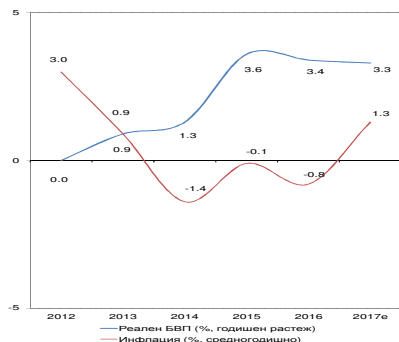
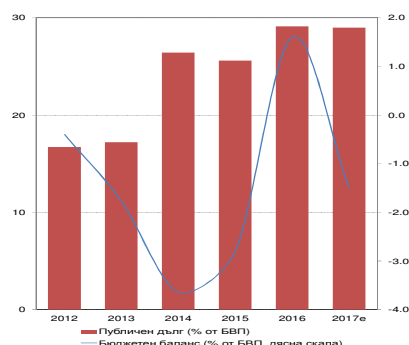


Реален БВП и инфлация



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

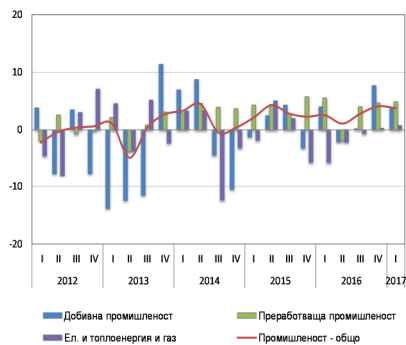
Акценти

- Реалният БВП през първото тримесечие на 2017 г. нарасна с 3.4% на годишна база, движен от крайното потребление, докато приносът на инвестициите и нетния експорт бяха отрицателни.
- Валутният борд е стабилен въз основа на високо покритие на паричните агрегати с валутни резерви.
- Отразявайки динамиката на БВП, за периода януари-март заетостта нарасна, а безработица спадна.
- Месечната инфлация за април беше положителна, след отрицателна през март.
- За първите три месеца на годината се натрупа значителен бюджетен излишък, на фона на почти непроменен обем на публичния дълг.
- Текущата сметка на платежния баланс регистрира излишък, който обаче бе по-нисък от този за първото тримесечие на миналата година.
- Обемът на новите кредити и депозити нарасна на фона на относително стабилни лихвени равнища. Относителният дял на лошите и реструктурирани кредити (без овърдрафт) се сви спрямо март миналата година.

През май 2017 г. Европейската комисия излезе с редовния си годишен доклад, в който формулира четирите основни реформи, които България трябва да извърши през 2017 година:

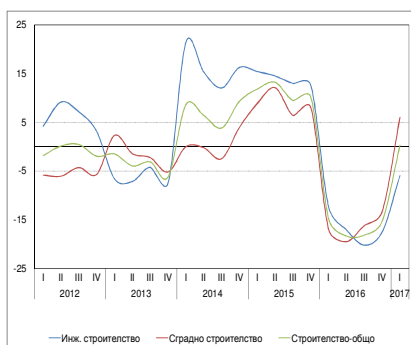
1. Да подобри събираемостта на данъците и борбата със сивата икономика. Въпреки че се отчита подобрение спрямо миналата година, повишаването на събираемостта остава главното предизвикателство за държавата.
2. Да вземе допълнителни мерки за надзор на банките, застрахователите и пенсионните фондове. Стрес тестовете от 2016 г. потвърдиха стабилността на финансовия сектор, но разкриха и слабости в някои системно важни институции.
3. Да подобри политиките и програмите за пазара на труда с цел преодоляване на неравенството на доходите. Към момента се наблюдава високо равнище на дългосрочна безработица и недостатъчна професионална квалификация на търсещите работа.
4. Да наложи ефективно прилагане на новата национална стратегия в сферата на обществените поръчки.

Индустрия по сектори (% , годишен темп)



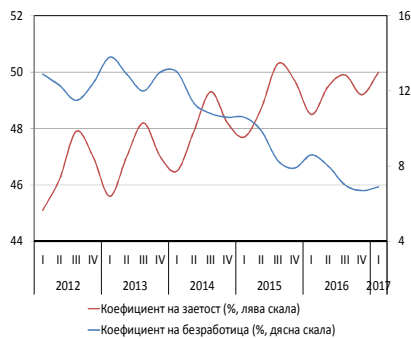
Източник: НСИ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

Индекс на строителство по сегменти (% , годишен темп)



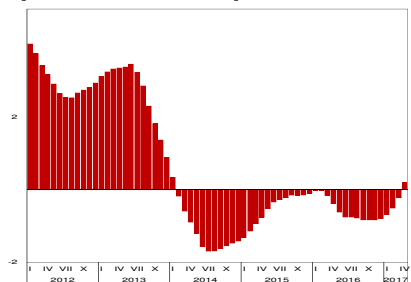
Източник: НСИ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

Коефициенти на заетост и безработица



Източник: НСИ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

Средногодишна инфлация (%)



Източник: НСИ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

БВП отново нарасна над 3 процента

Според експресните оценки на НСИ, през първото тримесечие на 2017 г. БВП се увеличи с 3.4% в реално изражение спрямо същото тримесечие на 2016 г. Неговият най-значителен компонент от страна на търсенето – крайното потребление (87.6% от БВП), нарасна значително - с 4.1% на годишна база. По-малкият компонент – брутно образование на основен капитал (17.5% от БВП), се сви с 5.4%. Третият компонент – нетният експорт, беше отрицателен (-5.1% от БВП), като износът нарасна със 7.2% на годишна база през тримесечието, а вносът с 10.6%.

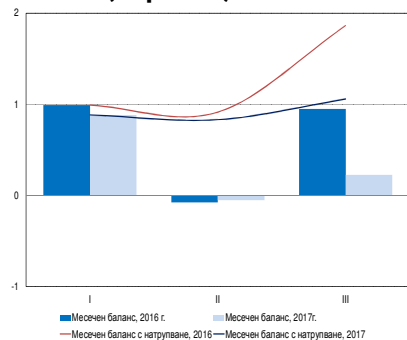
От страна на производството, през първото тримесечие продукцията на индустрията нарасна с 3.8% на годишна база. От компонентите ѝ, преработващата промишленост отбеляза солидно увеличение с 4.9%, добивната промишленост - ръст с 3.8%, а производството на електро-, топлоенергия и газ - с 0.8%. Подобно на индустрията, строителството също нарасна за периода, макар и с много по-слаб темп от 0.3% на годишна база, след като и за четирите тримесечия на предходната година бележеше спадове. Неговият слаб ръст бе резултат от очаквано увеличаване на сградното строителство - с 6.0%, което бе съпътствано от свиване в сегмента на гражданското и инженерно строителство с 5.9%. Последното е свързано с преходната политическа ситуация в страната от последните шест месеца, свързана с проведените президентски и парламентарни избори в този период.

През следващите тримесечия очакваният по-бърз ръст на региона ще подкрепи износа. От своя страна потреблението ще продължи да нараства, а брутно образование на основен капитал постепенно ще забави спада си въз основа на постигнатата политическа стабилност и в частност поради подобрене при усвояването на еврофондове. Като цяло обаче усвояването на ерофондове през 2017 г. няма да бъде значително. На този фон лихвите по кредитите ще се задържат на ниски нива, а публичните разходи за инвестиции умерени.

Коефициентът на заетост нарасна с 1.5 пр.п. на годишна база през първото тримесечие на 2017 г. и достигна 50.0%. От друга страна, коефициентът на безработица намалю с 1.7 пр.п. за периода до 6.9%. Двата показателя отразяват положителната динамика на БВП за тримесечието и се очаква те бавно да продължат да се подобряват.

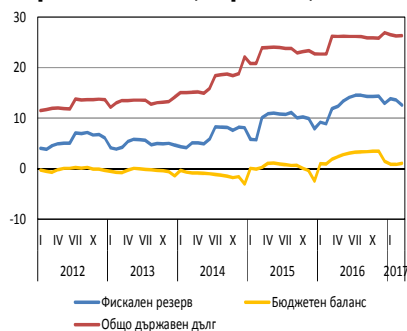
Месечната инфлация за април беше положителна на ниво от 0.7%, като тя повлия за преминаването на средногодишната инфлация в положителната област, която за април нарасна до ново ниво от 0.2%. Средногодишната инфлация бе положителна за пръв път от януари 2014 г. насам.

Баланс на консолидирания бюджет (млрд. лв.)



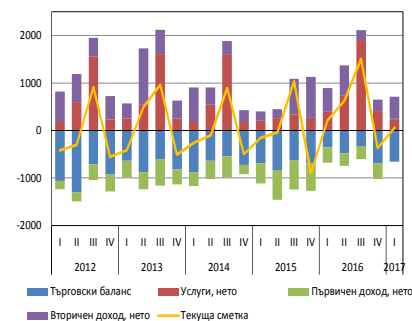
Източник: МФ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

Държавен дълг (млрд. лв.)



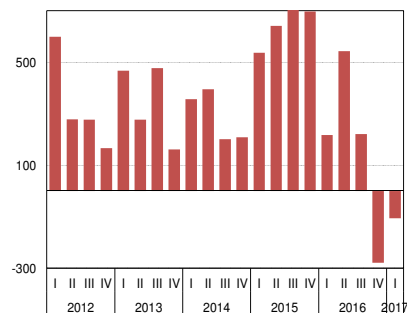
Източник: МФ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

Текуща сметка на платежния баланс (млн. евро)



Източник: БНБ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

Преки чуждестранни инвестиции в страната (млн. евро)



Източник: БНБ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

Бюджетен излишък и стабилен дълг

Към края на март 2017 г. държавният бюджет натрупа излишък от 1.1 млрд. лв., като за същия период на миналата година той бе в размер на 1.9 млрд. лв. Отнесен към БВП за тримесечието (19.6 млрд. лв.), излишъкът в края на първото тримесечие на 2017 г. съставлява 5.4% от него. Приходите и помощите, събрани от държавата за първите три месеца на годината, възлязоха на 8.8 млрд. лв. (2.9% спад на годишна база), а разходите (в т.ч. вноската в бюджета на ЕС) на 7.8 млрд. лв. (7.5% ръст). Спадът на приходите бе съвкупен резултат от 7.6 пр.п. принос на данъчните приходи, -0.3 пр.п. на неданъчните приходи и -10.2 пр.п. принос на помощите, вследствие на много слабо усвояване на европейски пари за тримесечието. Увеличаването на данъчните приходи бе следствие главно от ръста на икономиката. Най-голям принос за увеличените общи разходи имаха социалните разходи (2.4 пр.п.), субсидиите (2.4 пр.п.) и лихвите по публичния дълг (1.2 пр.п.). Като цяло данните показват здравословна картина на консолидирания бюджет, въпреки спада при приходите и ръста на разходите за тримесечието.

Фискалният резерв се сви до 12.6 млрд. лв. през март, което съответства на спад от 1 млрд. лв. спрямо февруари, при задържане нивото на държавния дълг на ниво от 26.3 млрд. лв.

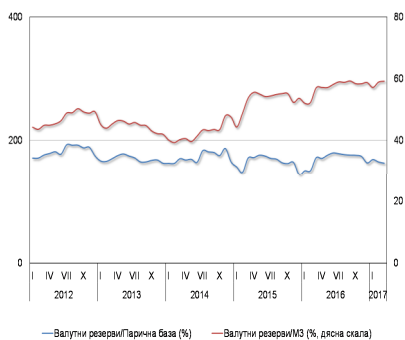
Положително салдо по текущата сметка

През първото тримесечие салдото по текущата сметка на платежния баланс премина в положително, достигайки ниво от 59.9 млн. евро (0.1% от БВП), при излишък от 218.7 млн. евро за първото тримесечие на 2016 г. (0.5% от БВП). В рамките на сметката, износът на стоки нарасна със 17.7% на годишна база за периода януари-март 2017 г. Вносът обаче също нарасна – с цели 22.0%. Тази динамика доведе до разширяване на дефицита по търговския баланс до 653.6 млн. евро (-1.3% от БВП), което е с 298.1 млн. евро повече от дефицита за първото тримесечие на 2016 г. Салдото на услугите бе очаквано положително за тримесечието - на ниво от 239.8 млн. евро (0.5% от БВП), като обаче значително се сви - със 156.1 млн. евро на годишна база. Натрупаното салдо по вторичния доход отново силно подкрепи текущата сметка – с 464.1 млн. евро (1.0% от БВП), а първичният доход премина в положителен, макар и с незначително салдо от 9.6 млн. евро (0.02% от БВП).

За периода януари-март 2017 г. нетните преки чуждестранни инвестиции в страната бяха отрицателни в размер на 106.0 млн. евро, като се свиха с 323.2 млн. евро на годишна база. Най-големият нетен чуждестранен инвеститор в страната за първото тримесечие бе Норвегия със 17.7 млн. евро.

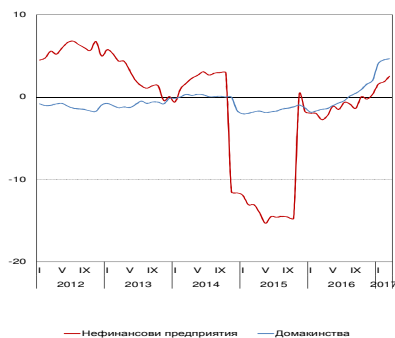


Покритие на паричната база и МЗ с валутни резерви



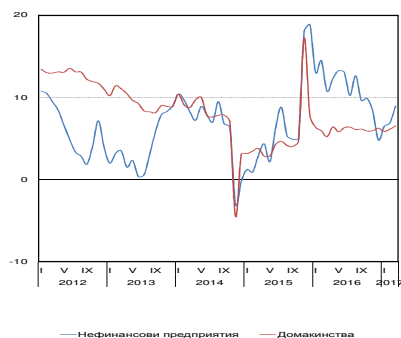
Източник: БНБ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

Кредити (% годишен темп)



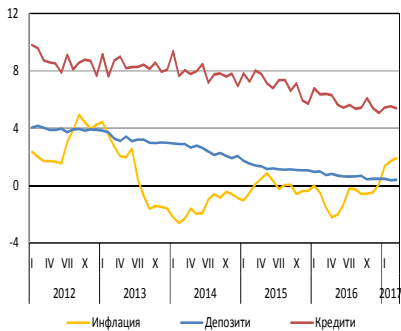
Източник: БНБ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

Депозити (% годишен темп)



Източник: БНБ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

Средни годишни лихвени проценти (%)



Източник: БНБ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

Валутният борд е стабилен

През март се наблюдаваше ръст на валутните резерви с 380.8 млн. лв. спрямо февруари. От своя страна покритието на паричната база с валутни резерви умерено се сви - с 2.0 пр.п. до 163.0%, като свиването се дължеше на разширяване на паричната база с 585.8 млн. лв. Тя се разшири в резултат на месечно наставане на задълженията към банките с 607.5 млн. лв. на фона на незначителен спад при парите в обръщение с 21.7 млн. лв. Покритието на широките пари (МЗ) с валутни резерви слабо се покачи - с 0.3 пр.п. до 58.9%, въз основа на ръста при валутните резерви и по-ограничено нарастване на МЗ с 230.5 млн. лв. Покритието и на двата парични агрегата с валутни резерви свидетелстват за стабилността на валутния борд.

Ръстът на кредитите е устойчив

Според паричната статистика на БНБ през март 2017 г. обемът на кредитите към фирми и граждани нарасна отново – общо с 3.3% на годишна база, за шести пореден месец, и достигна 49.5 млрд. лв. При кредитите към фирмите ръстът беше 2.5% до 30.8 млрд. лв., докато при кредитите към домакинствата той се очерта по-интензивен – с 4.7% до 18.8 млрд. лв.

През март нивото на лошите и реструктурирани кредити (без овърдрафт) се понижи с 3.0 пр.п. спрямо нивото от март 2016 г. до 19.8%. Относителният дял на тези кредити при фирмите беше далеч по-значителен: 24.2% от общите кредити, без овърдрафт (3.0 пр.п. под нивото от март м.г.). От друга страна, дялът на лошите и реструктурирани кредити на домакинствата беше с 2.8 пр.п. по-нисък, до ниво от 14.4%.

Обемът на депозитите на домакинствата и фирмите очаквано отново нарасна през март - със 7.2% на годишна база, като те достигнаха 61.8 млрд. лв., т.е. обемът на депозитите бе с 12.3 млрд. лв. над обема на кредитите. По компоненти, депозитите на домакинствата се увеличиха с 6.5%, достигайки 43.2 млрд. лв., докато тези на нефинансовите предприятия нараснаха с 8.9% до 18.6 млрд. лв.

Динамиката в обемите на кредитите и депозитите през март 2017 г. се осъществи на фона на пълзяща инфлация и стабилизиращи се средни номинални лихви. При кредитите средната номинална лихва през март бе 5.4% на година, или с 1 пр.п. по-ниска от февруари, докато при депозитите тя запази стойността си от февруари, която бе 0.4%. Така лихвеният марж се сви с 0.2 пр.п. спрямо февруари до 5.0 пр.п. Следвайки хода на инфлацията, от януари до март се наблюдаваха растящи отрицателни реални лихвени проценти по депозитите, за пръв път от началото на 2013 г. насам.



	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+	положителна		Рейтингът бе потвърден през юни 2017г.			
Moody's	Baa2	стабилна		Рейтингът бе потвърден през май 2017г.			
Fitch	BBB-	положителна		Рейтингът бе потвърден през юни 2017г.			

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 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.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 ("KMG"), нито реклама по смисъла на KMG 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 изясняно, 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, американски 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 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 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.

