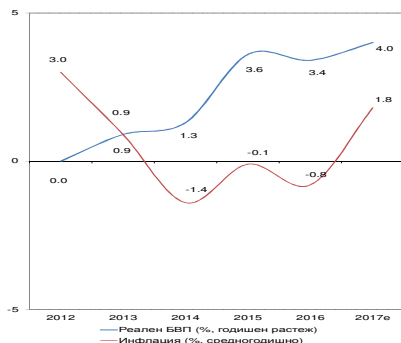
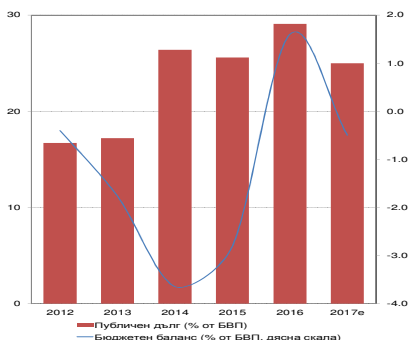


### Реален БВП и инфлация



Източник: НСИ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

### Публичен дълг и бюджетен баланс



Източник: НСИ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

### Анализатор:

Емил Калчев, д-р ик.

### Редактор:

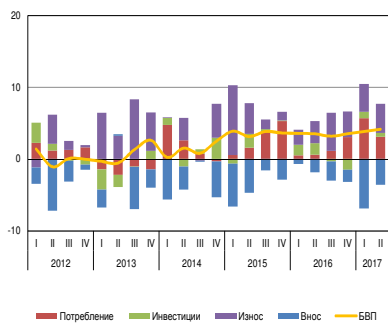
Божидар Гюров  
[bojidar.gyurov@raiffeisen.bg](mailto:bojidar.gyurov@raiffeisen.bg)

### Акценти

- Реалният растеж на БВП през второто тримесечие на 2017 г. достигна 4.2% на годишна база.
- През август отново се наблюдаваше месечна инфлация - от 0.3%. Очаква се тя да се задържи на положителна територия и през идните месеци.
- Държавният бюджет остана на значителен излишък през юли, въпреки минималния спад при приходите и нарастването на разходите.
- Към юли текущата сметка на платежния баланс бе положителна. В нейните рамки износът на стоки нарасна на годишна база с 15.7%, докато вносът се увеличи с 12.8% спрямо юли миналата година.
- Покритието на паричната база с валутни резерви бе високо към юли. Валутният борд остава стабилен.
- Ръстът на кредитирането се ускори, като делът на лошите и реструктурирани кредити се сви, въпреки че остана относително висок.
- Депозитите отново отчетоха ръст, който при депозитите на фирмите отново бе по-бърз от този при депозитите на домакинствата.

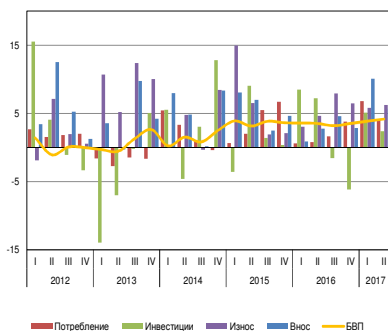
Анкетите на НСИ сред отраслите на икономиката от септември показват спад в нивото на общия показател за бизнес климата. В промишлеността очакванията за производствената активност през следващите три месеца остават благоприятни, въпреки несигурната икономическа среда и недостига на работна ръка в сектора. Оценките на строителните предприемачи за активността в бранша през следващите три месеца обаче са по-резервирани. Пречка за развитието на строителството, освен несигурната икономическа среда, са конкуренцията и недостига на работна ръка. Търговците на дребно също споделят по-песимистични оценки за състоянието на бизнеса си. Влошават се и мненията им за продажбите през следващите три месеца. Като главни фактори, затрудняващи дейността, те посочват конкуренцията в бранша, несигурната икономическа среда и недостатъчното търсене. От своя страна индикаторът за бизнес климата в сектора на услугите също спада, а и очакванията за следващите три месеца са по-резервирани. Конкуренцията в бранша е най-сериозната пречка за бизнеса с услуги, следвана от несигурната икономическа среда. Всички сектори очакват запазване равнището на продажните цени през следващите три месеца.

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



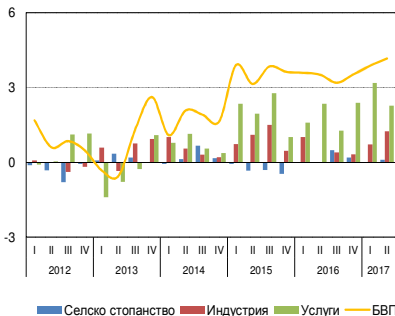
Източник: НСИ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

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



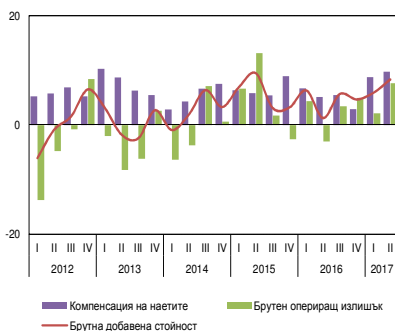
Източник: НСИ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

## 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

## Ускоряващ се ръст на БВП

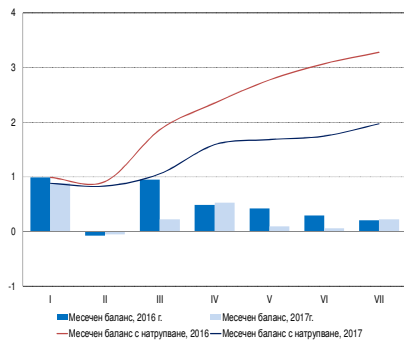
През второто тримесечие на 2017 г. БВП се увеличи в реално изражение с 4.2% на годишна база, като вътрешното търсене отново бе важен мотор на растежа. Така то допринесе с 3.6 пр.п. за динамиката на БВП, а външното търсене - с 0.5 пр.п. От страна на вътрешното търсене положителен принос реализираха както крайното потребление (3.1 пр.п.), така и брутно капиталонакопаване (0.5 пр.п.). От компонентите на БВП, крайното потребление нарасна с 4.1% през тримесечието, реално на годишна база, а бруто капиталонакопаването с 2.4%. От своя страна износет на стоки и услуги се увеличи с 6.3%, а вносет - с 5.7%, което бе над нивата на реален годишен прираст и на експорта, и на импорта от второто тримесечие на 2016 г.

От страна на предлагането и през второто тримесечие най-солиден принос за растежа на БВП имаше секторът на услугите (2.3 пр.п.), следван от индустрията (1.2 пр.п.) и селското стопанство (0.1 пр.п.). Очаквано в сектора на услугите водещ принос имаха операциите с недвижими имоти (0.7 пр.п.), финансовите и застрахователните дейности (0.4 пр.п.) и търговията и ремонтът на автомобили, хотелиерството и ресторантьорството (0.4 пр.п.). Те бяха следвани от образованието, хуманното здравеопазване и социалната работа (0.3 пр.п.), създаването и разпространението на информация (0.2 пр.п.), научните изследвания (0.1 пр.п) и културата, спорта и развлеченията (0.0 пр.п). Картината на приносите на отделните групи услуги отразява случилото се в този сектор през второто тримесечие на годината – по-активни покупки на недвижими имоти и автомобили, поради ниските лихви по депозитите и кредитите, на фона на растящи работни заплати. Съответно на това развитие се наблюдаваше и ръст на кредитирането и финансовите дейности. От друга страна, в рамките на индустриалното производство добивната и преработващата промишленост (в т.ч. производството и разпределението на електроенергия, газ и вода), както и строителството, също регистрираха положителни приноси от съответно 0.9 пр.п. и 0.3 пр.п.

В брутна добавена стойност, която се увеличи с 8.3%, компенсациите на наетите през второто тримесечие нараснаха с 9.8% номинално на годишна база. На този фон брутният опериращ излишък, индикатор за производствената дейност на фирмите, се увеличи с годишен темп от 7.6%.

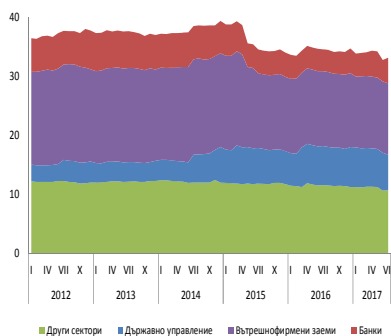
За цялата 2017 г. се очаква растеж на БВП от около 4.0%, за който ще допринесат не само потреблението на домакинствата, но и брутно образуване на основен капитал, стимулирани от по-ниските лихви по депозити и кредити. Нетният експорт ще остане положителен, но с по-слабо влияние.

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



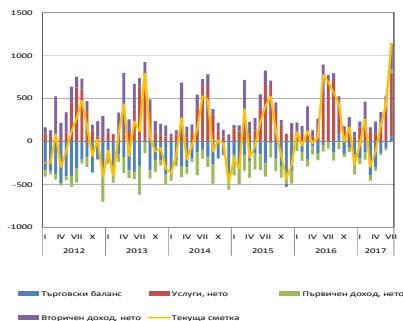
Източник: МФ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

## Брутен външен дълг (млрд. евро)



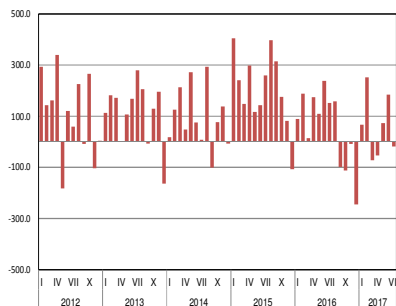
Източник: МФ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

## 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 към юли

Към юли 2017 г. държавният бюджет натрупа излишък от 2.0 млрд. лв., който за същия период на 2016 г. бе 3.3 млрд. лв. Приходите и помощите, събрани от държавата за първите седем месеца на годината, възлязоха на 20.5 млрд. лв. (0.3% спад на годишна база), а общите разходи (в т.ч. вноската в бюджета на ЕС) - на 18.5 млрд. лв. (7.2% ръст). Спадът при приходите бе резултат от 6.1 пр.п. положителен принос на данъчните приходи, -0.1 пр.п. на неданъчните приходи и -6.4 пр.п. принос на помощите, вследствие на силно спадащо на годишна база усвояване на средства от европейски фондове и програми. Положителен принос към растежа на общите разходи имаха заплатите и възнагражденията на персонала (10.0 пр.п.), социалните разходи и стипендиите (2.0 пр.п), субсидиите (1.5 пр.п) и лихвите (0.5 пр.п.). За намаляването на общите бюджетни разходи допринесоха социалните и здравноосигурителните вноски (-4.9 пр.п.), разходите за текуща издръжка (-2.0 пр.п.) и капиталовите разходи (-0.3 пр.п.).

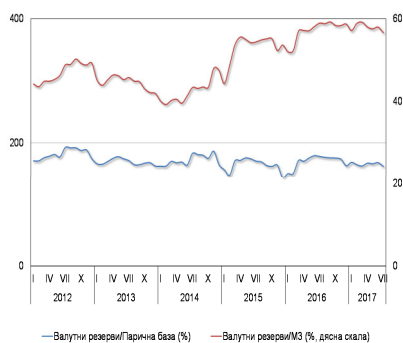
През юли 2017 г. брутният външен дълг спадна с 849.0 млн. евро до ниво от 33.1 млрд. евро. В структурата му външният дълг на държавното управление намалю с 602.5 млн. евро, вътрешнофирмените заеми с 519.5 млн. евро и дългът на „другите сектори“ с 381.9 млн. евро, докато външните задължения на банките нараснаха с 655.0 млн. евро.

## Положителна текуща сметка

През юли салдото на текущата сметка на платежния баланс бе положително в размер на 1.1 млрд. евро, при излишък от 690.3 млн. евро за юли 2016 г. На годишна база износьт на стоки отново се увеличи, като ръстът му достигна 15.7% според данните на БНБ. От своя страна вносьт нарасна с 12.8% спрямо юли 2016 г. Тази динамика доведе до преминаване на търговския баланс към излишък от 58.5 млн. евро, при слаб дефицит от 0.7 млн. евро за юли 2016 г. Салдото на услугите за периода бе очаквано положително, на ниво от 736.6 млн. евро, като се увеличи с 34.6 млн. евро на годишна база. Първичният доход премина в положителен, до размер от 44.5 млн. евро (-83.4 млн. евро за юли 2016 г.), а вторичният доход отново подкрепи текущата сметка – с 301.2 млн. евро (72.4 млн. евро година назад).

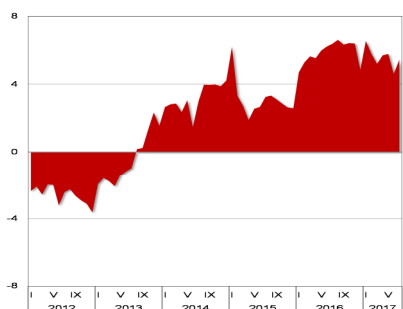
Нетните преки чуждестранни инвестиции в страната бяха в размер на -19.2 млн. евро за юли 2017 г., като намаляха със 171.6 млн. евро на годишна база.

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



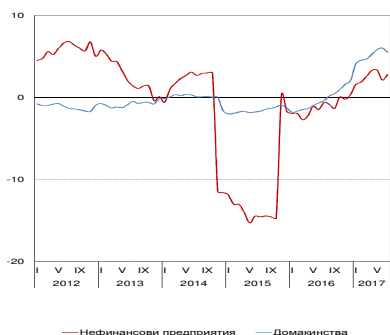
Източник: БНБ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

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



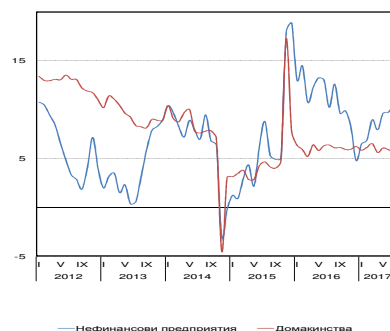
Източник: БНБ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

## Кредити (годишен прираст, %)



Източник: БНБ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

## Депозити (годишен прираст, %)



Източник: БНБ, РБИ/Райфайзен РИСЪРЧ

## Валутният борд е стабилен

През юли се наблюдаваше спад на валутните резерви спрямо нивото им от юни - с 471.5 млн. лв. Същевременно, паричната база се разшири значително за месеца - със 731.3 млн. лв., вследствие от ръст на банкнотите и монетите в обръщение с 368.8 млн. лв. и на задълженията към банките - с 362.5 млн. лв. В резултат, през юли покритието на паричната база с валутни резерви се понижи с 6.0 пр.п. спрямо юни, до 162.4%. От своя страна широките пари (МЗ) също нараснаха с 1.1 млрд. лв. за периода. В резултат от намалението на валутните резерви, от една страна, и ръста на широките пари, от друга, покритието на МЗ с валутни резерви се сви с 1.3 пр.п. до ниво от 56.6% към юли. Тези данни свидетелстват за стабилност на валутния борд.

Нетните чуждестранни активи на банките нараснаха на месечна база с 832.1 млн. лв. през юли до 5.4 млрд. лв. Увеличението бе резултат от ръст на чуждестранните активи с 570.6 млн. лв. и намаление на чуждестранните пасиви с 261.6 млн. лв.

## Ръстът при кредитирането продължава

Към юли паричната статистика на БНБ отново отчете ръст на кредитите към бизнеса и домакинствата с общо 3.8% на годишна база, за десети пореден месец. В рамките на тази тенденция това бе третият най-висок ръст (4.3% за май и 4.0% за април 2017 г.). При кредитите към нефинансовите предприятия годишният ръст беше 2.8%, докато кредитите към домакинствата повишиха равнището си от юли миналата година с 5.5%.

Лошите и реструктурирани кредити в банковата система (без овърдрафт) леко снижиха нивото си от юни - с 0.2 пр.п. до 18.5% през юли, оставайки на все още относително високо ниво. При домакинствата тези кредити бяха 13.4%, докато при нефинансовите предприятия те заемаха по-значителен относителен дял от 22.7% от общите им кредити (без овърдрафт).

Депозитите през юли отново бележат годишен ръст - със 7.1%. За депозитите на домакинствата ръстът беше 5.6%, а за този на нефинансовите предприятия 10.6%, отново двуцифрен след десет поредни месеца от малко под 10.0%. Последното сигнализира за това, че ръст на инвестициите в икономиката, движен от частните инвестиции, все още предстои, защото тези данни показват, че бизнесът не намира в достатъчна степен по-добри инвестиционни възможности за свободните си средства от фирмен депозит.

|  | 2012    | 2013        | 2014    | 2015                                   | 2016    | 2017e  | 2018f    |
|--|---------|-------------|---------|--|---------|--------|----------|
| БВП (реален растеж, %)                                     | 0.0     | 0.9         | 1.3     | 3.6                                    | 3.4     | 4.0    | 3.7      |
| Номинален БВП (млрд. евро)                                 | 41.7    | 41.9        | 42.8    | 45.3                                   | 47.4    | 50.2   | 53.4     |
| Номинален БВП на глава от населението (евро)               | 5725.4  | 5792.7      | 5948.6  | 6317.8                                 | 6637.5  | 7628.7 | 7606.7   |
| 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, %)                | 2.7     | -1.1        | 3.3     | 3.9                                    | 2.1     | 4.3    | 3.0      |
| Колективно потребление (реален растеж, %)                  | 1.0     | 3.1         | 1.5     | 2.9                                    | -0.4    | 1.4    | 1.6      |
| Инвестиции в основен капитал (реален растеж, %)            | 1.8     | 0.3         | 3.4     | 2.7                                    | -4.0    | 2.3    | 4.5      |
| Износ на стоки и услуги (реален растеж, %)                 | 0.8     | 9.2         | 0.2     | 5.7                                    | 5.7     | 5.5    | 5.5      |
| Внос на стоки и услуги (реален растеж, %)                  | 4.5     | 4.9         | 1.8     | 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                                   | -3.1    | 1.4    | 1.9      |
| Потребителски цени, средногодишни (растеж, %)              | 3.0     | 0.9         | -1.4    | -0.1                                   | -0.8    | 1.8    | 2.6      |
| Потребителски цени в края на годината (растеж, %)          | 4.2     | -1.6        | -0.9    | -0.4                                   | 0.1     | 2.0    | 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     | -0.5   | -1.0     |
| Публичен дълг (% от БВП)                                   | 16.7    | 17.2        | 26.4    | 25.6                                   | 29.1    | 25.0   | 26.0     |
| 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    | 45.9   | 43.9     |
| Брутен външен дълг (млрд. евро)                            | 37.7    | 36.9        | 39.3    | 33.9                                   | 34.6    | 34.5   | 35.0     |
| Брутен външен дълг (% от БВП)                              | 89.9    | 87.9        | 92.0    | 75.3                                   | 73.3    | 68.9   | 65.7     |
| 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. "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.raiffeisenresearch.com/special\\_compensation](http://www.raiffeisenresearch.com/special_compensation)), анализаторите, наети от РБИ и РББГ, не се възнаграждат за специфични инвестиционни банкови сделки. Възнаграждението на автора или авторите на този доклад се сключване на договора или обвързване с какъвто и да било друг ангажимент. Този доклад е одобрен или изготвен от Raiffeisen Bank International AG (РБИ), 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.