инвестиции в страната за периода януари-юни, годишната прогноза за нетните ПЧИ бе понижена до 642 млн. евро. Съответно очакванията за брутно капиталобразуване в икономиката също бе ревизирана.

Слабото външно търсене се очаква да доведе до забавяне на нарастването на износа до 3.6% през 2012 г. (при очаквания за растеж от 6% в предишната прогноза). Същевременно, динамиката на вътрешното търсене се предвижда да остане сходна на тази през 2011 г., спрямо очаквания за ускоряване на възстановяването преди актуализацията. Подобряване на пазара на труда също не се очаква да се случи през 2012 г., като прогнозата е безработицата да остане на ниво от около 11%.

Таблица 1: Сравнение на прогнозите

	2011		2012	
	стара прогноза	нова прогноза	стара прогноза	нова прогноза
Външна среда:				
САЩ (реален растеж на БВП, %)	2.7	1.7	2.7	2.0
Еврозона (реален растеж на БВП, %)	2.0	1.6	1.7	1.1
Прогноза за България:				
БВП (реален растеж, %)	2.5	2.5	4.0	2.5
Номинален БВП (млрд. евро)	38.6	38.2	41.3	40.0
Потребление (реален растеж, %)	1.0	0.7	3.7	1.2
Инвестиции в основен капитал (реален растеж, %)	3.9	2.3	6.0	3.1
Износ на стоки и услуги (реален растеж, %)	9.7	10.0	6.0	3.6
Внос на стоки и услуги (реален растеж, %)	8.4	7.5	6.4	2.5
Инфлация (средногодишна, %)	4.2	4.2	3.3	3.1
Инфлация (в края на годината, %)	3.6	3.6	2.6	2.6
Средна месечна брутна работна заплата (лева)	683	692	708	720
Средна месечна брутна работна заплата (растеж, %)	5.4	6.9	3.8	4.0
Заети (НРС, хил. души, средногодишно)	3026	2949	3083	2964
Заети (НРС, средногодишно, % нарастване)	-0.9	-3.4	1.9	0.5
Коефициент на безработица (средногодишно, %)	10.6	11.3	9.7	11.0
Бюджетен баланс (% от БВП)	-2.6	-2.6	-2.1	-2.2
Публичен дълг (% от БВП)	15.5	15.0	18.1	18.9
Текуща сметка (млн. евро)	372	759	281	1095
Текуща сметка (% от БВП)	1.0	2.0	0.7	2.7
Нетни преки чуждестранни инвестиции (млн. евро)	1582	642	1671	776
Нетни преки чуждестранни инвестиции (% от БВП)	4.1	1.7	4.0	1.9

Източник: Райфайзен РИСЪРЧ

	2007	2008	2009	2010	2011e	2012f
БВП (реален растеж, %)	6.4	6.2	-5.5	0.2	2.5	2.5
Номинален БВП (млрд. евро)	30.8	35.4	34.9	36.0	38.2	40.0
Номинален БВП на глава от населението (евро)	4028	4658	4618	4801	5228	5504
Номинален БВП на глава от населението (евро по ППС)	10000	10900	10400	10600	11150	11693
Индивидуално потребление (реален растеж, %)	8.3	3.0	-7.6	-0.6	0.5	1.2
Колективно потребление (реален растеж, %)	-1.6	-1.5	-4.9	-5.0	2.3	1.2
Инвестиции в основен капитал (реален растеж, %)	11.8	23.4	-17.6	-16.5	2.3	3.1
Износ на стоки и услуги (реален растеж, %)	6.1	3.0	-11.2	16.2	10.0	3.6
Внос на стоки и услуги (реален растеж, %)	9.6	4.2	-21.0	4.5	7.5	2.5
Индустриално производство (растеж, %)	9.6	0.7	-18.3	2.0	5.5	2.0
Цени на производител, средногодишни (растеж, %)	7.7	11.1	-6.2	8.5	12.0	7.5
Потребителски цени, средногодишни (растеж, %)	8.4	12.3	2.8	2.4	4.2	3.1
Потребителски цени в края на годината (растеж, %)	12.5	7.8	0.6	4.5	3.6	2.6
Средна месечна брутна работна заплата (лева)	431	545	609	647	692	720
Средна месечна брутна работна заплата (растеж, %)	19.5	26.5	11.8	6.3	6.9	4.0
Средна месечна брутна работна заплата (евро)	220	279	311	331	354	368
Средна брутна работна заплата в промишлеността (растеж, %)	18.4	24.3	9.7	10.5	8.1	4.1
Заети (НРС, хил. души, средногодишно)	3253	3361	3254	3053	2949	2964
Заети (НРС, средногодишно, % нарастване)	4.6	3.3	-3.2	-6.2	-3.4	0.5
Коефициент на безработица (средногодишно, %)	6.9	6.3	6.8	10.2	11.3	11.0
Бюджетен баланс (% от БВП)	3.3	2.9	-0.8	-3.9	-2.6	-2.2
Публичен дълг (% от БВП)	17.1	13.6	14.3	14.9	15.0	18.9
Износ на стоки (млн. евро)	13512	15204	11699	15588	19010	18513
Внос на стоки (млн. евро)	20757	23801	15873	18001	20951	20395
Търговски баланс (млн. евро)	-7245	-8597	-4173	-2413	-1941	-1882
Текуща сметка (млн. евро)	-7755	-8162	-3118	-356	759	1095
Текуща сметка (% от БВП)	-25.2	-23.0	-8.9	-1.0	2.0	2.7
Нетни преки чуждестранни инвестиции (млн. евро)	8341	6212	2498	1459	642	776
Нетни преки чуждестранни инвестиции (% от БВП)	28.7	17.5	7.2	4.0	1.7	1.9
Валутни резерви на БНБ (млрд. евро)	11.9	12.7	12.9	13.0	12.9	15.8
Валутни резерви на БНБ (% от БВП)	38.8	35.9	37.0	36.1	33.8	39.6
Брутен външен дълг (млрд. евро)	29.0	37.2	37.7	36.7	35.7	36.5
Брутен външен дълг (% от БВП)	94.2	104.9	108.0	101.8	93.3	91.1
EUR/BGN (в края на годината)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96
EUR/BGN (средногодишно)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96
USD/BGN(в края на годината)	1.34	1.41	1.37	1.46	1.35	1.56
USD/BGN (средногодишно)	1.43	1.33	1.40	1.47	1.40	1.38
EUR/USD (в края на годината)	1.46	1.39	1.43	1.34	1.45	1.25
EUR/USD (средногодишно)	1.37	1.47	1.39	1.33	1.40	1.42
Основен лихвен процент (средногодишно)	3.9	5.2	2.0	0.2	0.2	0.5
Тримесечен Sofibid (средногодишно, %)	4.4	5.9	4.1	2.3	2.0	2.4
Доходност по 10-годишни ДЦК (средногодишно, %)	4.5	5.4	7.2	5.9	5.4	5.1
Кредитен рейтинг по дългосрочен дълг в чужда валута	Текущ	Перспектива				Коментар
S&P	BBB	стабилна				-
Moody's	Вaa2	стабилна				Рейтингът бе повишен през юли
Fitch	BBB-	положителна				Перспективата бе повишена през май

Източник: Райфайзен РИСЪРЧ

Настоящият документ не представлява предложение или покана за записване или покупка на финансови инструменти, и нито настоящият документ, нито нещо от тук приложеното е основание за сключване на договор или обвързване с какъвто и да е било друг ангажимент. Този документ е изпратен на Ваше внимание само и единствено с информационна цел и не може да бъде възпроизвеждан или препращан на трети лица. Всяко решение за инвестиция във финансови инструменти на съответно дружество трябва да бъде взето на базата предложение изпратено до няколко лица или проспект, одобрени от това дружество, а не на основание този документ. Raiffeisen Bank International AG (RBI) може да е извършила сделка за собствена сметка във всякакъв вид инвестиции, споменати в този документ или свързани с тях инвестиции и/или може да има открита позиция или да притежава такива инвестиции, в резултат от сделка. RBI може да е действала или да действа като водещ мениджър или като комениджър при публичното предлагане на всякакви ценни книжа, споменати в този доклад или свързани с тях книжа. Настоящата информация се базира на източници, включително годишно отчети и други материали, които може да са били поставени на разположение от лицето субект на този доклад. RBI счита предоставената информация за надеждна, но липсват изявления от страна на лицето във връзка с нейната точност, прецизност и пълнота. Освен ако друго не е споменато, всякакви мнения (включително изявления и прогнози) са само и единствено такива на RBI и са предмет на промяна без уведомяване. Инвеститорите в развиващите се пазари е необходимо да са наясно, че рискът свързан с приключването на сделките и съхранението на финансови инструменти може да бъде по-висок отколкото този на пазарите, с отдавна изградена инфраструктура и че ликвидността на борсата може да бъде повлияна от маркетмейкърите, които поради тази причина могат да въздействат върху сигурността на всяка инвестиция, направена в резултат на информация съдържаща се в този документ. Специални разпоредби за Република Австрия: Този документ не представлява нито публично предлагане, нито проспект по смисъла на Kapitalmarktgesetz ("KMG") или Borsegesetz. Освен това, целта на този документ не е препоръка за покупка или продажба на ценни книжа или инвестиции по смисъла на Wertpapieraufsichtsgesetz. Този документ не замества необходимостта от консултация, при покупката или продажбата на ценни книжа или инвестиции. За всякаква информация свързана с покупка или продажба на ценни книжа или други инвестиции, моля обърнете се към Райфайзенбанк. За особеностите на специалното законодателство на Великобритания, Северна Ирландия и Джърси /Островите на Ламанша/: RBI. Тази публикация е одобрена или изготвена от Raiffeisen Bank International AG с цел на популяризиране нейния инвестиционен бизнес. RBI London Branch е одобрен от австрийския пазарен регулатор (FSA) и е предмет на ограничена регулация от страна на британския финансов надзор (FSA). Подробна информация, свързана със степента на регулация упражнявана върху RBI London Branch от страна на FSA може да ви бъде предоставена при поискване. Тази публикация не е предназначена за инвеститори, които са физически лица по смисъла на разпоредбите на британския финансов надзор /FSA/ и следователно не трябва да им бъде предоставяна. Нито информацията, нито мненията изразени тук не представляват и не могат да бъдат считани за предложение или покана за отправяне на предложение за покупка /или продажба/ на всякакъв вид инвестиции. RBI може да е извършила сделка за собствена сметка по смисъла на разпоредбите на британския финансов надзор (FSA) във всякакъв вид инвестиции, споменати в този документ или свързани с тях инвестиции и или може да има открита позиция или да притежава такива инвестиции, в резултат от сделката. RBI може да е действала или да действа като водещ мениджър или като комениджър при публичното предлагане на всякакви ценни книжа, споменати в този доклад или свързани с тях книжа. Маркетинговия офис на RBI на остров Джърси не е под надзора на Комисията за финансови услуги на Джърси, тъй като не извършва никакви финансови услуги на територията на остров Джърси по смисъла на Заковете за финансови услуги от 1998г. /FSJL/. Специални регулации за САЩ и Канада: Този документ или негово копие не може да бъде изнасяно, предавано или разпространявано в САЩ и Канада или притежавани от тях територии и не може да бъде разпространяван между жителите на двете страни по друг начин освен чрез американска брокерска къща. Всяко неспазване на тези ограничения може да представлява нарушение на законите за ценни книжа на САЩ и Канада. Подробно описание на ограничената отговорност и разкриване на информация във връзка с Раздел 48f от Закона за фондовата борса: <http://www.raiffeisenresearch.at>