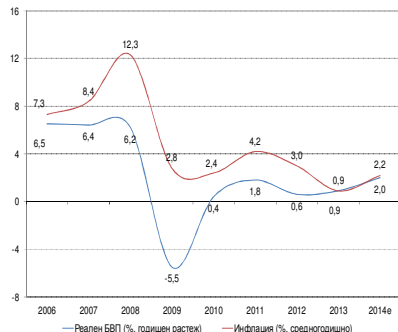
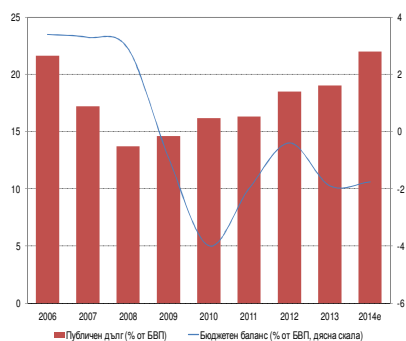


Реален БВП и инфлация



Източник: НСИ, Райфайзен РИСЪРЧ

Публичен дълг и бюджетен баланс



Източник: НСИ, Райфайзен РИСЪРЧ

Анализатори:

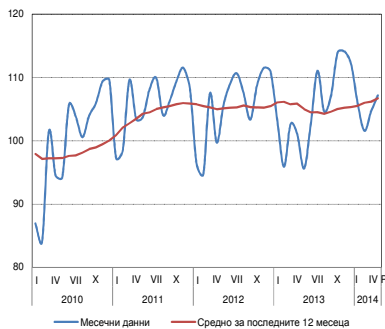
Емил Калчев, д-р ик.
emil.kalchev@raiffeisen.bg

Martin Stelzeneder
martin.stelzeneder@rbinternational.com

- Към април индустриалното производство расте за осми пореден месец на годишна база, докато строителството и вътрешната търговия спадат.
- Бюджетът отчита слаба събираемост на ДДС при внос. Тенденцията за задлъжняване на правителството се засилва.
- Текущата сметка на платежния баланс премина в отрицателната област - положителните баланси на услугите и трансферите не можаха да компенсират отрицателния търговски баланс. Нетните преки чуждестранни инвестиции (ПЧИ) бяха положителни, но незначителни по размер.
- Покритието на паричната база с валутни резерви беше солидно. Валутният борд остава стабилен.
- Увеличава се кредитирането за четвърти пореден месец. Депозитите в банковата система продължават тенденцията на растеж.

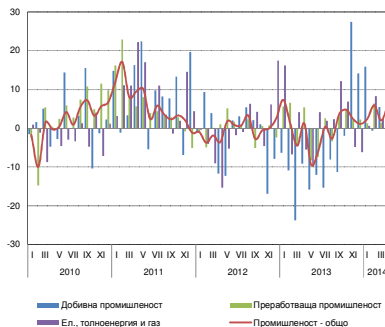
Българска народна банка (БНБ) реши да остави Корпоративна търговска банка (КТБ) и дъщерната ѝ Кредит Агрикол България под специален надзор до 23 септември. Независими одитори установиха липса на части от досиета в КТБ на кредитен портфейл от 3.4 млрд. лв. (5.4 млрд. лв. е целият портфейл). Този кредитен портфейл показва силна връзка между кредитополучателите и основния акционер на банката. Проверка на квесторите пък разкри, че 205 млн. лв. са били изтеглени в полза на основния акционер. Поради съмнения за криминални действия случаят предаден на прокуратурата. БНБ реши, че в тази ситуация не КТБ, а дъщерната ѝ Кредит Агрикол, ще бъде одържавена, като "добрите" активи и пасиви на КТБ ще преминат към нея. Като платежоспособна държавна банка тя ще бъде финансирана от Държавния фонд за гарантиране на влоговете, бюджета и БНБ. БНБ предлага всички депозити на граждани и фирми да бъдат гарантирани, с изключение на свързаните с мажоритарния акционер. Този план изисква нов закон, предвиждащ пълна гаранция по депозитите. Тази част от плана на БНБ все още не е приета от парламентарните партии. БНБ предприе стъпки по кандидатстване на България за членство в Единния надзорен механизъм на ЕС. Така България би била първата държава извън Еврозоната, доброволен член на Единния надзорен механизъм, което би било положителен сигнал за дългосрочната стабилност на банковата система.

Индекс на индустриалното производство



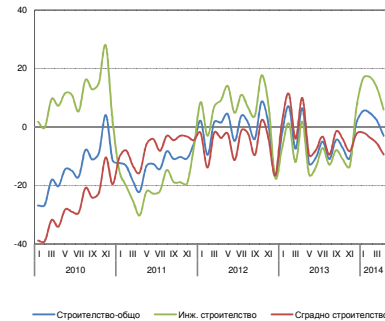
Източник: НСИ, Райфайзен РИСЪРЧ

Индустриално производство по компоненти (% годишен темп)



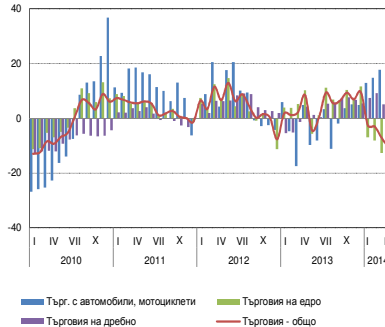
Източник: НСИ, Райфайзен РИСЪРЧ

Строителство по компоненти (% годишен темп)



Източник: НСИ, Райфайзен РИСЪРЧ

Вътрешна търговия по компоненти (% годишен темп)



Източник: НСИ, Райфайзен РИСЪРЧ

Ръст в индустрията, спад в строителството и търговията

През април месечният индекс на индустриалното производство продължи да нараства, след като през февруари преодоля спада от ноември м.г. Незначително се повиши и средната стойност на индекса за последните дванадесет месеца в съответствие с тенденция на много слаб растеж от август м.г. насам. Тази тенденция определено показва възстановяване от кризата, смущаващо е обаче твърде бавното ѝ развитие във времето.

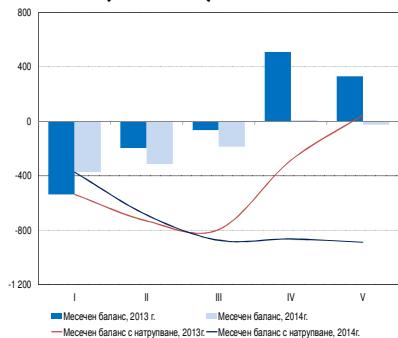
В сравнение с април м.г. индустриалното производство през април 2014 г. също расте, при това ускорено (с 6.1%) и за осми пореден месец. Това дава допълнително основание за положителни очаквания относно развитието на индустрията през следващите месеци. Основен двигател на тези положителни процеси беше преработващата промишленост, която също расте за осми пореден месец на годишна база (3.5% за април). Добивната промишленост, движена от добива на въглища, увеличи производството си с 11.5% през април (спрямо април 2013 г.), а добивът на електро-, топлив енергия и газ нарасна с 15.3%. От страна на преработващата промишленост най-интензивен годишен ръст не само през април (28.0%), но и за последните 16 месеца, бележи производството на автомобили, ремаркета и полуремаркета, което реализира увеличаващи се обороти не само на вътрешния, но и на международния пазар.

През април строителството реализира спад от 3.0% на годишна база, след ръст в предходните четири месеца. Неговата динамика е резултат от хроничен спад при сградното строителство (-9.5% за април), и растеж от декември м.г. насам в сегмента на инженерното строителство (6.0% за април). Свиването при сградното строителството е пряка последица от свръхпроизводството до края на 2008 г., докато динамиката на инженерното строителство е резултат главно от държавната политика за изграждане на пътна инфраструктура.

В месеците от началото на 2014 г. във вътрешната търговия се наблюдава тенденция на растящ спад на годишна база (-10.8% за април), дължащ се на свиваща се търговия на едро (-16.4% за април). От друга страна, сегментите на търговията с автомобили и мотоциклети и на търговията на дребно бележат намаляващ ръст, който за април беше съответно 1.8% и 4.7%. При търговията на едро най-изразен спад реализира търговията със скрап, чиито обороти спадат от август 2012 г. насам.

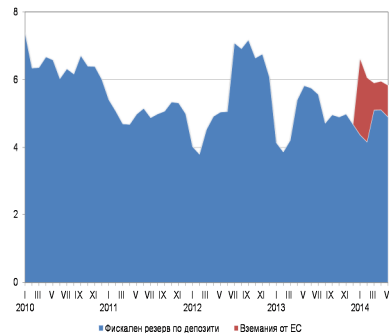
Натрупаната дефлация от декември до май достигна 1.0%, а безработицата остана висока (13.0% за първо тримесечие).

Баланс на консолидирания бюджет (млн. лв.)



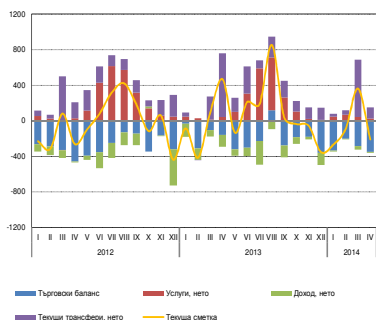
Източник: МФ, Райфайзен РИСЪРЧ

Фискален резерв (млрд. лв.)



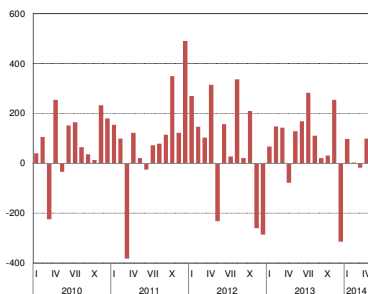
Източник: МФ, Райфайзен РИСЪРЧ

Текуща сметка на платежния баланс (млн. евро)



Източник: БНБ, Райфайзен РИСЪРЧ

Нетни ПЧИ (млн. евро)



Източник: БНБ, Райфайзен РИСЪРЧ

Слаба събираемост на ДДС и публично задлъжняване

До май по консолидирания бюджет се натрупа дефицит от 888.6 млн. лв., който е с 934.1 млн. лв. по-висок от този за същия на м.г. Общите приходи за петте месеца възлязоха на 11.8 млрд. лв. (0.2% спад на годишна база), а общите разходи (в т.ч. вноската в бюджета на ЕС) достигнаха 12.2 млрд. лв. (7.7% ръст). Фискалният резерв се сви с 118,9 млн. лв. спрямо април, достигайки 4.9 млрд. лв. Държавният дълг към май бе 14.2 млрд. лв., което е с 9.9% повече от нивото му за същия период на миналата година.

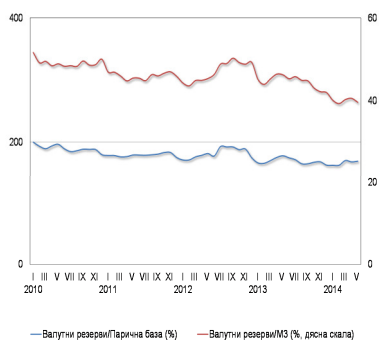
В края на юни беше емитирана 10-годишна държавна Еврооблигация за 1.493 млрд. евро, купон 2.95% и падеж 2024 г. при доходност 3.055% и цена 99.085%. Този дълг ще погаси стари задължения. Във връзка с ликвидните проблеми на Първа инвестиционна банка, пред която (една седмица след Корпоративна търговска банка) също се появиха опашки вложители, Министерство на финансите емитира 1.23 млрд. лв. 5-месечни ДЦК, с които беше подкрепена банковата система. На 16 юли бе предложена актуализация на бюджета, с която да се промени таванът за държавния дълг и дефицита на бюджет 2014 г. От Министерски съвет беше предложен план за нов дълг 3.4 млрд. лв., с 2.7 млрд. лв. от който да бъде стабилизирана банковата система, а с останалите 725 млн. лв. финансиран увеличението с 0.9% дефицит. Той се очаква да достигне 2.7% от прогнозния БВП, като от увеличението (със 725 млн. лв.) 225 млн. лв. да получи Националната здравноосигурителна каса, а останалите 500 млн. лв. да компенсират по-ниската събираемост на ДДС при внос. Този планът все още не е приет от парламента.

През първата половина на юни Standard&Poor's понижи дългосрочния кредитен рейтинг на България на BBB- със стабилна перспектива. Като основна причина агенцията изтъква нестабилната политическа ситуация, основна пречка пред реформите в страната. В началото на юли Fitch за втори път тази година потвърди кредитния си рейтинг BBB- със стабилна перспектива. Moody's аргументира рейтинга си Baa2 със стабилна перспектива с последователния ангажимент на правителството за запазване на фискалната стабилност въз основа на нисък държавен дълг.

Дефицит по текущата сметка

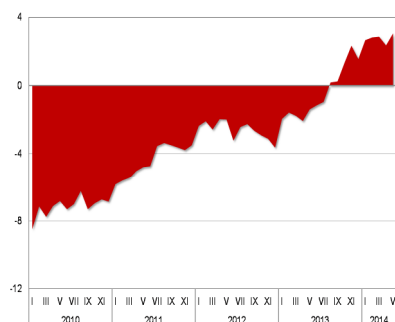
През април текущата сметка отново премина в отрицателна (-211.6 млн. евро), поради нарастващ негативен търговски баланс (-351.1 млн. евро) и отрицателен нетен доход (-10.5 млн. лв). Балансът на услугите (24.9 млн. евро) и на нетните трансфери бяха традиционно положителни (125.1 млн. евро), макар и намаляващи. Нетните ПЧИ преминаха в положителни (99.1 млн. евро), но останаха незначителни.

Кредити (% , годишен темп)



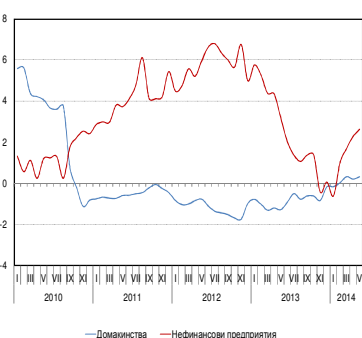
Източник: БНБ, Райфайзен РИСЪРЧ

Нетни чуждестранни активи на банките (млн. лв.)



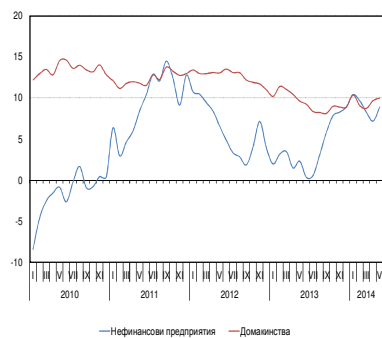
Източник: БНБ, Райфайзен РИСЪРЧ

Кредити по видове (% , годишен темп)



Източник: БНБ, Райфайзен РИСЪРЧ

Депозити по видове (% , годишен темп)



Източник: БНБ, Райфайзен РИСЪРЧ

Високо покритие на паричната база

През май се наблюдаваше спад на валутните резерви с 474.6 млн. лв. спрямо април. За същия период паричната база също се сви с 389.4 млн. лв. В резултат покритието на паричната база с валутни резерви слабо се покачи до 169.3%. Увеличиха се и широките пари (M3) с 431.1 млн. лв., поради което тяхното покритие се понижи с 1 пр.п. до 39.6%. И двата показателя свидетелстват за стабилност на валутния борд.

След временното влошаване на нетните чуждестранни активи на банките през април, през май отново беше отчетено подобряване на показателя на месечна база – със 707.7 млн. лв. (30.0%). Чуждестранните активи нараснаха с 691.9 млн. лв. (4.9%), поради направени допълнителни депозити в чужбина в размер на 742.5 млн. лв., докато чуждестранните пасиви са намалели с 15.7 млн. лв. (0.1%) – в резултат на изтеглени депозити от чужди резиденти. Данните потвърждават тенденцията от средата на 2013 г. за намаляване задлъжнялостта на банките в България към чужди кредитори (основно банките-майки на местните подразделения с чуждестранна собственост), както и липсата на достатъчно възможности за реализация на ликвидни активи на местния пазар, водеща до пренасочването им към чуждестранни лихвоносни инструменти.

Кредитирането и депозитите нагоре

Паричната статистика на БНБ показва ускоряващо се нарастване на кредитите и през май – с 1.8% на годишна база, за четвърти пореден месец. Ръстът на кредитите към нефинансови предприятия беше 2.6%, докато при тези към домакинствата се наблюдаваше увеличение с 0.3%. За разлика от април, през май средната номинална лихва по корпоративните кредити се повиши с 0.4 пр.п. до 7.6%. При потребителските кредити, обратно, тя се понижи до 10.9% (с 0.3 пр.п.), докато при ипотечните нарасна с 0.2 пр.п. до 6.8%. Въпреки дефлацията, нестабилната политическа ситуация и растящия среден лихвен процент, кредитите за бизнеса се увеличават. Ако тези задържащи кредитирането фактори се подобрят, то ще се ускори, подкрепяйки ръста на реалната икономика.

От страна на депозитите през май се отчита годишен ръст от 9.7%, който за сегмента на домакинствата е 10.0%, а за нефинансовите предприятия 8.9%, в съответствие с дългосрочна тенденция на растеж. Депозитите на домакинствата достигнаха през май 37.6 млрд. лв., а тези на нефинансовите предприятия 14.9 млрд. лв. Значителните спестявания (общо 52.5 млрд. лв.) са отлична база за икономически растеж, който засега се задържа главно поради лоша работа на институциите в страната.

	2009	2010	2011	2012	2013e	2014f	2015f
БВП (реален растеж, %)	-5.5	0.4	1.8	0.6	0.9	2.0	3.5
Номинален БВП (млрд. евро)	34.9	36.1	38.5	39.9	39.9	42.1	44.5
Номинален БВП на глава от населението (евро)	4618	4804	5255	5483	5520	5858	6228
Номинален БВП на глава от населението (евро по ППС)	10300	10800	11700	12000	12238	12504	12975
Индивидуално потребление (реален растеж, %)	-7.6	0.6	1.7	3.2	-1.8	1.7	3.3
Колективно потребление (реален растеж, %)	-4.9	-0.5	0.3	0.3	2.9	2.4	1.6
Инвестиции в основен капитал (реален растеж, %)	-17.6	-18.3	-6.5	4.0	-0.3	0.7	5.4
Износ на стоки и услуги (реален растеж, %)	-11.2	14.7	12.3	-0.4	8.9	5.3	5.4
Внос на стоки и услуги (реален растеж, %)	-21.0	2.4	8.8	3.3	5.7	5.5	6.0
Индустриално производство (растеж, %)	-18.3	2.0	5.8	-0.4	-0.1	3.5	5.0
Цени на производител, средногодишни (растеж, %)	-6.6	8.7	9.4	4.2	-1.4	2.4	4.4
Потребителски цени, средногодишни (растеж, %)	2.8	2.4	4.2	3.0	0.9	2.2	3.5
Потребителски цени в края на годината (растеж, %)	0.6	4.5	2.8	4.2	-1.6	2.0	3.4
Средна месечна брутна работна заплата (лева)	602	645	697	771	774	791	832
Средна месечна брутна работна заплата (растеж, %)	11.9	7.2	8.0	10.6	3.7	-1.1	5.3
Средна месечна брутна работна заплата (евро)	308	330	356	394	396	404	425
Средна брутна работна заплата в промишлеността (растеж, %)	13.4	8.6	10.1	11.5	0.9	5.1	6.3
Заети (НРС, хил. души, средногодишно)	3254	3053	2965	2934	2935	2957	2986
Заети (НРС, средногодишно, % нарастване)	-3.2	-6.2	-2.9	-1.1	0.0	0.8	1.0
Коефициент на безработица (средногодишно, %)	6.8	10.2	11.3	12.3	12.9	12.6	12.1
Бюджетен баланс (% от БВП)	-0.9	-4.0	-2.0	-0.5	-1.8	-1.8	-1.3
Публичен дълг (% от БВП)	14.6	16.2	16.3	18.5	19.0	22.0	20.0
Износ на стоки (млн. евро)	11699	15561	20264	20770	22228	2377	2536
Внос на стоки (млн. евро)	15873	18325	22420	24230	24581	2665	2869
Търговски баланс (млн. евро)	-4174	-2764	-2156	-3460	-2353	-2874	-3325
Текуща сметка (млн. евро)	-3116	-533	33	-521	831	306	-201
Текуща сметка (% от БВП)	-8.9	-1.5	0.1	-1.3	2.1	0.7	-0.5
Нетни преки чуждестранни инвестиции (млн. евро)	2505	977	1213	802	957	1512	1667
Нетни преки чуждестранни инвестиции (% от БВП)	7.2	2.7	3.1	3.0	2.8	3.6	3.7
Валутни резерви на БНБ (млрд. евро)	12.9	13.0	13.3	15.6	14.4	17.2	17.9
Валутни резерви на БНБ (% от БВП)	37.0	36.1	34.7	39.0	36.1	40.8	40.2
Брутен външен дълг (млрд. евро)	37.8	37.0	36.3	37.6	37.3	37.5	36.6
Брутен външен дълг (% от БВП)	108.3	102.7	94.3	94.3	93.5	89.1	82.4
EUR/BGN (в края на годината)	1.96	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	1.96
USD/BGN (в края на годината)	1.37	1.46	1.51	1.48	1.42	1.45	1.50
USD/BGN (средногодишно)	1.40	1.47	1.41	1.52	1.47	1.45	1.47
EUR/USD (в края на годината)	1.43	1.34	1.30	1.32	1.38	1.35	1.30
EUR/USD (средногодишно)	1.39	1.33	1.39	1.29	1.33	1.35	1.33
Основен лихвен процент (средногодишно)	2.0	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3
Тримесечен Sofibid (средногодишно, %)	4.1	2.3	2.0	1.0	0.4	1.2	1.8
Доходност по 10-годишни ДЩК (средногодишно, %)	7.2	6.0	5.4	3.4	3.5	4.4	5.1
Кредитен рейтинг по дългосрочен дълг в чужда валута	Текущ	Перспектива					Коментар
S&P	BBB	стабилна					Рейтингът бе понижен през юни 2014 г.
Moody's	Baa2	стабилна					Рейтингът бе потвърден през юли 2014 г.
Fitch	BBB-	стабилна					Рейтингът бе потвърден през юли 2014 г.

Настоящият документ е предназначен за информационни цели и не може да бъде възпроизвеждан и разпространяван на трети лица. Настоящият документ не представлява нито предложение, нито проспект по смисъла на Austrian Capital Market Act (KMG), Stock Exchange Act или друг относим чуждестранен акт. Инвестиционно решение по отношение на ценни книжа, финансов продукт или инвестиция трябва да бъде взето на базата на одобрен, публикуван проспект или завършена документация за въпросните ценни книжа, финансов продукт или инвестиция, а не на базата на този документ. Настоящият документ не представлява лична препоръка за покупка или продажба на финансови инструменти по смисъла на Securities Supervision Act. Нито настоящият документ в цялост, нито която и да е част от него представлява основание за сключване на договор или обвързване с какъвто и да било друг ангажимент. Този документ не е заместител на необходимия съвет за покупка или продажба на ценни книжа, инвестиционен или друг финансов продукт. По отношение на продажбата или покупката на ценни книжа, инвестиции или финансови продукти вашият банков съветник може да предостави индивидуална консултация, която е подходяща за инвестиции и финансови продукти.

Настоящият анализ е създаден на базата на общодостъпна информация, а не на поверителна информация, която страната, изготвяща анализа, е придобила изключително на основата на клиентски отношения с дадено лице.

Освен ако изрично не е споменато друго в настоящата публикация, Raiffeisen Bank International AG (RBI) счита предоставената информация за надеждна, но не предоставя гаранции по отношение на нейната точност, прецизност и пълнота.

В развиващите се пазари може да има по-висок риск, свързан с приключването на сделките и съхранение на финансови инструменти, в сравнение с пазари с вече изградена инфраструктура. Ликвидността на акциите/финансовите инструменти може да бъде повлияна от броя на маркет-мейкърите. И двете обстоятелства могат да доведат до повишен риск по отношение на сигурността на инвестициите, направени въз основа на информацията, съдържаща се в този документ.

Информацията в тази публикация е актуална до датата на създаване на документа. Той може да не е актуален спрямо бъдещи развития, които не са отразени в публикацията.

Освен ако изрично не е споменато друго

(<http://www.raiffeisenresearch.at/specialcompensation>), анализаторите, наети от Raiffeisen Bank International AG (РБИ), не се възнаграждават за специфични инвестиционни банкови сделки. Възнаграждението на автора или авторите на този доклад се основава (наред с други неща) на общата рентабилност на RBI, която включва, освен друго, приходите от инвестиционно банкиране и други сделки на RBI. Като цяло, RBI забранява на нейните анализатори и лицата, които докладват на анализаторите, да придобиват ценни книжа или други финансови инструменти на всяко предприятие, което е обхванато от анализаторите, освен ако такова придобиване не е разрешено предварително от отдел Нормативно съответствие в RBI.

РБИ е въвела следните организационни и административни споразумения, включително информационни бариери, които да спират или предотвратяват конфликт на интереси във връзка с препоръки: РБИ е определила всеобщо обвързващи конфиденциални зони. Конфиденциални зони обикновено са организационни единици в рамките на кредитните институции, които са ограничени по отношение на други звена посредством организационни мерки, които обхващат обмена на информация, доколкото свързана информация е постоянно или временно обработвана там. Свързана информация не напуска конфиденциалната зона и трябва да се третира като строго поверителна във вътрешните бизнес операции, включително и при взаимодействието с други звена. Това не се отнася до прехвърлянето на информация, необходима за обичайните бизнес операции. Такова прехвърляне на информация обаче е ограничено до това, което е абсолютно необходимо (need-to-know принцип). Обменът на свързана информация между две конфиденциални зони може да се случи само с участието на Специалист Нормативно съответствие.

ОСОБЕНОСТИ НА ЗАКОНОДАТЕЛСТВОТО НА ВЕЛИКОБРИТАНИЯ, СЕВЕРНА ИРЛАНДИЯ: Настоящият документ не представлява нито публично предложение по смисъла на Kapitalmarktgesetz ("KMG"), нито реклама по смисъла на KMG или на Burgegesetz. Освен това настоящият документ не цели да препоръчва покупка или продажба на ценни книжа или инвестиции по смисъла на Wertpapieraufsichtsgesetz. Настоящият 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 RAIFFEISENBANK. Специални разпоредби за Обединеното кралство Великобритания и Северна Ирландия (Обединено кралство): тази публикация е одобрена или изготвена от Raiffeisen Bank International AG (РБИ) с цел да популяризира нейния инвестиционен бизнес. РБИ, Клон Лондон е одобрен от Austrian Financial Market Authority и е обект на ограничена регулация от страна на Financial Conduct Authority ("FCA"). Подробна информация, свързана със степента на регулация, упражнявана от страна на Financial Conduct Authority, може да ви бъде предоставена при поискване. Тази публикация не е предназначена за инвеститори, които са физически лица по смисъла на FCA и следователно не трябва да им бъде предоставяна. Информацията, както и мненията, изразени тук, представляват и не могат да бъдат считани за предложение или покана за отправяне на предложение за покупка /или продажба/ на какъвто и да е вид инвестиции. РБИ може да е извършила сделка за собствена сметка по смисъла на правилата на FCA 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. РБИ 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 при свързани с тях книжа

СПЕЦИАЛНИ ОГРАНИЧЕНИЯ 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 RB International Markets (USA) LLC, американска брокерска къща, подчинена на условията, посочени по-долу.

СПЕЦИАЛНА ИНФОРМАЦИЯ ЗА САЩ И КАНАДА: Настоящото изследване е предназначено само за институционални инвеститори и не е обект на всички стандарти за независимост и разкриване, които могат да бъдат приложими за изследователски документи, подготвени за инвеститорите на дребно. Този доклад Ви е предоставен от RB International Markets (USA) LLC, брокер-дилър ("RBIM"), регистриран в САЩ, но е изготвен чрез нашия партньорски клон извън САЩ, Raiffeisen Bank International AG (РБИ). Всяка поръчка за покупка или продажба на ценни книжа, предмет на настоящия доклад, трябва да бъде направена чрез RBIM. Можете да се свържете с RBIM на адрес 1133 Avenue of the Americas, 16 Floor, New York, NY 10036, 212-600-2588. Този документ е подготвен извън САЩ от един или повече анализатори, които може да не са подчинени на правилата по отношение на изготвянето на доклади и независимостта на изследователските анализатори, сравними с действателите такива в Съединените щати. Анализаторът или анализаторите, които изготвиха това изследване (I) не са регистрирани или квалифицирани като изследователски анализатори от регулаторния орган на финансовата индустрия (FINRA) в Съединените щати, и (II) нямат право да бъдат асоциирани лица на RBIM и следователно не попадат под регулацията на FINRA, включително и от разпоредби, свързани с поведението или независимостта на изследователски анализатори.

Мненията, оценките и прогнозите, съдържащи се в този доклад, са само и единствено такива на РБИ към датата на доклада и могат да бъдат променени, без да се дължи уведомление. Информацията, съдържаща се в този доклад, е съставена от източници, считани за надеждни от РБИ, но липсва изрична или подразбираща се гаранция, дадена от РБИ, неговите дъщерни дружества или друго лице по отношение на точността, пълнотата или правилността на доклада. Ценни книжа, които не са регистрирани в Съединените щати, не могат да бъдат предлагани или продавани, пряко или косвено, в рамките на Съединените щати или на американски лица (по смисъла на Регламент S по Закона за ценните книжа от 1933 [the 'Securities Act']), освен по силата на изключение, предвидено в Закона за ценните книжа. Този доклад не представлява оферта по отношение на покупка или продажба на ценни книжа, по смисъла на раздел 5 от Закона за ценните книжа и нито този доклад, нито която и да е част от него, са в основата или трябва да се разчита на тях във връзка с какъвто и да е договор или ангажимент. Този доклад дава само обща информация. В Канада той може да се разпространява само на лица, които пребивават в Канада и които поради тяхното освобождаване от изисквания към проспекта от приложимите местни или териториални закони за ценните книжа, имат право да извършват сделки с ценните книжа, описани тук.

Ако се установи, че някое от условията на тази „Ограничена отговорност“ е незакононо, невалидно или не може да бъде изпълнено принудително съгласно което и да е приложимо право, това условие, доколкото е разграничено от останалите условия, се счита за пропуснато в тази „Ограничена отговорност“; то по никакъв начин не засяга законността, валидността или приложимостта на останалите условия.