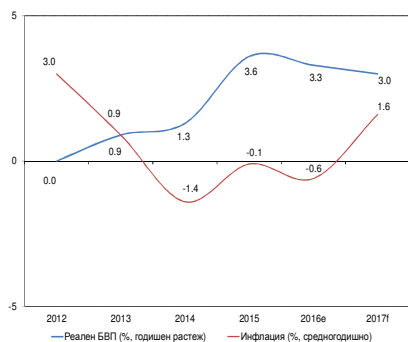


# България

## Месечен икономически обзор

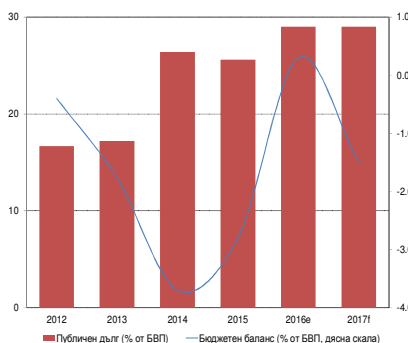
Декември 2016 г.

### 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](mailto:emil.kalchev@raiffeisen.bg)

### Редактор:

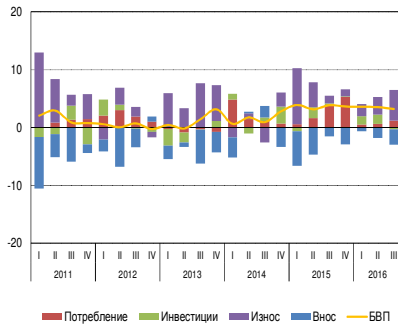
Божидар Гюров  
[bojidar.gyurov@raiffeisen.bg](mailto:bojidar.gyurov@raiffeisen.bg)

### Акценти

- Реалният растеж на БВП през третото тримесечие на 2016 г. отново нарасна над очакванията - с 3.2% на годишна база.
- След месечна дефлация през септември, през октомври се наблюдаваше инфлация от 0.2%.
- Държавният бюджет остана на излишък през октомври.
- През октомври салдото на текущата сметка на платежния баланс се обърна в отрицателно в размер на 57.4 млн. евро, при дефицит от 191.0 млн. евро за октомври 2015 г.
- Покритието на паричната база с валутни резерви бе високо към октомври. Валутният борд и банковата система остават стабилни.
- Годишен ръст в кредитирането – за пръв път след двадесет и три поредни месеца на спад. Висок дял на лошите и реструктурирани кредити.
- Депозитите отново отчитат ръст.

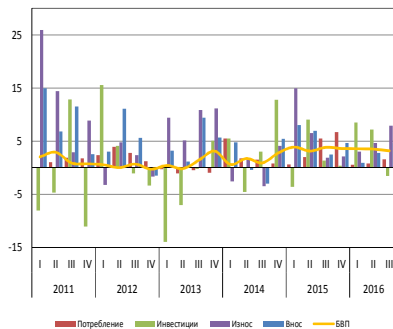
Анкетите на НСИ сред отраслите на икономиката от ноември показват повишение на нивото на общия показател за бизнесклимата. В промишлеността очакванията за производствената активност през следващите три месеца са по-благоприятни, въпреки несигурната икономическа среда, чието негативно влияние се засилва. Оценките на строителните предприемачи са песимистични за следващите три месеца. Пречка за развитието на строителството, освен несигурната икономическа среда, е и затруднената комуникация в бранша. Търговците на дребно също споделят по-неблагоприятни оценки за състоянието на продажбите през следващите три месеца. Като главни фактори, затрудняващи дейността, те посочват отново несигурната среда, конкуренцията в бранша и недостатъчното търсене. От своя страна очакванията за бизнесклимата в сектора на услугите се изместват към по-умерени мнения. Въпреки това, очакванията за следващите три месеца се подобряват. Несигурната икономическа среда и конкуренцията в бранша са най-сериозните пречки за бизнеса с услуги. Всички сектори очакват запазване равнището на продажните цени през следващите три месеца.

## Приноси за реалния растеж на БВП от страна на търсенето (пр.п.)



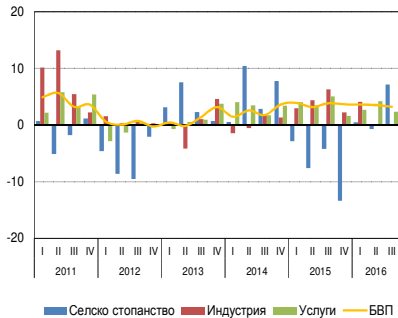
Източник: НСИ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

## Реален растеж на компонентите на БВП от страна търсенето (%)



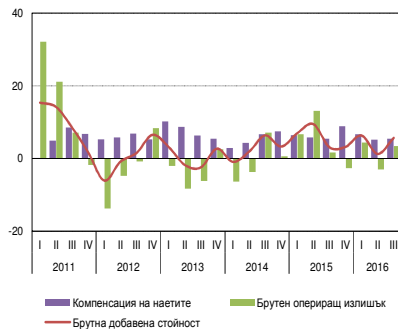
Източник: НСИ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

## Приноси за реалния растеж на БВП от страна на предлагането (пр.п.)



Източник: НСИ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

## Брутна добавена стойност по компонентите на дохода (% номинален растеж)



Източник: НСИ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

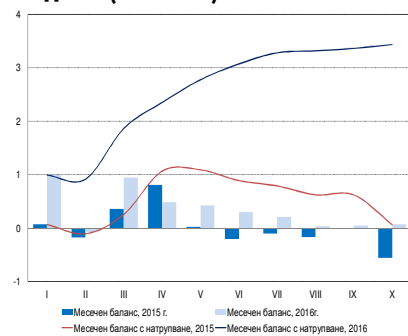
## Експортът и потреблението задвижиха ръста на БВП

Реалният растеж на БВП през третото тримесечие на 2016 г. отново нарасна над очакванията - с 3.2% на годишна база. Външното търсене бе важен мотор на растежа, за разлика от третото тримесечие на 2015 г. Така нетният експорт допринесе с 2.6 пр.п. за динамиката на БВП през тримесечието, а вътрешното търсене с 0.8 пр.п. От страна на вътрешното търсене положителен принос реализира крайното потребление (1.1 пр.п.), а брутните инвестиции - отрицателен (-0.3 пр.п.). От компонентите на БВП износът нарасна със 7.9% в реално изражение, а вносет - с 4.6%, което бе над нивата на прираст и на експорта, и на импорта от третото тримесечие на 2015 г. Динамиката през 2016 г. бе следствие от слабото евро, по-ниските лихви и силния туристически сезон. От своя страна, потреблението се увеличи с 1.6%, а инвестициите се свиха с 1.6%. Ръстът на потреблението бе стимулиран от спадащите лихви по депозитите и потребителските кредити, както и от ръста на заплатите, докато инвестициите бяха затруднени от слабото усвояване на еврофондове за периода.

От страна на предлагането, през третото тримесечие най-солиден принос за растежа на БВП имаха услугите (1.3 пр.п.), следвани от селското стопанство (0.5 пр.п.) и индустрията (0.4 пр.п.). В рамките на индустрията, добивната и преработващата промишленост (в т.ч. производството и разпределението на електроенергия, газ и вода) допринесоха много по-съществено – с 0.4 пр.п., отколкото строителството, което не регистрира принос. В сектора на услугите водещ принос имаха търговията и ремонтът на автомобили, хотелиерството и ресторантьорството (0.5 пр.п.) и операциите с недвижими имоти (0.5 пр.п.). Те бяха следвани от създаването и разпространението на информация (0.1 пр.п.) и от финансовите и застрахователните дейности (0.1 пр.п.). Професионалните дейности и научните изследвания оказаха отрицателен принос (-0.1 пр.п.), а образованието и здравеопазването, социалната работа и културата, спорът и развлеченията бяха неутрални към растежа. Картината на приносите на отделните групи услуги отразява случилото се в този сектор през третото тримесечие – активен туристически сезон, засилени покупки на недвижими имоти и автомобили, стимулирани от ниските лихви по депозити и кредити, както и от растящите трудови възнаграждения в страната.

В брутна добавена стойност компенсациите на наетите през третото тримесечие нараснаха с 5.5% номинално на годишна база. На този фон брутният опериращ излишък, който е индикатор за производствената дейност на фирмите, се увеличи с 3.4%. Като цяло брутната добавена стойност нарасна с 5.7% в номинално изражение.

## Баланс на консолидирания бюджет (млн. лв.)



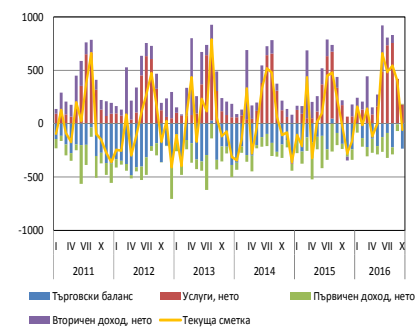
Източник: МФ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

## Държавен дълг (млрд. евро)



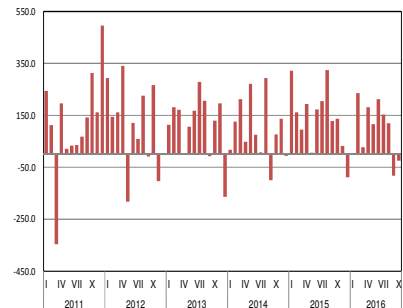
Източник: МФ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

## Текуща сметка на платежния баланс (млн. евро)



Източник: БНБ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

## Преки чуждестранни инвестиции (млн. евро)



Източник: БНБ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

## Бързо задлъжняване на страната

В края на октомври 2016 г. държавният бюджет регистрира излишък от 3.4 млрд. лв., докато към същия период на 2015 г. той отчете излишък от 63.9 млн. лв. Приходите и помощите, събрани от държавата за първите десет месеца на годината, възлязоха на 28.3 млрд. лв. (6.6% ръст на годишна база), а разходите (в т.ч. вноската в бюджета на ЕС) - на 24.9 млрд. лв. (6.1% спад). Дефицитът, заложен в Бюджет 2016 г. на ниво от 2.5% от БВП, очевидно няма да бъде постигнат и към края на годината се очаква слаб излишък. На практика това означава, че данните за последните два месеца от годината ще покажат по-значителни бюджетни разходи на фона на относително добра събираемост на приходите.

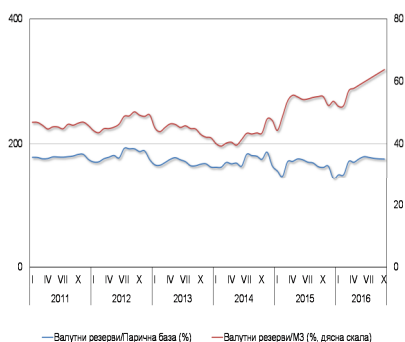
Спрямо октомври 2015 г. публичният дълг към октомври 2016 г. отбеляза солиден ръст от 2.7 млрд. лв. Нивата на дълг, достигнати към октомври, са съответно 19.2 млрд. лв. външен дълг и 6.9 млрд. лв. вътрешен, или общо 25.9 млрд. лв.

## Ръст на износа

През октомври салдото на текущата сметка на платежния баланс се обърна в отрицателно в размер на 57.4 млн. евро, при дефицит от 191.0 млн. евро за октомври 2015 г. На годишна база ръстът на износа на стоки бе солиден, достигайки 12.3% през октомври според данните на БНБ. Вносът от своя страна също нарасна, но по-бавно – със 7.8%. Тази динамика доведе до леко свиване на дефицита по търговския баланс до 233.1 млн. евро, което е с 61.6 млн. евро по-малко от дефицита за октомври 2015 г. Салдото на услугите за периода бе очаквано положително, на ниво от 179.0 млн. евро, като се сви с 25.0 млн. евро на годишна база. Първичният доход, традиционно отрицателен, премина в положителен, макар и незначителен, в размер от 5.8 млн. евро (-47.0 млн. евро година назад), а вторичният доход, традиционно силно положителен, премина в отрицателен, също така в малък размер от 9.1 млн. евро (46.9 млн. евро за октомври 2015 г.).

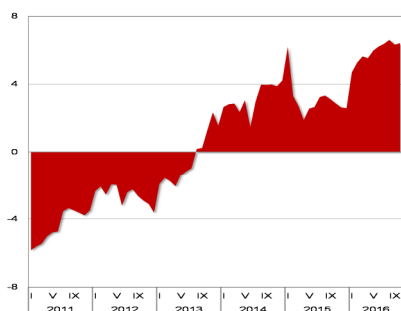
Нетните преки чуждестранни инвестиции в страната бяха -25.5 млн. евро за октомври 2016 г., като намаляха значително на годишна база (137.8 млн. евро за октомври 2015 г.). За периода януари-октомври те бяха 942.1 млн. евро, при 1.7 млрд. евро за същия период на миналата година.

## Покритие на паричната база и широките пари (МЗ) с валутни резерви (%)



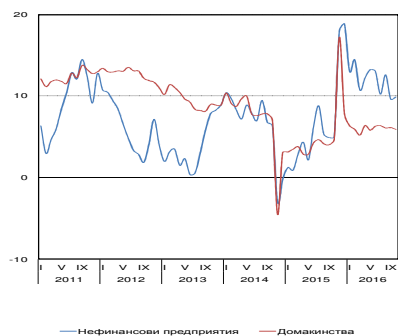
Източник: БНБ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

## Нетни чуждестранни активи на банките (млрд. лв.)



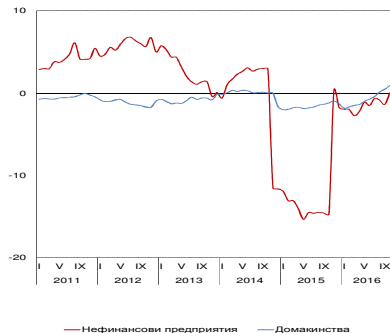
Източник: БНБ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

## Кредити (% , годишен темп)



Източник: БНБ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

## Депозити (% , годишен темп)



Източник: БНБ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

## Валутният борд и банковата система са стабилни

През октомври се наблюдаваше спад на валутните резерви спрямо нивото им от септември - с 527.2 млн. лв. Същевременно и паричната база се сви, макар и по-малко - с 255.5 млн. лв., вследствие от намаление на задълженията към банките - с 242.1 млн. лв., и на банкнотите и монетите в обръщение с 13.4 млн. лв. В резултат, през октомври покритието на паричната база с валутни резерви се понижи минимално с 0.3 пр.п. спрямо септември и достигна 175.9%. От своя страна широките пари (МЗ) нараснаха с 256.8 млн. лв. за периода, което доведе до намаление в покритието им с валутни резерви с 0.9 пр.п. на месечна база до 58.4% към октомври. Тези данни свидетелстват за стабилността на валутния борд.

Нетните чуждестранни активи на банките нараснаха на месечна база с 89.6 млн. лв. до 6.4 млрд. лв. към края на октомври. Увеличението бе резултат от по-интензивен ръст на чуждестранните активи с 354.9 млн. лв. в сравнение с чуждестранните пасиви - с 265.3 млн. лв. Тази динамика е следствие от средата на много ниски до отрицателни лихви, която кара българските банки да търсят лихвоносни чуждестранни активи. От друга страна, високата ликвидност на банките прави неособено рентабилни чуждестранните пасиви и те нарастват по-бавно от активите.

## Ръст на кредитирането

Към октомври паричната статистика на БНБ отчита годишен ръст на кредитите с 0.4%, след двадесет и три поредни месеца на спад. В рамките на този резултат годишният ръст при кредитите към домакинствата беше 0.9%, докато кредитите към нефинансови предприятия регистрираха нулев прираст. Това развитие беше очаквано, след като на месечна база кредитирането като цяло бе осем месеца на положителна територия. Лошите и реструктурирани кредити в банковата система (без овърдрафт) леко понижиха нивото си от септември с 0.3 пр.п. до 21.1% през октомври, което е все още високо. При домакинствата тези кредити бяха 16.2%, докато при нефинансовите предприятия те достигнаха по-значителен дял от 24.9%.

Депозитите през октомври отново бележат годишен ръст от 7.1%. За депозитите на домакинствата ръстът беше 5.9%, а за тези на нефинансовите предприятия 9.9%. За дванадесети пореден месец депозитите на фирмите бележат значително увеличение на годишна база, което корелира със спада на инвестициите в рамките на БВП. Ограниченият брой на обещаващи инвестиционни проекти в реалната икономика е проблем на икономиката, който се явява и във връзка с несигурната политическа ситуация към момента.

	2012	2013	2014	2015	2016e	2017f
БВП (реален растеж, %)	0.0	0.9	1.3	3.6	3.3	3.0
Номинален БВП (млрд. евро)	41.9	42.0	42.8	45.3	46.8	49.1
Номинален БВП на глава от населението (евро)	5725.0	5790.0	5939.0	6231.0	6420.0	6798.0
Номинален БВП на глава от населението (евро по ППС)	12100.0	12000.0	12200.0	12500.0	12800.0	13300
Индивидуално потребление (реален растеж, %)	2.7	-1.1	2.5	0.7	2.1	3.0
Колективно потребление (реален растеж, %)	1.0	3.1	-0.8	0.4	-1.8	1.0
Инвестиции в основен капитал (реален растеж, %)	1.8	0.3	3.4	2.5	-0.1	3.0
Износ на стоки и услуги (реален растеж, %)	0.8	9.2	-0.1	7.6	5.3	5.0
Внос на стоки и услуги (реален растеж, %)	4.5	4.9	1.5	4.4	3.8	4.5
Индустриално производство (растеж, %)	-0.4	-0.1	1.9	2.8	2.4	4.2
Цени на производител, средногодишни (растеж, %)	4.2	-1.4	-1.2	-1.9	-3.0	1.0
Потребителски цени, средногодишни (растеж, %)	3.0	0.9	-1.4	-0.1	-0.6	1.6
Потребителски цени в края на годината (растеж, %)	4.2	-1.6	-0.9	-0.4	-0.3	2.0
Средна месечна брутна работна заплата (лева)	771	799	817	882	975	1050
Средна месечна брутна работна заплата (растеж, %)	10.6	3.7	2.2	7.9	10.5	7.7
Средна месечна брутна работна заплата (евро)	385	400	409	441	488	525
Средна брутна работна заплата в промишлеността (растеж, %)	12.7	0.7	1.5	8.7	10.6	8.2
Заети (НРС, хил. души, средногодишно)	2934.0	2934.9	2981.4	3031.8	3062,5	3083.0
Заети (НРС, средногодишно, % нарастване)	-1.1	0.0	1.6	1.7	1.0	0.7
Коефициент на безработица (средногодишно, %)	12.3	12.9	11.4	9.2	7.8	7.4
Бюджетен баланс (% от БВП)	-0.4	-1.8	-3.7	-2.8	0.3	-1.5
Публичен дълг (% от БВП)	16.7	17.2	26.4	25.6	29.0	29.0
Износ на стоки (млрд. евро)	20.8	22.2	22.1	22.3	22.2	23.1
Внос на стоки (млрд. евро)	24.2	24.6	25.0	24.1	23.1	25.7
Търговски баланс (млрд. евро)	-3.9	-2.9	-2.7	-1.9	-0.9	-2.6
Текуща сметка (млрд. евро)	-0.1	0.8	0.5	0.5	1.0	-0.2
Текуща сметка (% от БВП)	-0.2	1.9	1.2	1.1	2.1	-0.5
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	3.9
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	45.9	51.2	43.9
Брутен външен дълг (млрд. евро)	37.7	36.9	39.8	34.1	34.5	36.0
Брутен външен дълг (% от БВП)	89.9	87.9	93.1	75.3	73.7	73.4
EUR/BGN (в края на годината)	1.96	1.96	1.95	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 декември 2016г.		
Moody's	Baa2	стабилна		Рейтингът бе потвърден през юни 2016г.		
Fitch	BBB-	стабилна		Рейтингът бе потвърден през декември 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 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, 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.raiffeisensearch.at/specialcompensation>), анализаторите, наети от РБИ и РББГ, не се възнаграждат за специфични инвестиционни банкови сделки. Възнаграждението на 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 въвели 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 ("KMG"), нито реклама по смисъла на KMG или на Boerseggesetz. 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 отпране 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 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 променяни, 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 ЛИХТЕНШАЙН:** 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 справедливото представяне на инвестиционни препоръки и оповестяването на конфликт на интереси беше въведена в националното законодателство на Княжество Лихтенщайн чрез Finanzanalyse-Marktmisbrauchs-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 разграничимо от останалите условия, се счита за несъществуващо в тази „Ограничена отговорност“; то по никакъв начин не засяга законосъобразността, действителността или изпълнимостта на останалите условия.

