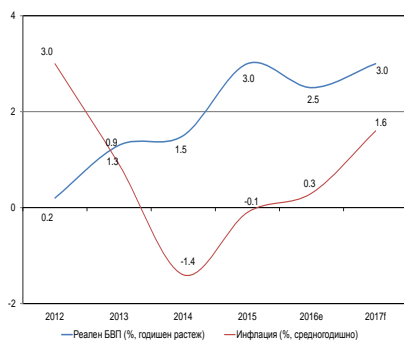
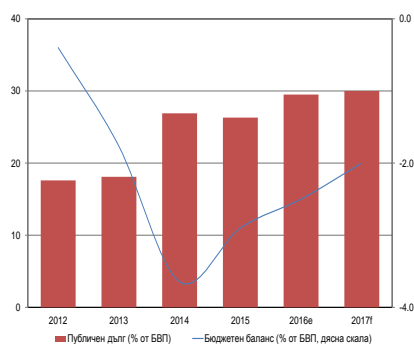


Реален БВП и инфлация



Източник: НСИ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

Публичен дълг и бюджетен баланс



Източник: НСИ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

Анализатор:

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

Редактор:

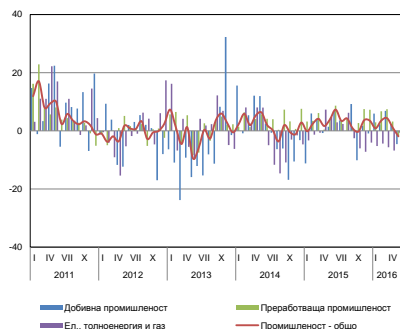
Божидар Гюров
bojidar.gyurov@raiffeisen.bg

Акценти

- През май 2016 г. се наблюдава спад на индустриалното производство, строителството и вътрешната търговия в сравнение с май миналата година.
- Индексът на потребителските цени регистрира нулева месечна инфлация през май, а от началото на годината се натрупа дефлация от 1.0%.
- Държавният бюджет акумулира рекорден излишък от 2.8 млрд. лв. до май 2016 г., повече от същия период на 2015 г., когато той отчете излишък от 1.1 млрд. лв.
- Текущата сметка на платежния баланс премина в положителна през май. В структурата ѝ салдото на първичния доход се подобри, докато салдата на външната търговия, услугите и вторичния доход се влошиха. През май преките чуждестранни инвестиции бяха повече от нивото им година назад.
- Валутният борд е стабилен и с растящо покритие на паричната база с валутни резерви.
- Отново се наблюдава спад на кредитите на годишна база, докато депозитите продължават да растат. Средните номинални лихви и при кредитите, и при депозитите бележат спад на месечна база през май.

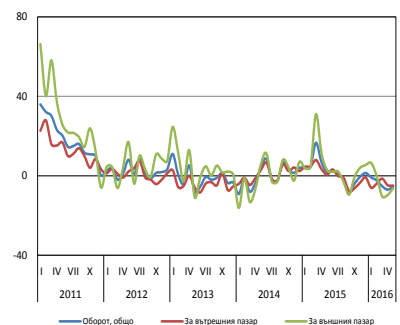
Парламентът одобри тегленето на два нови заема в общ размер 1.2 млрд. лв., които ще бъдат използвани за попълване на Фонда за гарантиране на влоговете в банките (ФГВБ). Заемите са гарантиране от правителството и ще бъдат отпуснати от Европейската банка за възстановяване и развитие и от Световната банка, по 600 млн. лв. всеки. Заемите ще могат да бъдат активирани, само ако на ФГВБ се наложи да използва този ресурс. Иначе, те няма да бъдат усвоени и върху тях няма да се плащат лихви. Тези заеми на практика ще гарантират финансовата независимост на ФГВБ при оповестяване на резултатите от стрес-тестовите на банките. Това се налага, тъй като фондът беше значително изчерпан след фалита на КТБ, когато той изплати гарантираните депозити на банката. Като цяло се очаква заемите да стабилизират доверието в банковия сектор.

Индустриално производство по компоненти (% , годишен темп)



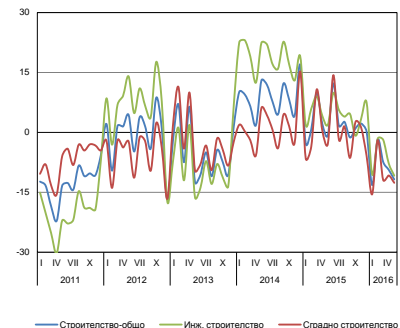
Източник: НСИ, РБИ/Раифайзен РИСЪРЧ

Обороти на индустрията (% , годишен темп)



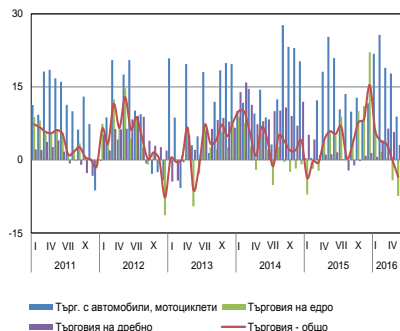
Източник: НСИ, РБИ/Раифайзен РИСЪРЧ

Строителство по компоненти (% , годишен темп)



Източник: НСИ, РБИ/Раифайзен РИСЪРЧ

Вътрешна търговия по компоненти (% , годишен темп)



Източник: НСИ, РБИ/Раифайзен РИСЪРЧ

Спад в индустрията, строителството и търговията

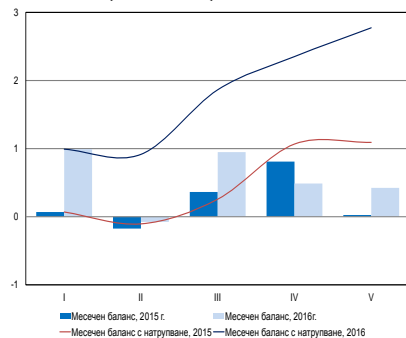
През май 2016 г. индексът на индустриалното производство се понижи до 103.6 пункта, или с 5.1% спрямо април. В сравнение с май 2015 г. индексът също отбеляза спад, макар и по-слаб - с 1.9%. Въпреки променливата му месечна динамика, неговата средна 12-месечна стойност остана на ниво от 112 пункта, което е малко по-високо от април (111 пункта). Годишният спад на индустриалното производство е очакван на фона на свиването на разходите за придобиване на дълготрайни активи в промишлеността през миналата година и относително слабата конкурентоспособност на българската индустрия. По компоненти, годишният спад през май се дължеше на занижена продукция на добиваната промишленост с 4.9% и на преработващата промишленост с 1.9%, както и на по-слабо производство на електричество, топлоенергия и газ с 0.7%. Въпреки спада в рамките на преработващата промишленост, ръст на годишна база отбелязаха: производството на автомобили, ремаркета и полуремаркета (19.3%), на текстил и изделия от текстил, без облекло (10.5%), на хартия и картон и изделия от тях (6.6%) и др.

Не само обема на продукцията, но и оборотът в промишлеността се сви през май – общо с 5.9% на годишна база. На вътрешния пазар спадът беше 5.0%, докато на външния той достигна 6.3%.

През май темпът на намаляване на строителството се ускори до 11.8% на годишна база (-9.4% за април). Спадът бе следствие от намаляване на сградното строителство с 12.6% и на цивилното и инженерното строителство с 10.8%. Доброто представяне на цивилното и инженерно строителство през 2015 г., резултат от проактивната политика за рехабилитация и изграждане на пътна инфраструктура, както и за изграждане, реконструкция и модернизация на обществени сгради и съоръжения, бе прекратено от началото на 2016 г. Причина бе приключването на стария програмен период за усвояване на европейски фондове. Очаква се спадът в този сегмент да се задържи през 2016 г. на фона на продължаващо свиване на сградното строителство, но с намаляващ темп.

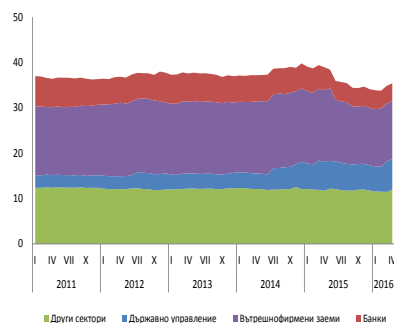
Оборотът на вътрешната търговия също намаля на годишна база с 3.4%, движен от спада в търговията на едро със 7.4% през май. От друга страна, продажбите на автомобили и мотоциклети, които се увеличават на годишна база от април 2013 г. насам, регистрираха ръст от 8.9%, а търговията на дребно от 3.1% на годишна база. Увеличаването на оборота в тези два сегмента през май не можа обаче да преодолее общия спад в сектора, поради значителния относителен дял на търговията на едро в общия търговски оборот.

Баланс на консолидирания бюджет (млн. лв.)



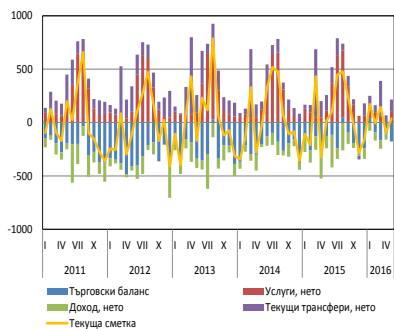
Източник: МФ, РБИ/Раифайзен РИСЪРЧ

Брутен външен дълг по институционални сектори (млрд. евро)



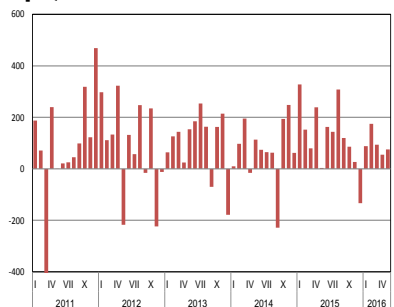
Източник: МФ, РБИ/Раифайзен РИСЪРЧ

Текуща сметка на платежния баланс (млн. евро)



Източник: БНБ, РБИ/Раифайзен РИСЪРЧ

Преки инвестиции (нетно, млн. евро)



Източник: БНБ, РБИ/Раифайзен РИСЪРЧ

Рекорден бюджетен излишък

В края на май 2016 г. държавният бюджет натрупа рекорден излишък от 2.8 млрд. лв., значително повече от същия период на 2015 г., когато той беше 1.1 млрд. лв. Приходите и помощите, събрани от държавата за първите пет месеца на годината, възлязоха на 14.9 млрд. лв. (7.5% ръст на годишна база), а разходите (в т.ч. вноската в бюджета на ЕС) - на 12.1 млрд. лв. (5.1% спад). Ръстът на приходите бе изцяло резултат от приноса на данъчните приходи (7.5 пр.п.), на фона на 1.6 пр.п. принос на неданъчните приходи и -1.6 пр.п. на помощите, вследствие на много слабо усвояване на европейски фонове. Положителен принос към разходите имаха социалните разходи (1.4 пр.п.), разходите за заплати и възнаграждения (0.5 пр.п.), разходите за лихви (0.4 пр.п.) и за субсидии (0.1 пр.п.), а отрицателен принос - капиталовите разходи (-6.4 пр.п) и разходите за текуща издръжка (-0.4 пр.п.).

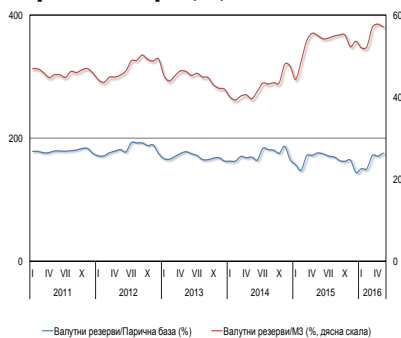
Брутният външен дълг спада

По последни данни за април 2016 г. брутният външен дълг спадна до 35.4 млрд. евро, което е с 3.5 млрд. евро по-малко от април 2015 г. В неговата структура вътрешнофирмените заеми заемаха най-голям относителен дял от 36.2%, който се сви с 4.5 пр.п. от април 2015 г. Заемите на „други сектори“ бяха 33.8% от брутният външен дълг, което е с 3.8 пр.п. повече от дела им година назад. Държавното управление заемаше трета позиция през април 2016 г. с дял от 19.0%, който регистрира разширяване с 2.7 пр.п. Заемите на банковия сектор бяха на четвърто място в структурата на брутният външен дълг, свивайки се с 1.9 пр.п. за година до 11.0%. С други думи, намаляването на брутният външен дълг се движеше от вътрешнофирмените и банковите заеми (общо -4.2 млрд. евро), а дългът на държавното управление и другите сектори противодействаха на тази тенденция, като нараснаха с 641.1 млн. евро.

През май текущата сметка премина в положителна, като възлезе на 36.5 млн. евро, при стойност от 16.6 млн. евро през май 2015 г. Тази годишна динамика бе резултат от подобрено салдо на първичния доход (от -115.6 на -1.6 млн. евро). На този фон се влошиха търговският баланс (от -125.0 на -177.6 млн. евро), салдата на услугите (от 113.5 на 107.2 млн. евро) и на вторичния доход (от 143.7 на 108.5 млн. евро).

Преките чуждестранни инвестиции в страната се увеличиха на годишна база до 88.5 млн. евро за май 2016 г. (6.4 млн. евро за май 2015 г.). С натрупване за първите пет месеца те бяха 517.3 млн. евро, което обаче бе по-малко от нивото им за същия период на миналата година (788.7 млн. евро).

Покритие на паричната база и широките пари (%)



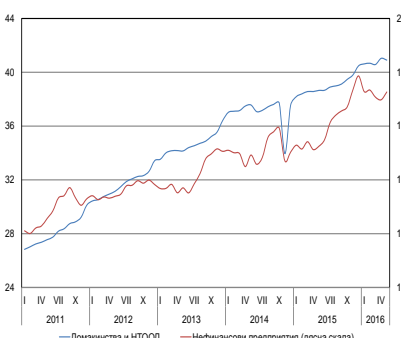
Източник: БНБ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

Кредити по видове (млрд. лв.)



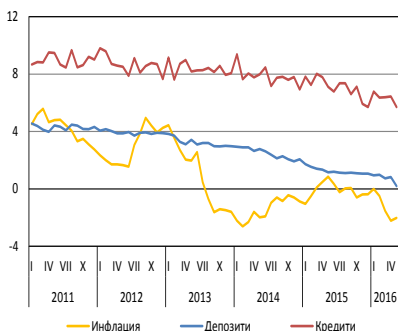
Източник: БНБ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

Депозити по видове (млрд. лв.)



Източник: БНБ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

Средни годишни лихвени проценти по кредити и депозити (%)



Източник: БНБ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

Валутният борд е стабилен

На месечна база валутните резерви нараснаха с 228.3 млн. лв. през май, докато паричната база се сви с 617.0 млн. лв. Въз основа на тези два ефекта покритието на паричната база с валутни резерви нарасна значително с 5.3 пр.п. на месечна база до 176.0%. Това високо покритие гарантира в стабилността на валутния борд, тъй като за безпрепятственото му функциониране са достатъчни 100% покритие. Причина за свиването на паричната база бе намаляването на парите в обръщение с 33.5 млн. лв. и на задълженията към банките – с 583.5 млн. лв. Последните спаднаха главно поради отрицателната лихва върху свръхрезервите в БНБ. От друга страна, широките пари (М3) нараснаха с 447.4 млн. лв., вследствие на което покритието им с валутни резерви съвсем слабо спадна - с 0.1 пр.п., въпреки нарастването на валутните резерви.

Спад при кредитите, ръст при депозитите

Паричната статистика на БНБ отчита отново годишно намаление при новоотпуснатите кредити с 1.1% през май, като от ноември 2015 г. това е най-ниският намаляващ темп. При кредитите към нефинансови предприятия свиването беше 1.1%, докато при кредитите към домакинствата 1.0% на годишна база. Освен забавеният годишен спад, положителен сигнал от страна на кредитирането беше нулевият резултат на месечна база през май, след ръст от 0.3% през април и от 0.1% през март. Ако месечният ръст продължи, той ще доведе до нарастване на кредитирането на годишна база. През май относителният дял на лошите и реструктурирани кредити (без овърдрафт) задържа нивото си от април, което беше относително високо (22.6%).

В рамките на кредитите към нефинансови предприятия този дял беше по-значителен (26.8%), докато при кредитите към домакинствата – по-малък (17.1%). Очакваме задържане дела на лошите и реструктурирани кредити на сравними нива в следващите месеци.

За разлика от кредитите, през май депозитите отново нараснаха - със 7.9% на годишна база, като депозитите на домакинствата се увеличиха с 5.8%, а тези на нефинансовите предприятия - с 13.2%. Двучифрените ръстове на фирмените депозити, за седми пореден месец, са индикатор за затруднен инвестиционен процес в предприятията, което корелира и със спада на бизнес кредитирането.

През май средните номинални лихви продължиха да спадат. Така по депозитите те достигнаха 0.2% годишно (0.8 % за април), а при кредитите 5.5% (5.6 % за април). Маржът на банковия сектор леко се сви до 5.5 пр.п. (5.6 пр.п. за април).

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017f
БВП (реален растеж, %)	0.2	1.3	1.5	3.0	2.5	3.0
Номинален БВП (млрд. евро)	41.7	41.9	42.8	44.2	45.7	48.1
Номинален БВП на глава от населението (евро)	5 725	5 793	5 947	6 161	6 401	6 826
Номинален БВП на глава от населението (евро по ППС)	12 100	12 000	12 200	12 500	12 800	13 300
Индивидуално потребление (реален растеж, %)	2.7	-1.1	2.5	0.7	2.9	3.0
Колективно потребление (реален растеж, %)	1.0	3.1	-0.8	0.4	1.0	1.0
Инвестиции в основен капитал (реален растеж, %)	1.8	0.3	3.4	2.5	1.7	4.0
Износ на стоки и услуги (реален растеж, %)	0.8	9.2	-0.1	7.6	4.5	5.0
Внос на стоки и услуги (реален растеж, %)	4.5	4.9	1.5	4.4	4.0	4.5
Индустриално производство (растеж, %)	-0.4	-0.1	1.9	2.8	3.8	4.2
Цени на производител, средногодишни (растеж, %)	4.2	-1.4	-1.2	-1.9	0.4	1.0
Потребителски цени, средногодишни (растеж, %)	3.0	0.9	-1.4	-0.1	0.3	1.6
Потребителски цени в края на годината (растеж, %)	4.2	-1.6	-0.9	-0.4	0.8	2.3
Средна месечна брутна работна заплата (лева)	771	799	817	882	970	1 050
Средна месечна брутна работна заплата (растеж, %)	10.6	3.7	2.2	7.9	10.0	8.2
Средна месечна брутна работна заплата (евро)	394	409	418	451	496	537
Средна брутна работна заплата в промишлеността (растеж, %)	12.7	0.7	1.5	9.1	10.0	8.2
Заети (НРС, хил. души, средногодишно)	2 934.0	2 934.9	2 981.4	3 031.8	3044,5	3 050.5
Заети (НРС, средногодишно, % нарастване)	-1.1	0.0	1.6	1.7	0.4	0.2
Коефициент на безработица (средногодишно, %)	12.3	12.9	11.4	9.2	8.4	8.0
Бюджетен баланс (% от БВП)	-0.4	-1.8	-3.6	-2.9	-2.5	-2.0
Публичен дълг (% от БВП)	17.6	18.1	26.9	26.3	29.5	30.0
Износ на стоки (млрд. евро)	20.8	22.2	22.1	22.3	22.8	23.1
Внос на стоки (млрд. евро)	24.2	24.6	25.0	24.1	24.9	25.7
Търговски баланс (млрд. евро)	-3.9	-2.9	-2.7	-1.9	-2.1	-2.6
Текуща сметка (млрд. евро)	-0.1	0.8	0.5	0.5	0.5	-0.2
Текуща сметка (% от БВП)	-0.2	1.9	1.2	1.1	1.1	0.4
Нетни преки чуждестранни инвестиции (млн. евро)	1.1	1.2	0.8	1.5	1.7	1.8
Нетни преки чуждестранни инвестиции (% от БВП)	2.6	2.9	1.9	3.4	3.7	3.8
Валутни резерви на БНБ (млрд. евро)	15.6	14.4	16.5	20.3	23.5	21.2
Валутни резерви на БНБ (% от БВП)	37.3	34.4	38.7	46.0	51.5	44.1
Брутен външен дълг (млрд. евро)	37.7	36.9	39.8	34.1	35.0	36.0
Брутен външен дълг (% от БВП)	90.5	88.1	93.1	77.2	76.9	74.8
EUR/BGN (в края на годината)	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96	1.96
Кредитен рейтинг по дългосрочен дълг в чужда валута	Текущ	Перспектива				Коментар
S&P	BB+	стабилна				Рейтингът бе потвърден през юни 2016г.
Moody's	Baa2	стабилна				Рейтингът бе потвърден през юни 2016г.
Fitch	BBB-	стабилна				Рейтингът бе потвърден през юни 2016г.

Източник: НСИ, БНБ, МФ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

Ограничена отговорност относно финансов анализ

Издатели: Райфайзенбанк (България) ЕАД (отсега нататък "РББГ").

РББГ е кредитна институция по смисъла на §1 Закон за кредитните институции със седалище и адрес на управление гр.София 1407, бул. Никола Вапцаров 55, Експо 2000. Райфайзенбанк Интернешънъл АГ (отсега нататък „РБИ“). РБИ е кредитна институция по смисъла на §1 Banking Act (Bankwesengesetz) с адрес на управление Am Stadtpark 9, 1030 Vienna, Austria.

Райфайзен РИСЪРЧ е организационна единица на РБИ.

Надзорен орган: Комисия за финансов надзор ("КФН"), гр. София 1000, ул. "Будапеша" 16 и Българска Народна Банка, гр. София 1000, пл. "Княз Александър I" №1. Допълнително, Райфайзенбанк (България) ЕАД е обект на надзор от страна на Европейската Централна Банка (ЕЦБ), с който ЕЦБ се ангажира в рамките на Единния Надзорен Механизъм (ЕНМ), който се състои от ЕЦБ и националните компетентни органи (Регламент (ЕС) № 1024/2013). Освен ако не е дадено тук изрично друго, препратките към правните норми се отнасят до нормите, приети от Република България.

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 Закона за публично предлагане на ценни книжа („ЗППЦК“), Закона за пазарите на финансови инструменти („ЗПФИ“) или друг относим нормативен акт, вкл. и чуждестранен. Инвестиционно решение по отношение на ценни книжа, финансов продукт или инвестиция трябва да бъде взето на базата на одобрен, публикуван проспект или пълна 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 ЗППЦК, ЗПФИ или друг относим нормативен акт. 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 консултант може да предостави индивидуална консултация, която е подходяща за инвестициите 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, издателите на доклада считат 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.com/special_compensation), анализаторите, наети от РБИ и РББГ, не се възнаграждават за специфични инвестиционни банкови сделки. Възнаграждението на автора или авторите на този доклад се основава (наред с други неща) на общата доходност на РБИ/РББГ, която включва, освен друго, приходите от инвестиционно банкиране и други сделки на РБИ/РББГ. Като цяло, РБИ/РББГ 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 съответния отдел Нормативно съответствие.

РБИ/РББГ са взели следните организационни и административни споразумения, включително информационни бариери, които да спират или предотвратяват конфликт на интереси във връзка с препоръки: РБИ/РББГ са определили всеобщо обвързващи конфиденциални зони. Конфиденциални зони обикновено са организационни единици в рамките на кредитните институции, които са отделени от други звена посредством организационни мерки, които регулират 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 ("КМГ"), нито реклама по смисъла на КМГ или на Voersegengesetz. 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, не 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 изпратено, 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 действащите 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/РББГ 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/РББГ, но липсва изрична или подразбираща се гаранция, дадена от РБИ/РББГ 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.

ИНФОРМАЦИЯ ОТНОСНО КНЯЖЕСТВО ЛИХТЕНЩАЙН: Директива 2003/125/ЕС от 22 декември 2003 г. за прилагане на Директива 2003/6/ЕС на Европейския парламент и на Съвета по отношение на спроведливото представяне на инвестиционни препоръки и оповестяването на конфликт на интереси беше въведена в националното законодателство на Княжество Лихтенщайн чрез Finanzanalyse-Marktmissbrauchs-Verordnung.

Ако се установи, че някое от условията на тази „Ограничена отговорност“ е незаконосъобразно, недействително или неизпълнимо, съгласно което и да е приложимо право, това условие, доколкото е разграничено от останалите условия, се счита за несъществуващо в тази „Ограничена отговорност“; то по никакъв начин не засяга законосъобразността, действителността или изпълнимостта на останалите условия.