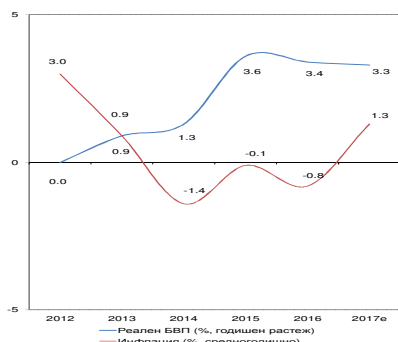
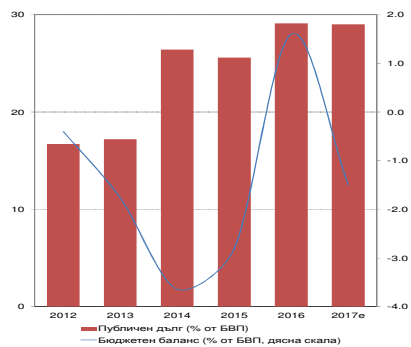


Реален БВП и инфлация



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:

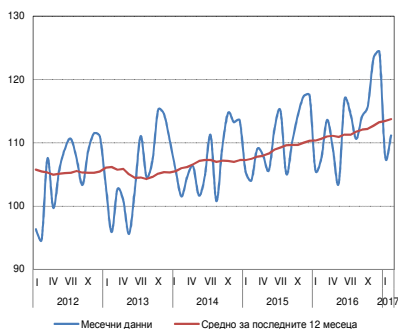
Божидар Гюров
bojidar.gyurov@raiffeisen.bg

Акценти

- Наблюдава се ръст на индустриалното производство и вътрешната търговия през февруари, докато строителството продължи да се свива, макар и със забавени темпове.
- През март индексът на потребителските цени показва месечна дефлация от 0.5%, но от началото на годината се натрупа инфлация от 0.8%, като се очаква тя да се засили поради увеличените цени на газта от 1 април.
- Въпреки бюджетния излишък за първите два месеца на 2017 г. държавните приходи нарастваха по-бавно от държавните разходи.
- Спрямо предходния февруари държавният дълг отчете нарастване с 3.6 млрд. лв. или с 15.7% на годишна база, като ръстът на външния държавен дълг бе значителен, докато вътрешният намаля.
- Текущата сметка на платежния баланс бе отново положителна през февруари. В структурата ѝ салдата на услугите, първичния и вторичния доход бяха положителни, а балансът на търговията със стоки - отрицателен.
- Валутният борд е стабилен, със солидно покритие на паричната база с валутни резерви.
- Отново бе наблюдаван годишен ръст на кредитите и депозитите. Средните номинални лихви се задържаха приблизително на нивата си от януари.

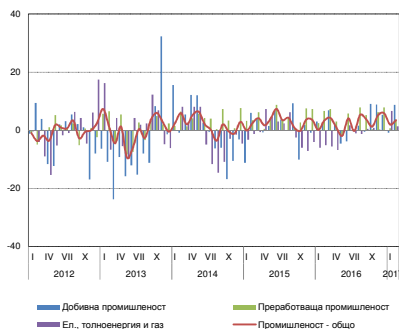
Комисията за енергийно и водно регулиране (КЕВР) утвърди увеличение на цената на природния газ с 29.6% от 1 април 2017 г. Като причина посочиха по-високите цени на алтернативните горива на международните пазари през последните 9 месеца, както и по-високия курс на американския долар. В резултат на увеличението, през второто тримесечие на годината цената на газа за крайните потребители стана 363.3 лв. за 1000 куб. м., като преди увеличението беше 299.9 лв. Решението на КЕВР бе посрещнато с остри реакции от Федерацията на потребителите в България, Гражданското движение „Днес“ и др. Сдруженията дори подадоха жалба пред Върховния административен съд поради съмнения, че решението на регулатора е незаконосъобразно. Значителното поскъпване на газа ще се отрази върху цените на парното, топлата вода и електроенергията, като според доклада на КЕВР топлоенергията ще поскъпне с между 18 и 37%. Като цяло, очаква се поскъпият газ да се отрази и върху ценовото равнище в страната, което от началото на годината вече следва тенденция на плавно повишаване.

Индекс на индустриалното производство



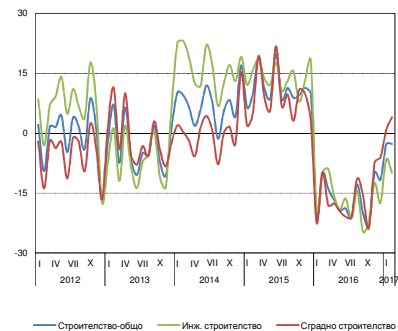
Източник: НСИ, РБИ/Раифайзен РИСЪРЧ

Индустриално производство по компоненти (% годишен темп)



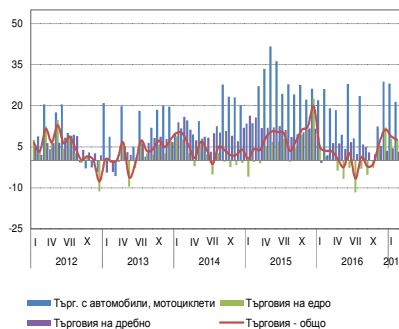
Източник: НСИ, РБИ/Раифайзен РИСЪРЧ

Строителство по компоненти (% годишен темп)



Източник: НСИ, РБИ/Раифайзен РИСЪРЧ

Вътрешна търговия по компоненти (% годишен темп)



Източник: НСИ, РБИ/Раифайзен РИСЪРЧ

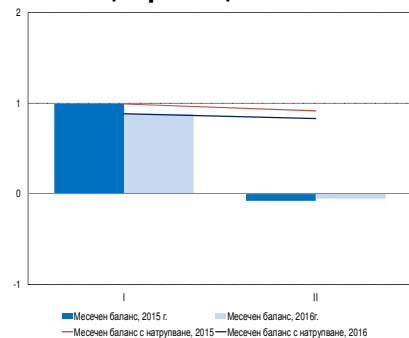
Ръст в индустрията и търговията, спад в строителството

През февруари 2017 г. индексът на индустриалното производство слабо се повиши - до 111.1 пункта, или с 3.2% спрямо януари. В сравнение с предходния февруари той също отбеляза ръст от 3.5%. Неговата месечна динамика за последните дванадесет месеца задвижи средната му стойност за този период леко нагоре - до 114 пункта, надхвърляйки средното ниво от 113 пункта, поддържано от ноември миналата година насам. Годишният ръст на индекса на индустриалното производство през февруари се дължеше на увеличение в продукцията на добивната (8.7%) и преработващата промишленост (3.6%), както и на производството на електричество, топлоенергия и газ (1.3%). Ръстът на промишленото производство настъпи въпреки понижените разходи за придобиване на дълготрайни активи в промишлеността през 2016 г., макар и само с 1.6% по-малко в сравнение с предходната година. Анкета на Националния статистически институт (НСИ) показва, че плановете на промишлените предприятия за 2017 г. включват поредно свиване на инвестициите със 7.4% спрямо 2016 г.

През февруари темпът на спад на строителството слабо се понижи до 2.7% на годишна база (-2.8% за януари). Спадът бе следствие от солидно свиване при гражданското и инженерното строителство с 10.0%, което ръстът на сградното строителство с 3.9% не можа да преодолее. Като цяло строителството намалява на годишна база от края на 2015 г., но със забавящ се темп от ноември 2016 насам. За този период гражданското и инженерното строителство монотонно се свива, поради много слабото усвояване на еврофондове - следствие от началната фаза на програмния период за финансиране по европейски програми, както и от изборната ситуация в страната. От друга страна, от ноември 2016 г. насам сградното строителство забави темпа си на спад и през януари и февруари 2017 г. премина в ръст. Очаква се ръстът в сегмента на гражданското и инженерното строителство постепенно да се възобнови през втората половина на годината на фона на плавно повишаване на сградното строителство.

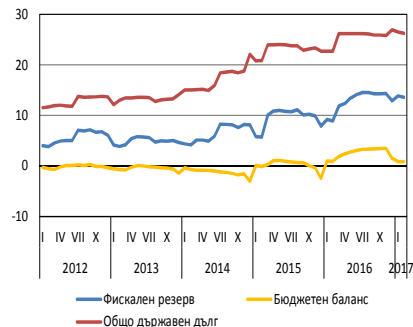
За четвърти пореден месец, през февруари оборотът на вътрешната търговия нарасна на годишна база - със 7.5%. Повишение се наблюдаваше и в трите сегмента на търговията. Така продажбите на автомобили и мотоциклети реализираха ръст от 21.4%, оборотът на търговията на едро се ускори със 7.3%, а този на търговията на дребно нарасна с 3.2%.

Баланс на консолидирания бюджет (млрд. лв.)



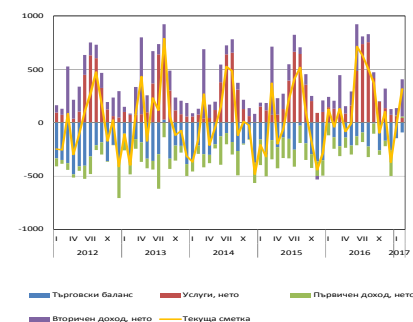
Източник: МФ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

Държавен дълг (млрд. евро)



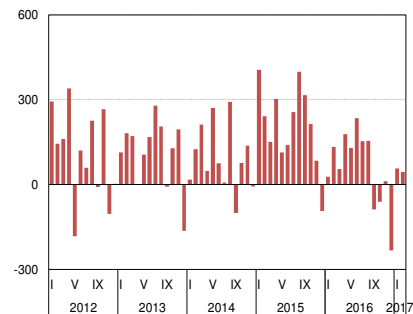
Източник: МФ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

Текуща сметка на платежния баланс (млн. евро)



Източник: БНБ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

Преките чуждестранни инвестиции в България (нето, млн. евро)



Източник: БНБ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

Бюджетен излишък

Към февруари бюджетното салдо остана положително (831.8 млн. лв.), като положителният баланс от януари (884.2 млн. лв.) слабо се понижи. За разлика от бюджет 2016, за първите два месеца на 2017 г. приходите на държавата нарастваха по-бавно от разходите. Така през януари и февруари се наблюдаваше ръст на приходите съответно от 6.9% и 3.9%, докато разходите нараснаха с 12.6% и 7.3%. От страна на приходите ръстът се движеше от данъците, а при разходите главно от социалните разходи и субсидиите.

Фискалният резерв (на депозити) нарасна с 359.9 млн. лв. през февруари (спрямо януари), докато вземанията от ЕС намаляха с 618.2 млн. лв. Като цяло резервът се сви с 258.3 млн. лв. до 13.6 млрд. лв.

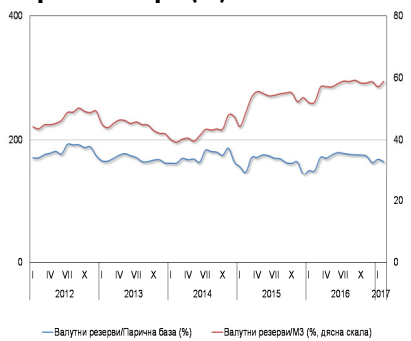
Публичният дълг през февруари намаля с 256.4 млн. лв. спрямо нивото си от януари и достигна 26.2 млрд. лв. Спрямо предходния февруари той отчете нарастване с 3.6 млн. лв. или с 15.7% на годишна база. В общото годишно нарастване на публичния дълг, вътрешният дълг намаля за периода с 1.0 млрд. лв. на годишна база, докато външният се увеличи с 4.6 млрд. лв. до 20.1 млрд. лв.

Положителна текуща сметка

През февруари текущата сметка на платежния баланс остана положителна, като възлезе на 316.8 млн. евро (-37.7 млн. евро за февруари 2016 г.). Положителното салдо бе съвкупен резултат от дефицит при търговията със стоки (-90.7 млн. евро) и от положителни салда при услугите (45.5 млн. евро), първичния доход (12.3 млн. евро) и вторичния доход (349.6 млн. евро). Кумулативно, за първите два месеца на годината текущата сметка също бе положителна, като достигна 319.3 млн. евро, на фона на излишък от 87.7 млн. евро за същия период на миналата година.

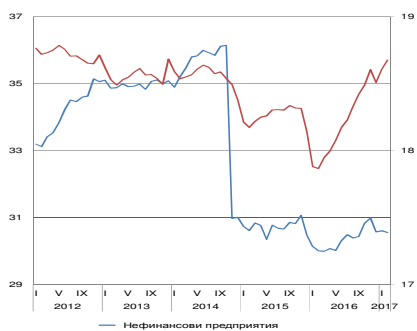
Преките чуждестранни инвестиции (ПЧИ) в страната бяха в размер на 45.0 млн. евро за февруари 2017 г., при положителен поток от 133.6 млн. евро за същия месец на миналата година. От друга страна, преките инвестиции в чужбина намаляха с 11.8 млн. евро за февруари 2017 г., при ръст с 12.4 млн. евро за февруари миналата година. За януари-февруари 2017 г. ПЧИ възлязоха на 102.4 млн. евро, което бе с 59.3 млн. евро по-малко, отколкото за първите два месеца на 2016 г. По отношение на географското им разпределение, най-големите преки инвеститори в България бяха Холандия (35.1 млн. евро), Малта (16 млн. евро) и Германия (11.5 млн. евро).

Покритие на паричната база и широките пари (%)



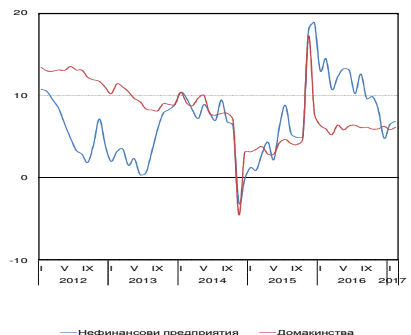
Източник: БНБ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

Кредити по видове (% годишен темп)



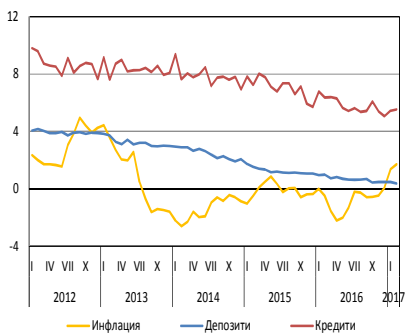
Източник: БНБ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

Депозити по видове (% годишен темп)



Източник: БНБ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

Средни годишни лихвени проценти по кредити и депозити (%)



Източник: БНБ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

Валутният борд е стабилен

Въпреки че на месечна база валутните резерви на страната нараснаха с 1.4 млрд. лв. през февруари, покритието на паричната база с валутни резерви се сви с 3.9 пр.п. до 165.1%. Това покритие гарантира в достатъчна степен стабилността на валутния борд, тъй като по закон са достатъчни 100% покритие. Причина за понижаването на покритието през февруари бе разширяването на паричната база с 1.5 млрд. лв. в сравнение с предходния месец, въз основа на незначителен ръст при парите в обръщение с 38.9 млн. лв. и солидно увеличение на задълженията към банки с 1.4 млрд. лв. Задълженията към банки нараснаха поради факта, че търговските банки държаха повече свръхрезерви в БНБ през февруари.

От своя страна покритието на широките пари (М3) с валутни резерви нарасна с 1.7 пр.п. през февруари, което отразява по-бавния месечен ръст на агрегата М3 - с 87.6 млн. лв. (0.1%), в сравнение с нарастването на валутните резерви (3.1%).

Ръст при кредитите и депозитите

Паричната статистика на БНБ отново отчита годишен ръст на кредитите - с 2.8% през февруари, движен от нарастване при кредитите към домакинствата с 4.5% и на кредитите към нефинансови предприятия с 1.8%. По-слабият ръст на кредитите към нефинансовите предприятия се дължеше на по-песимистични очаквания на бизнеса, който планира по-малко инвестиции през 2017 г. През февруари относителният дял на лошите и реструктурирани кредити (без овърдрафт) бе 20.2%, като се задържа приблизително на нивото си от януари, което бе относително високо (20.1%). В рамките на кредитите към нефинансови предприятия този дял беше по-значителен (24.5%), докато при кредитите към домакинствата – по-малък (14.8%). В средносрочна перспектива очакваме задържане на лошите и реструктурирани кредити на сравними нива.

Както кредитите, така и депозитите през февруари нараснаха - с 6.4% на годишна база, като депозитите на домакинствата се увеличиха с 6.1%, а тези на нефинансовите предприятия с 6.9%.

През февруари средните номинални лихви се задържаха приблизително на нивата си от януари. Така при депозитите те бяха 0.4% (0.1 пр.п. над януари), а при кредитите 5.5% (0.1 пр.п. под януари).

Като цяло очакваме лихвените нива да се задържат на подобни нива през следващите месеци.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018f
БВП (реален растеж, %)	0.0	0.9	1.3	3.6	3.4	3.3	3.3
Номинален БВП (млрд. евро)	41.9	42.0	42.8	45.3	47.4	49.8	52.5
Номинален БВП на глава от населението (евро)	5725.0	5784.3	5937.3	6330.3	6620.8	6798.0	6986.0
Номинален БВП на глава от населението (евро по ППС)	12100.0	12000.0	12200.0	12500.0	12800.0	13300	13900
Индивидуално потребление (реален растеж, %)	2.3	-2.2	2.5	3.9	2.1	2.6	2.5
Колективно потребление (реален растеж, %)	-0.5	1.4	-0.8	2.9	-0.4	1.0	1.5
Инвестиции в основен капитал (реален растеж, %)	1.8	0.3	3.4	2.7	-4.0	2.4	4.5
Износ на стоки и услуги (реален растеж, %)	2.0	9.6	3.1	5.7	5.7	5.5	5.5
Внос на стоки и услуги (реален растеж, %)	5.5	4.3	5.2	5.4	2.8	4.2	4.7
Индустриално производство (растеж, %)	-0.4	-0.1	1.8	2.9	2.7	3.3	4.0
Цени на производител, средногодишни (растеж, %)	4.2	-1.6	-1.2	-1.9	-3.0	1.0	1.6
Потребителски цени, средногодишни (растеж, %)	3.0	0.9	-1.4	-0.1	-0.8	1.3	2.0
Потребителски цени в края на годината (растеж, %)	4.2	-1.6	-0.9	-0.4	0.1	1.8	3.0
Средна месечна брутна работна заплата (лева)	771	799	817	882	950	1015	1120
Средна месечна брутна работна заплата (растеж, %)	10.6	3.7	2.2	7.9	7.7	6.9	10.3
Средна месечна брутна работна заплата (евро)	394	409	418	451	486	519	573
Средна брутна работна заплата в промишлеността (растеж, %)	13.0	3.0	0.9	9.3	8.3	7.6	6.7
Заети (НРС, хил. души, средногодишно)	2934.0	2934.9	2981.4	3031.8	3016.8	3063.0	3064.0
Заети (НРС, средногодишно, % нарастване)	-1.1	0.0	1.6	1.7	-0.5	1.5	0.0
Коефициент на безработица (средногодишно, %)	12.3	12.9	11.4	9.1	7.6	6.4	6.0
Бюджетен баланс (% от БВП)	-0.4	-1.8	-3.6	-2.8	1.6	-1.5	-2.0
Публичен дълг (% от БВП)	16.7	17.2	26.4	25.6	29.1	29.0	31.0
Износ на стоки (млрд. евро)	20.8	22.2	22.1	23.0	22.2	24.5	25.0
Внос на стоки (млрд. евро)	25.5	25.8	26.1	26.4	23.1	26.2	26.9
Търговски баланс (млрд. евро)	-4.0	-2.9	-2.8	-2.6	-1.8	-1.7	-1.9
Текуща сметка (млрд. евро)	-0.4	0.5	0.0	-0.1	2.0	1.7	0.5
Текуща сметка (% от БВП)	-0.9	1.3	0.1	-0.1	4.2	3.4	1.0
Нетни преки чуждестранни инвестиции (млрд. евро)	1.3	1.4	1.2	2.5	0.7	1.6	2.0
Нетни преки чуждестранни инвестиции (% от БВП)	3.1	3.3	2.7	5.6	1.5	3.2	3.8
Валутни резерви на БНБ (млрд. евро)	15.6	14.4	16.5	20.3	23.9	23.0	23.4
Валутни резерви на БНБ (% от БВП)	37.1	34.3	38.7	44.8	50.5	46.2	44.6
Брутен външен дълг (млрд. евро)	37.7	36.9	39.3	33.9	34.6	34.5	36.0
Брутен външен дълг (% от БВП)	89.9	87.9	92.0	79.4	81.0	69.3	68.6
EUR/BGN (в края на годината)	1.96	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 декември 2016г.			
Moody's	Baa2	стабилна		Рейтингът бе потвърден през януари 2017г.			
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. "Будапеща" 16 и Българска Народна Банка, гр. София 1000, пл. "Княз Александър I" №1. Допълнително, Райфайзенбанк (България) ЕАД е обект на 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.raiffeisenresearch.at/specialcompensation>), 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 лица, 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 ("KMG"), нито реклама по смисъла на KMG или на Voerseggesetz. 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 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 действашите 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 уведомяване. 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 ЛИХТЕНШТАЙН: 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 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.

