



КАКВО СЕ СЛУЧВА СЪС СВЕТОВНАТА ИКОНОМИКА И КАКВО ДА ОЧАКВАМЕ?

Кристофор Павлов, Главен икономист

София, 12 Април 2019

Welcome to
 **UniCredit Bulbank**

Съдържание

1

Въведение

2

Китай: изчерпването на важни двигатели на растежа правят забавянето неизбежно

3

САЩ: Политиката на стимули е към края си

4

Европа: Комбинация от фактори тежат на растежа

5

Как да интерпретираме всичко това?



Въведение

- ❑ След като през 2017 г ръстът на глобалната икономика (3.7%) и ръстът на световната търговия (5.2%) достигнаха най-високите си стойности за последните шест години, през 2018 г. последва забавяне както на растежа на глобалната икономика, така и на световната търговия.
- ❑ Притеснени от индикациите за забавяне на икономиката, китайското правителство взе решение за увеличаване на инвестициите, в САЩ ФЕД започна да променя говоренето си за траекторията, пред която са изправени лихвите, а в Европа ЕЦБ обяви старта на нова програма от дългосрочни кредити за банките, и отлагане на старта на нормализацията на лихвите с поне още шест месеца.
- ❑ Какво се случва със световната икономика и какво да очакваме през 2019 г. и 2020 г. са въпросите, на които ще търсим заедно отговор през следващите 65-70 минути. Ще се опитам да отговоря на тези въпроси като разгледам последователно случващото се в трите най-големи икономики – Китай, САЩ и Европа.



Съдържание

1

Въведение

2

**Китай: изчерпването на важни двигатели на растежа
правят забавянето неизбежно**

3

САЩ: Политиката на стимули е към края си

4

Европа: Комбинация от фактори тежат на растежа

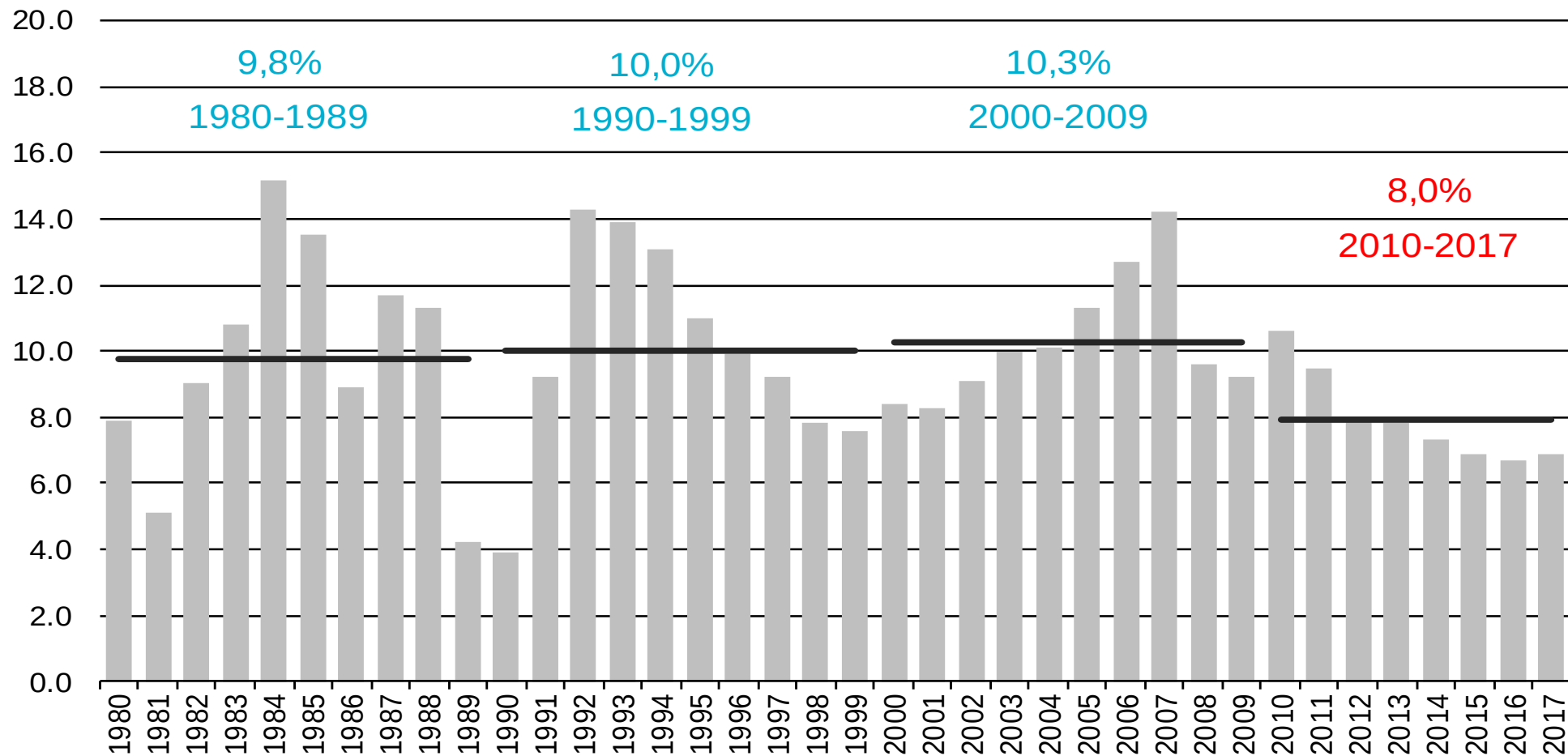
5

Как да интерпретираме всичко това?

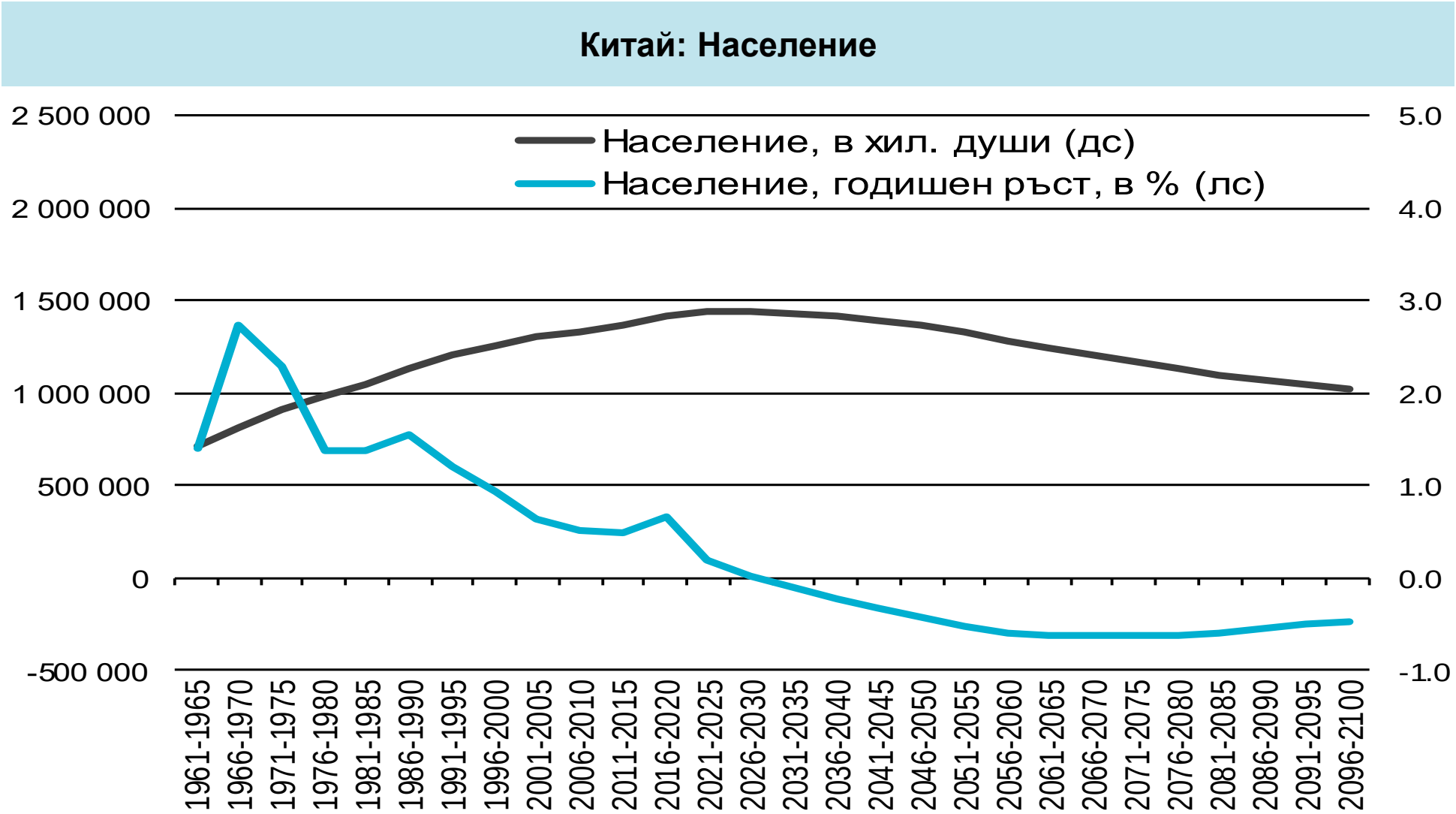


2.1. Китай расте с около 6-6.5% годишно през последните години. Растежът е по-скоро около 5-5.5%, тъй като цифрите се манипулират. Голяма част от растежа доскоро идваше от увеличаване факторите на производство

Китай: Реален ръст на БВП (средногодишен, в %)

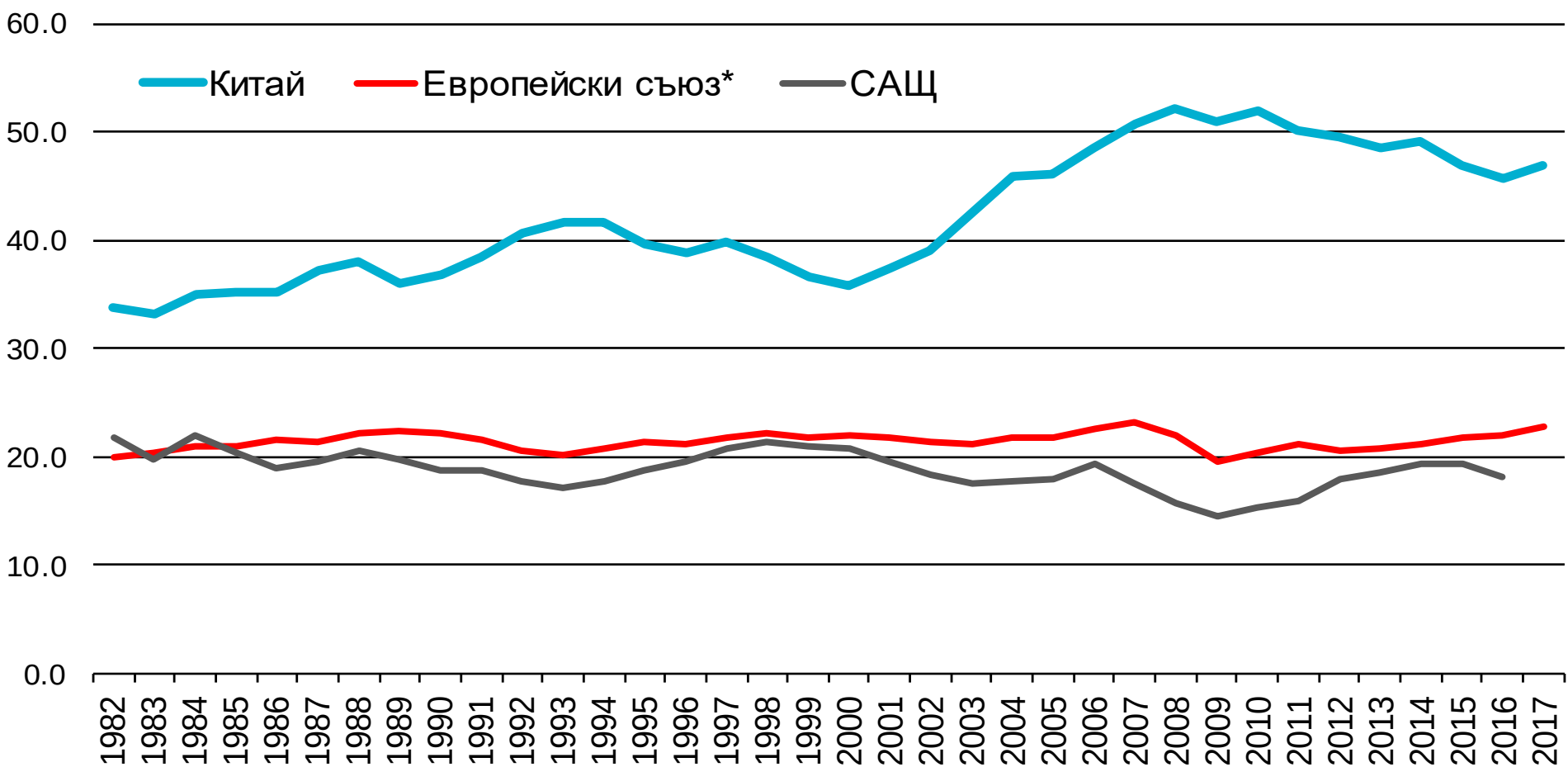


2.2. В момента работната сила нараства с едва около 0.5% годишно, а нормата на участие на жените в пазара на труда е около 63%. След 2029 г. населението ще започне да намалява с около 10 млн. годишно



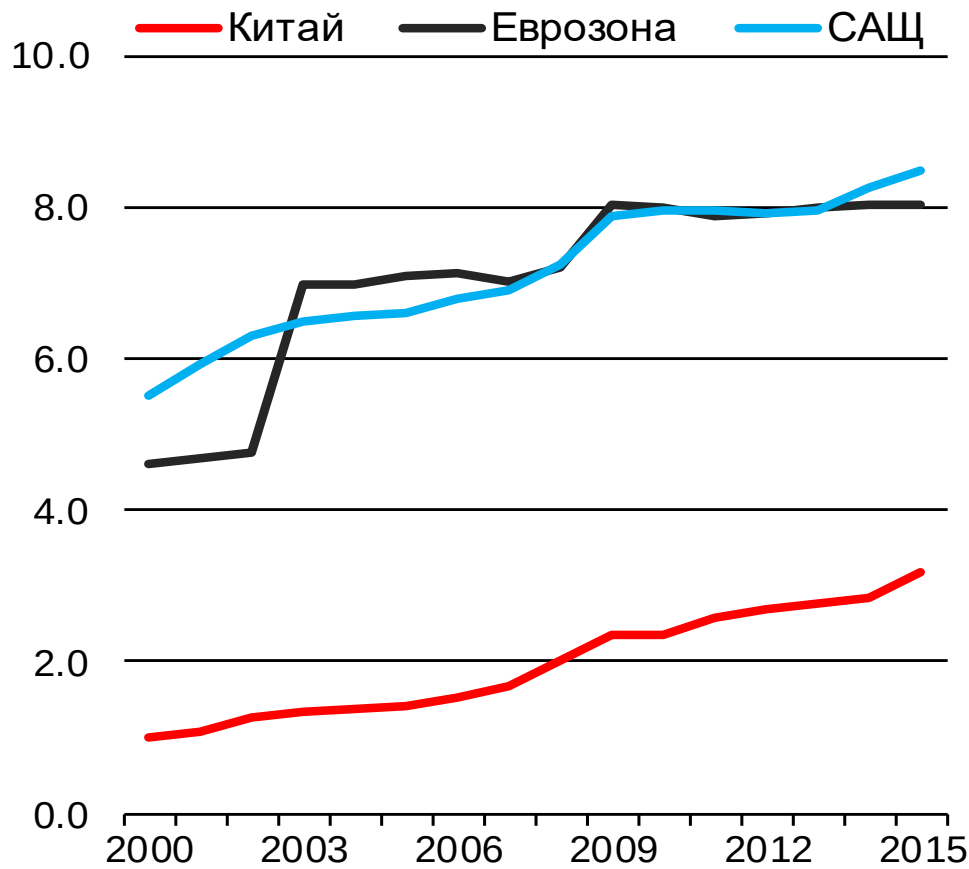
2.3. Китай се опитва да премине от растеж воден от инвестициите и експорта към растеж воден от потреблението. За да стане това домакинствата трябва да започнат да спестяват по-малко и да харчат повече

Норма на спестяване (като % от БВП)

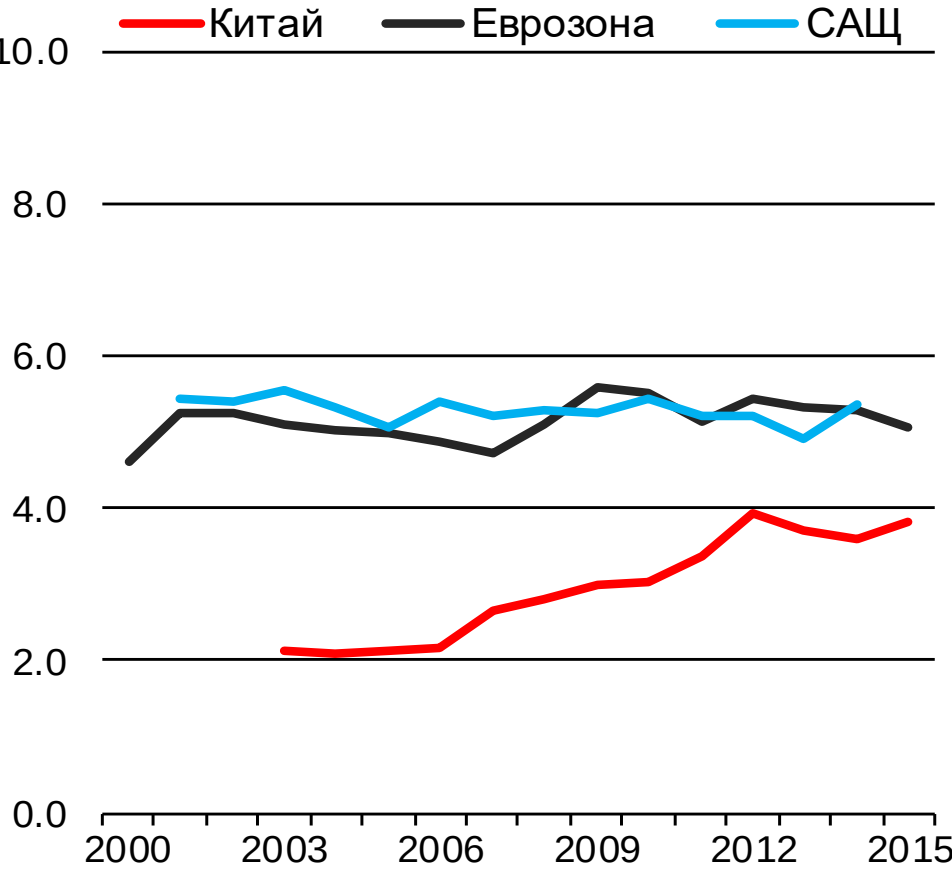


2.4. В момента домакинствата в Китай спестяват много защото липсва достатъчно подкрепа от страна на бюджета за образование, здравеопазване, пенсии и др. Така липсата на социална държава е причината за високата норма на спестяване в Китай

Разходи на публичния сектор за здравеопазване
(като % от БВП)



Разходи на публичния сектор за образование
(като % от БВП)

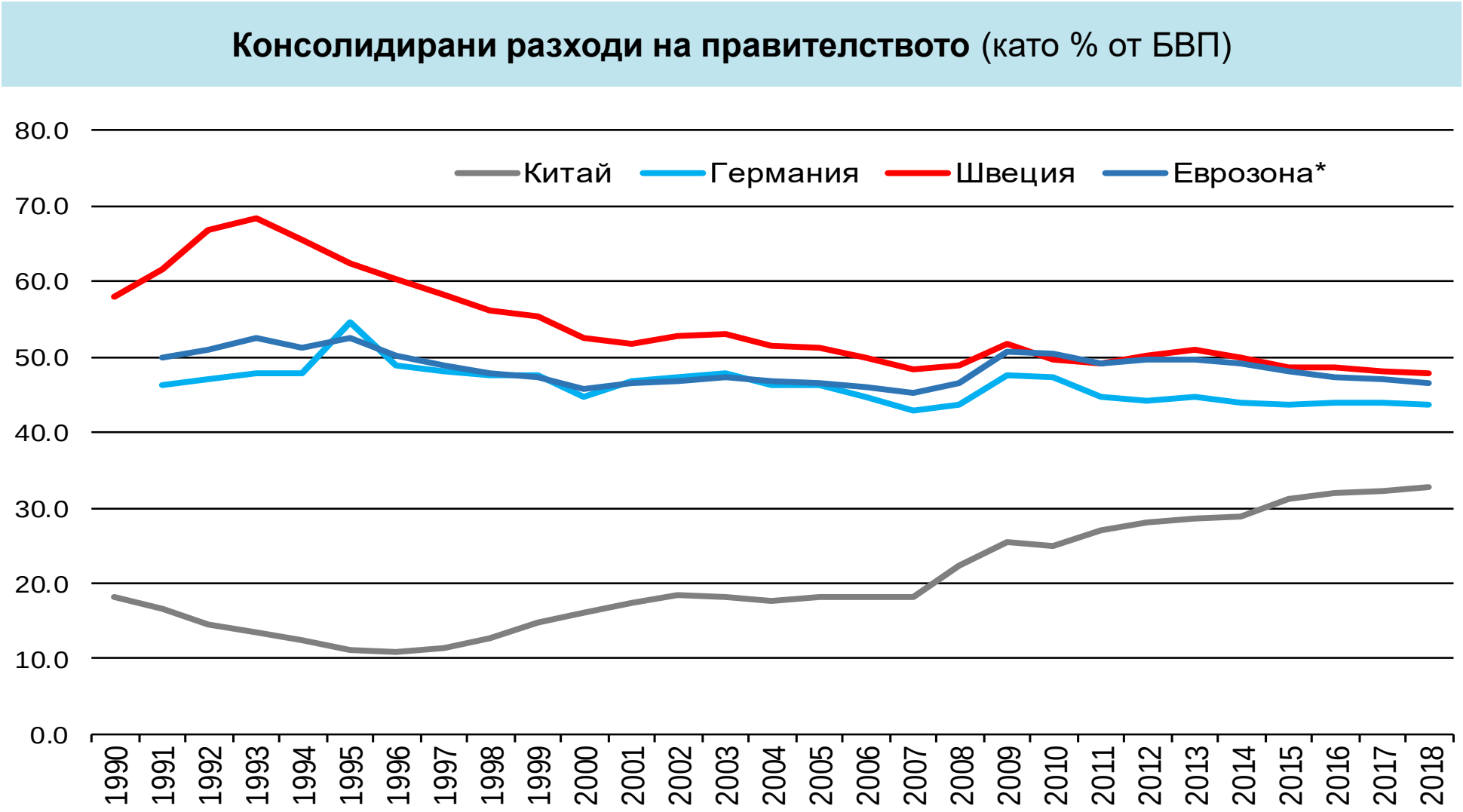


2.5. За да могат домакинствата да спестяват по-малко те трябва да започнат да се чувстват по-сигурни за бъдещето

- ❑ С други думи, ако се разболея лечението ще се поеме от публичния сектор, ако имам деца публичния сектор ще ми помогне, като им осигури достъп до безплатно и качествено образование, ако загубя работата си, публичния сектор ще ми осигури, някаква макар и минимална сума пари, за да преживявам и ще ми помогне да се преквалифицирам и да си намеря нова работа.
- ❑ Всичко това означава, че ролята на публичния сектор трябва да нарасне и той трябва да започне да отделя повече средства за всички тези нужди.
- ❑ Така, за да промени модела си на растеж Китай ще трябва да увеличи прерапределението на средства през бюджета.

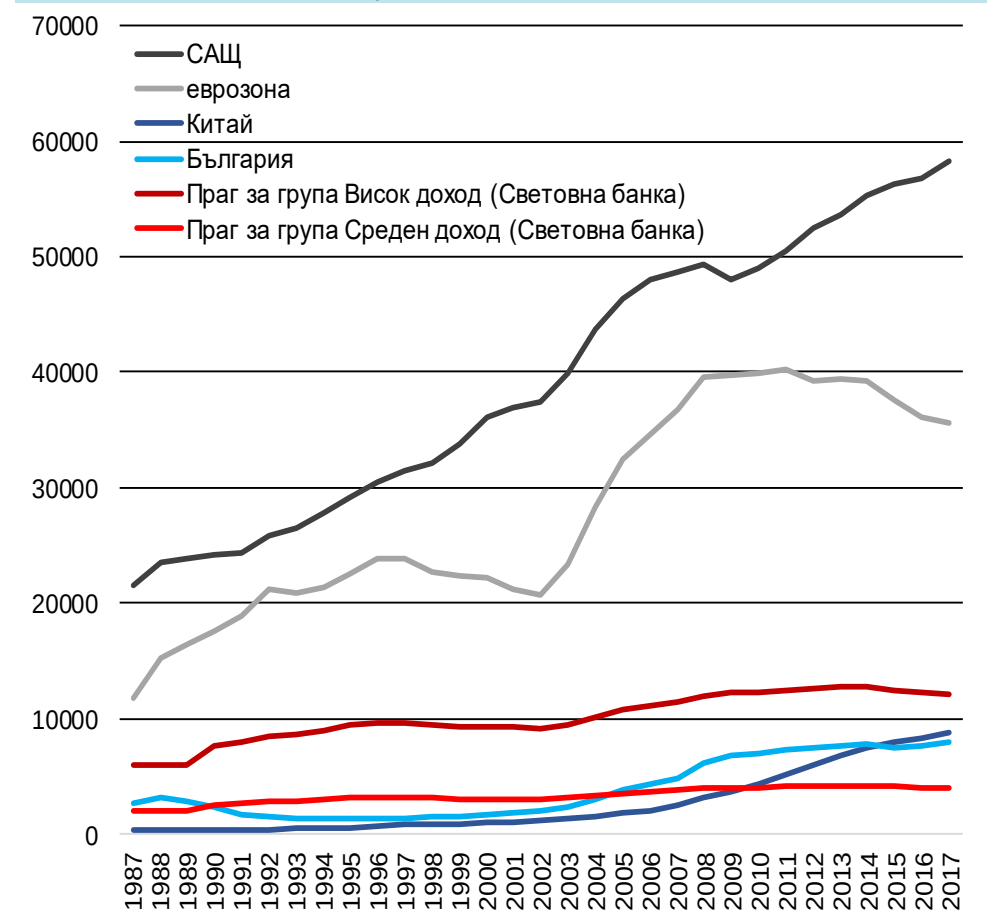


2.6. Ще бъде трудно обаче да се проектира преход към по-голяма социална държава в условията на намаляващо население. Това допълнително увеличава рисковете - икономически и политически

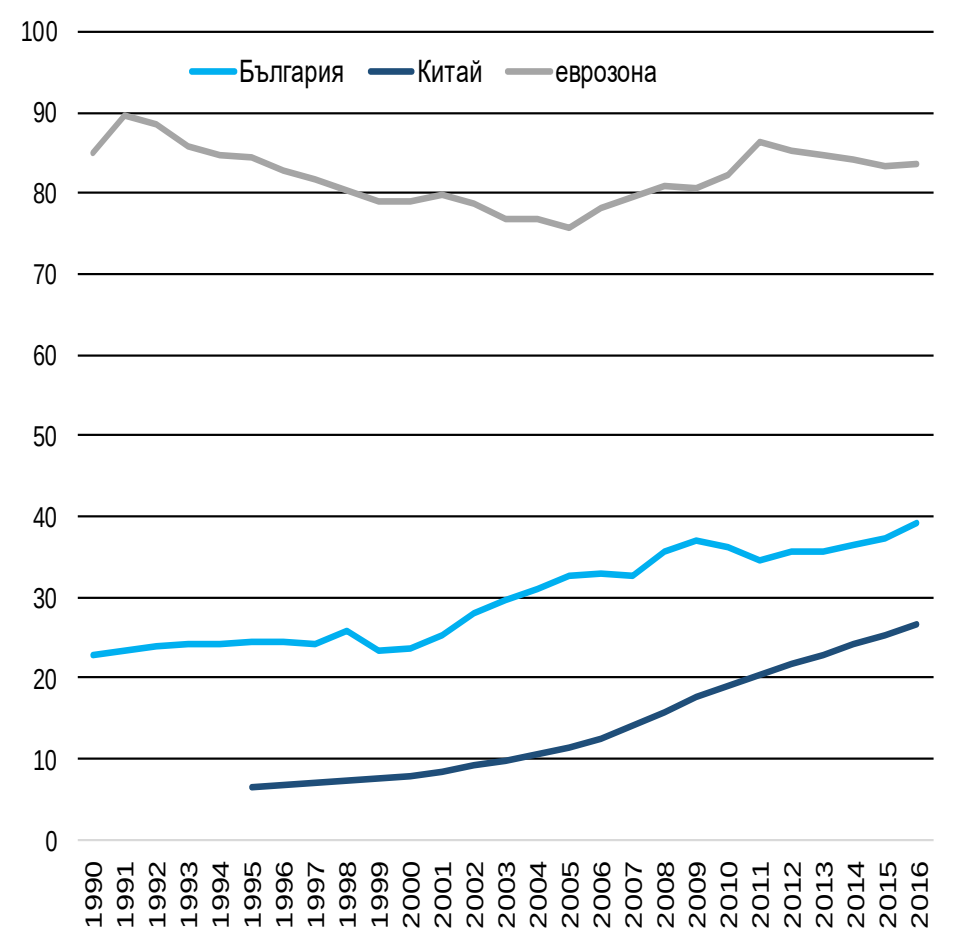


2.7. И докато Китай вече има втората най-голяма икономика в света след САЩ, все още доходите в Китай са далеч от тези в развитите икономики

Брутен национален доход на човек от населението, текущи цени в USD



Брутен национален доход на човек от населението, постоянни цени ППС, САЩ=100



Източник: Световната Банка

11 Паритет на покупателната способност, ППС (от английски: Purchasing Power Parity (PPP), „равен“) е понятие от макроикономическия анализ. Такъв паритет между две обособени географски области (например държави) съществува тогава, когато стоките и услугите от дадена потребителска кошница могат да бъдат закупени в двете области срещу една и съща парична сума

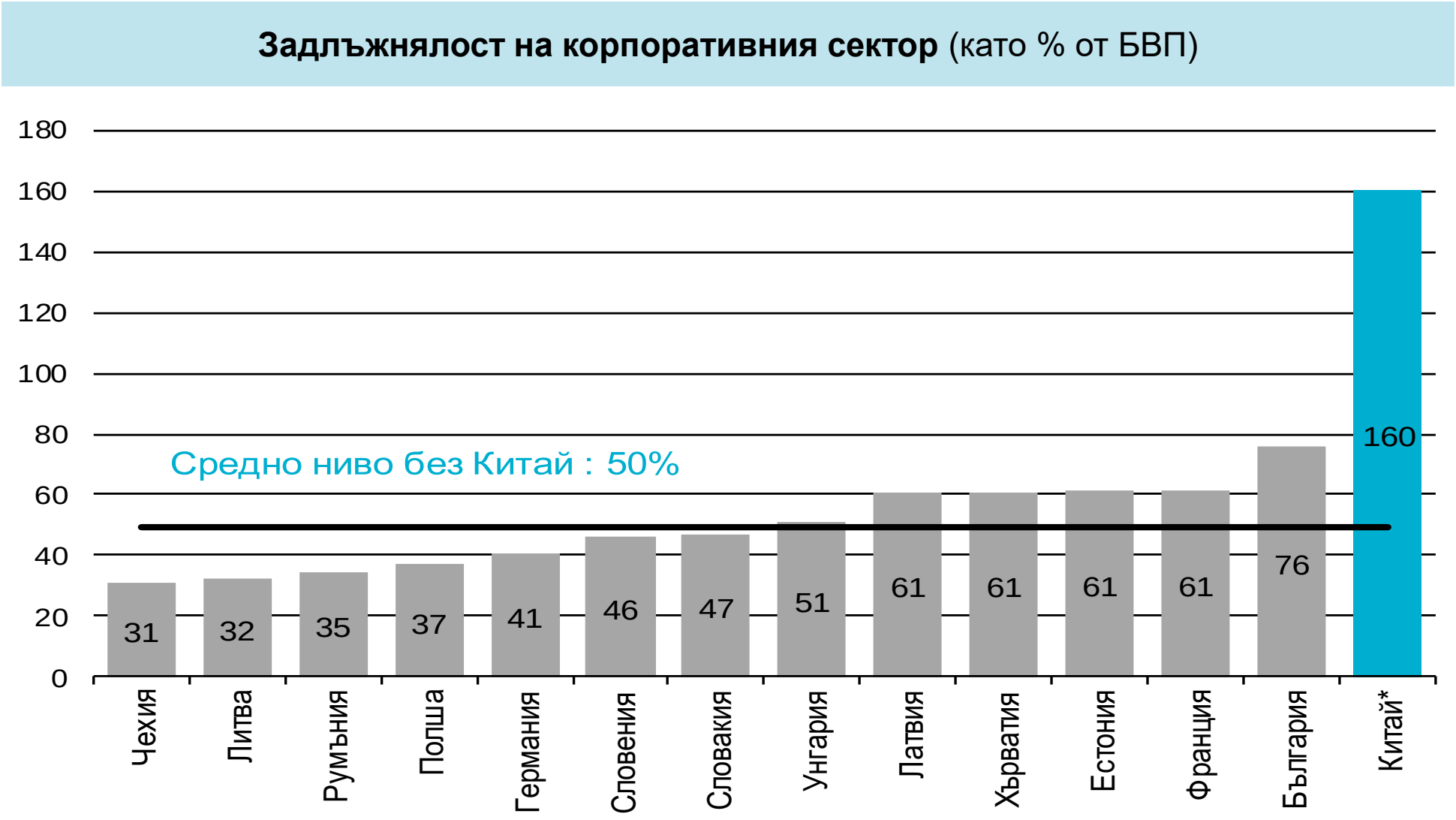


2.8. Това означава, че в бъдеще Китай няма да може да разчита на увеличаването на населението като фактор, тласкащ напред растежа

- ❑ Няма да може да разчита и на толкова големи публични разходи за инфраструктура, тъй като ще трябва да отделя повече публични средства за образование, здравеопазване и други социални нужди.
- ❑ Следователно, ако Китай иска да запази растежа на висока траектория ще трябва да увеличи растежа, генериран от увеличаване на производителността.
- ❑ Но това също е трудно, тъй като Китай вече приключва с процесите на урбанизация. Тоест възможностите да се увеличава производителността като се прехвърлят нископроизводителни работници от селското стопанство към градовете, където те участват в по-високо производително фабрично производство също се изчерпва. През последното десетилетие Китай урбанизираше по около 20 милиона души годишно, но това число е далеч по-малко в момента и продължава да намалява.

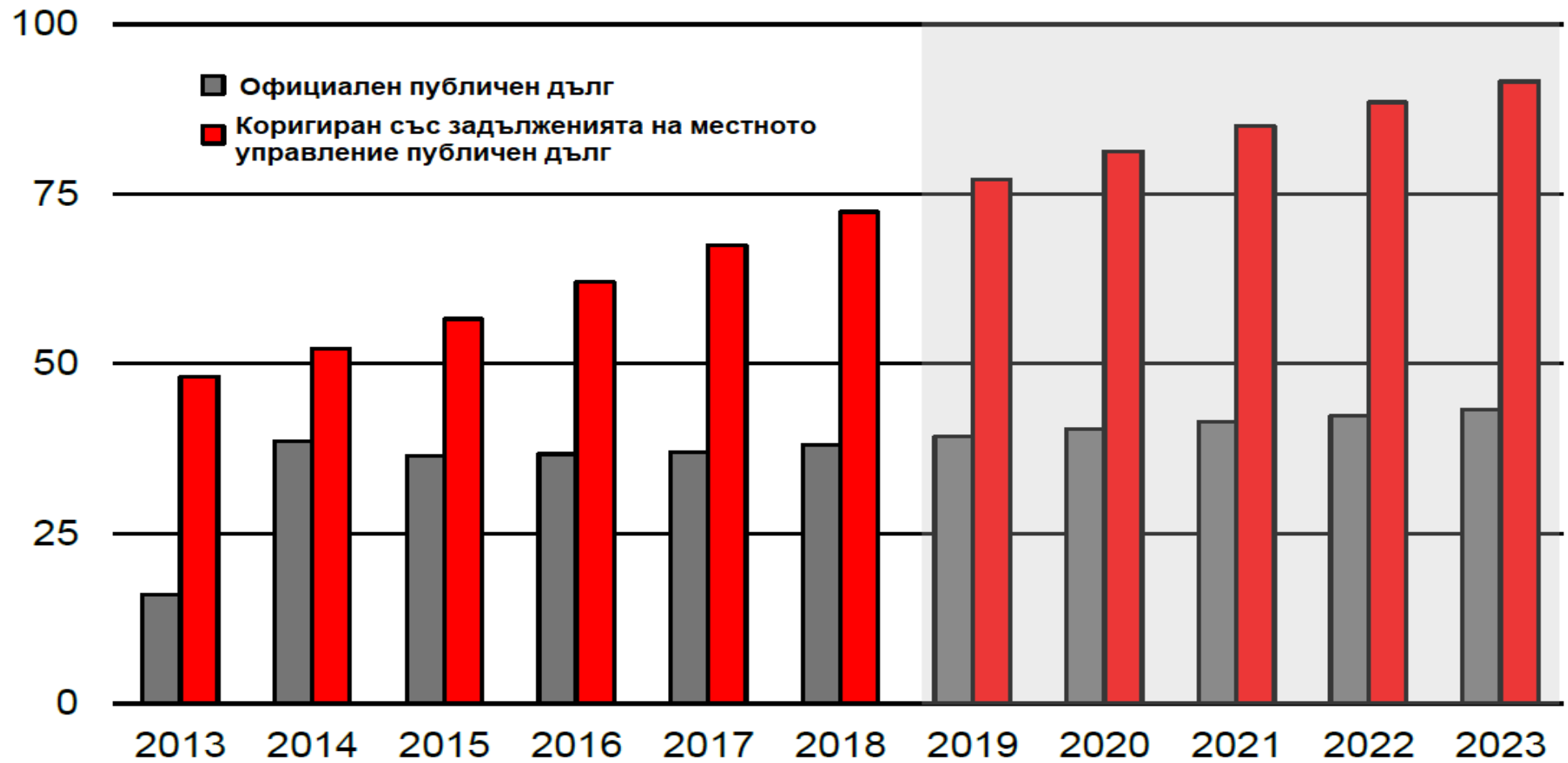


2.9. Възможностите да се разчита на увеличаване на кредита, за да се стимулира растежа също изглеждат изчерпани, тъй като финансовият сектор е в деликатна ситуация след близо десетилетие бум на кредита



2.10. За да спре забавянето на икономиката, правителството взе решение за увеличаване на публичните инвестиции през декември 2018 г. Но това води до още по-опасно нарастване на дълга на публичния сектор

Китай: Публичен дълг (като % от БВП)



2.11. Изчерпването на редица важни двигатели на растежа, които подкрепяха китайската икономика през последните десетилетия, правят забавянето да изглежда неизбежно

- ☐ В резултат на всички тези фактори смятаме, че Китайската икономика е на път да се забави до около 3.0 - 3.5% в идващите около пет години.
- ☐ Точно как във времето и с каква последователност ще се материализира това забавяне на растежа остава много неясно от днешна гледна точка.
- ☐ Това ще отнеме около 0.7% от растежа на световната икономика и от малко под 4% (3.6%) през миналата година световната икономика ще се забави до малко над 3% (при равни други условия), когато забавянето се материализира изцяло.
- ☐ Правителството на Китай ще се опитва да забави това, но не може да предотврати неизбежното.



Съдържание

- 1 Въведение
- 2 Китай: изчерпването на важни двигатели на растежа правят забавянето неизбежно
- 3 САЩ: Политиката на стимули е към края си**
- 4 Европа: Комбинация от фактори тежат на растежа
- 5 Как да интерпретираме всичко това?



3.1. Икономическата политика на Тръмп се свежда до три компонента – стимули, дерегулации и протекционизъм

- ❑ По наши оценки фискалните стимули са добавили към растежа между 0.5-1% през последната година. Може да спорим за това колко голям е бил ефектът върху растежа, как точно се е материализирал във времето, кога точно ще се изчерпа, но това, което е вън от всяко съмнение е, че беше налице временен тласък за икономиката и, че ефекта от този тласък приближава края си.
- ❑ Ние смятаме, че този тласък ще се изчерпа в следващите няколко тримесечия и че с новия Конгрес, който е извън контрола на Тръмп, той не може да разчита на нови фискални стимули.
- ❑ Тръмп може да продължи да тормози ФЕД да получи нови стимули, под формата на ново разхлабване на монетарната политика, за да предотврати рязко забавяне в САЩ. Дали ще успее с това не знам, но съм скептичен. По-миролюбивото говорене на Пауъл след ноември 2018 г. е заради загрижеността му от забавяне на икономиката след изчерпване на фискалните стимули през втората половина на 2019 г., а не защото Тръмп успява с натиска си



3.2. Дерегулациите, предприемани от Тръмп са най-големите за последните 50 г. Това води до увеличаване на рисковете за икономиката в дългосрочен план, но в краткосрочен политиката на дерегулации стимулира растежа

Дерегулации по сектори					
Сектор	Всички	Отменени	Забавени	Отменени и забавени	Отменени и забавени, % от общите
Селско стопанство	6	2		2	33%
Образование	9	4	2	6	67%
Околна среда	46	12	2	14	30%
Финанси	20	4	2	6	30%
Здравеопазване	19	3	4	7	37%
Жилищен пазар	2		1	1	50%
Трудов пазар	10	4		4	40%
Други	7		1	1	14%
Телекомуникации	19	7		7	37%
Транспорт	8		1	1	13%
TOTAL	146	36	13	49	34%



3.3. И последния компонент от икономическата политика на Тръмп е усилията му да демонтира съществуващата в годините след края на WWII архитектура на мултилатерализъм и свободна търговия

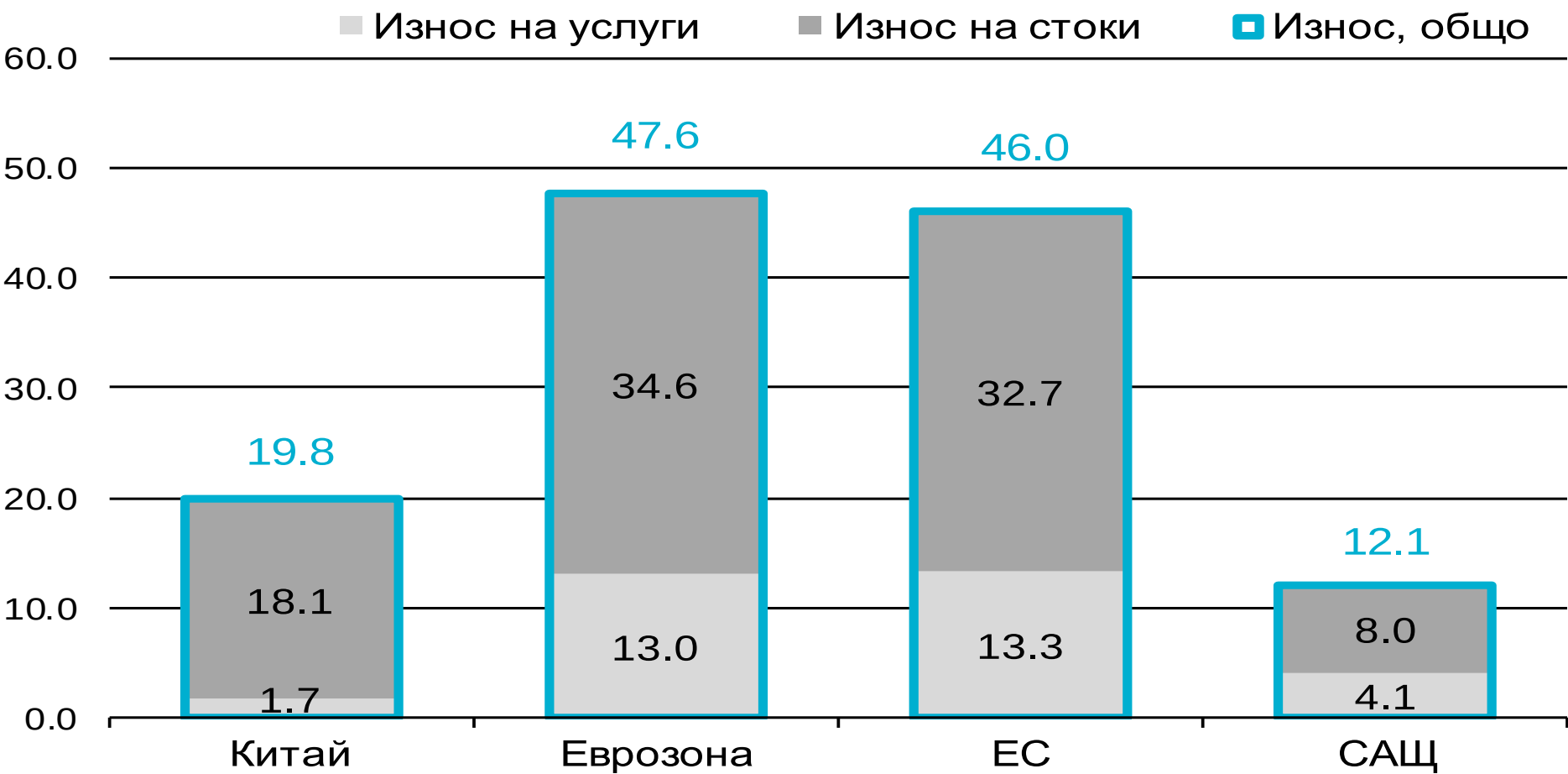
Очакван ефект от новите тарифи в търговията между Китай и САЩ

	Пряк ефект върху глобалната търговия	Ефект върху очакванията	Сумарен ефект
Запазване на въведените от САЩ мита и реципрочен отговор на Китай*	0.4	0.2	0.6
Повишаване на митата от 10% на 25% за внос от Китай за 200 млрд. долара и реципрочен отговор на Китай	0.7	0.3	1.0
Повишаване на митата до 25% за целия обем износ на Китай за САЩ (500 млрд. долара) и реципрочен отговор на Китай	1.4	0.6	2.0



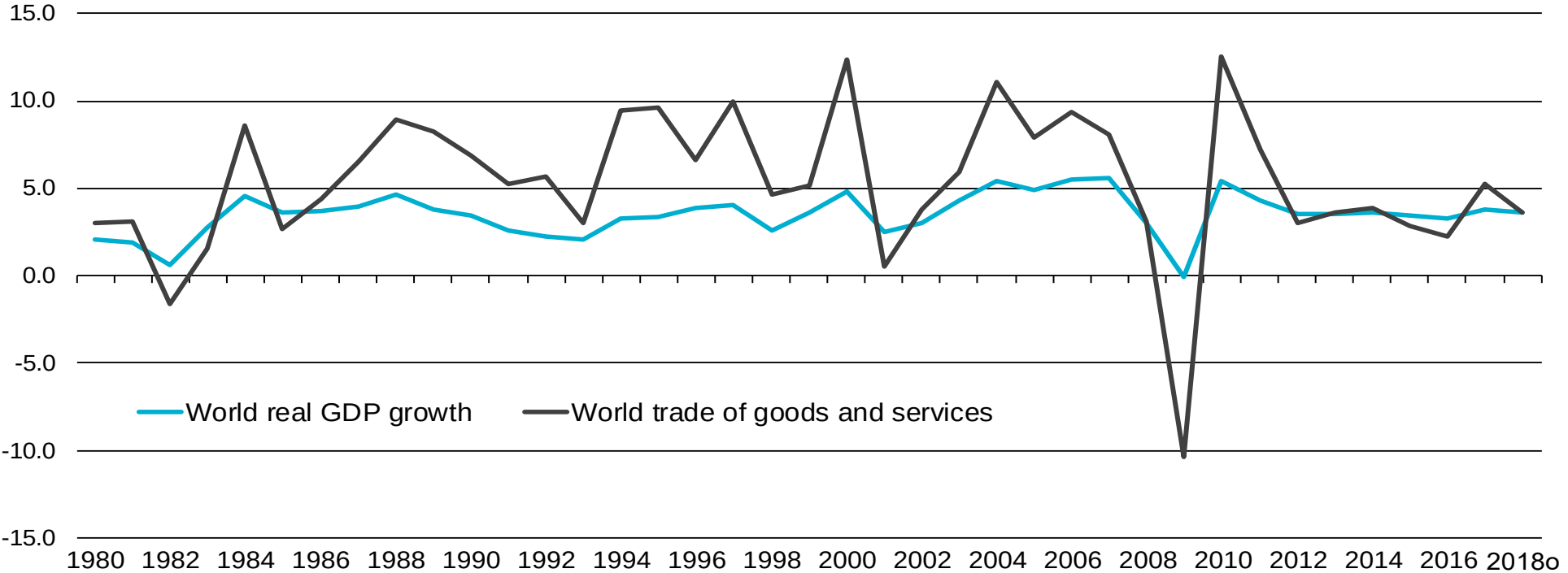
3.4. Тръмп смята, че търговските войни могат да бъдат спечелени. Една причина за това е, че икономиката на САЩ и по-малко отворена. Така забавянето на търговия ще има по-малък неблагоприятен ефект за САЩ

Износ на стоки и услуги (като % от БВП)



3.5. Изглежда една голяма част от ефекта вече се е материализирал през канала на очакванията. Тоест около 0.5% спад в темповете на нарастване на глобалната търговия се дължи на протекционизма на Тръмп

Глобален икономически растеж и ръст на световната търговия
(реален годишен ръст, в %)



(%)	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
World real GDP growth	2.1	1.9	0.6	2.8	4.6	3.6	3.7	3.9	4.6	3.8	3.4	2.6	2.2	2.1	3.3	3.4	3.9	4.0	2.6	3.6	4.8
World trade growth	3.0	3.1	-1.6	1.6	8.6	2.6	4.4	6.6	8.9	8.2	6.9	5.2	5.6	3.0	9.4	9.6	6.7	9.9	4.6	5.2	12.3

(%)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018o	Avg 1980-1990	Avg 1991-2000	Avg 2001-2008	Avg 2009-2018
World real GDP growth	2.5	3.0	4.3	5.4	4.9	5.5	5.6	3.0	-0.1	5.4	4.3	3.5	3.5	3.6	3.5	3.3	3.7	3.6	3.2	3.2	4.3	3.4
World trade growth	0.5	3.8	5.9	11.1	7.9	9.4	8.0	3.1	-10.4	12.5	7.2	3.0	3.6	3.8	2.8	2.2	5.2	3.6	4.8	7.2	6.2	3.4



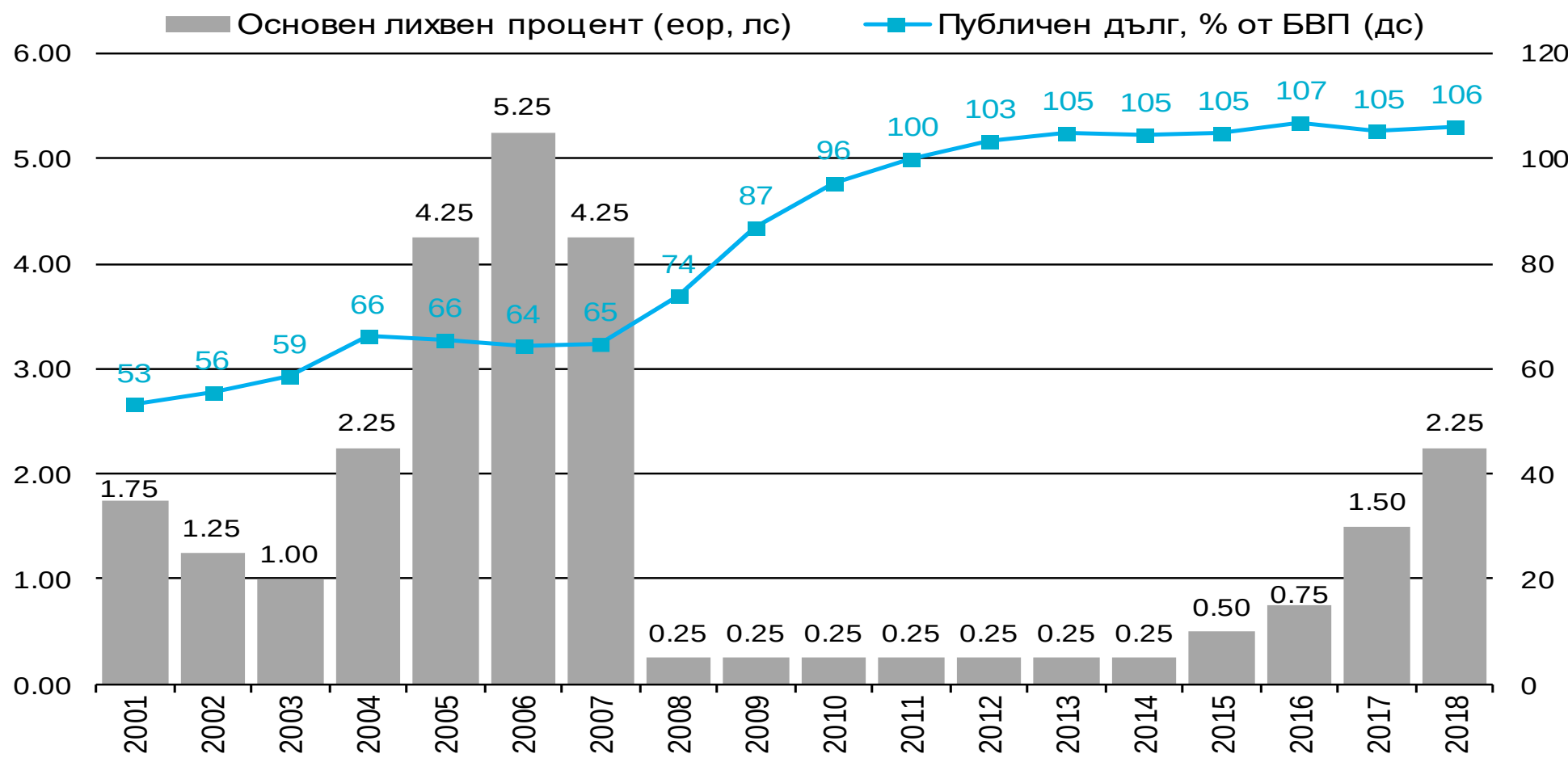
3.6. Всичко това сочи, че САЩ са изправени пред риск от сериозно забавяне

- В края на ноември председателят на ФЕД Пауъл започна да променя говоренето си, като обяви, че лихвите в САЩ са много малко под неутралното си ниво. През януари, въпреки силните данни за пазара на труда от декември и въпреки че растежът за 2018 г. (2.9% за цялата година) достигна най-високото си ниво от 2015 г. насам, Пауъл повтори, че ФЕД ще проявят търпение като каза, освен това, че няма предварително дефинирана траектория за увеличаване на лихвите или намаляване на баланса на ФЕД.
- Това бе последвано от миролюбиви изказвания на членове на ФЕД, а в края на януари, при поредното заседание, комуникацията за пътя на промяна на лихвите “forward guidance” отпадна напълно от съобщението до медиите.
- Всичко това изглежда като подготовка за смяна в посоката на движение на лихвите, ако индикациите за забавяне на световната икономика, а с това и за забавяне на американската икономика продължат да се увеличават



3.7. Ако се направи паралел с 2008 г. се вижда, че забавянето на САЩ идва на фона на значително по-голямо ниво на публичния дълг в момента (106% от БВП днес при 74% през 2008) и по-ниско ниво на лихвите

Публичен дълг и основен лихвен процент (%)



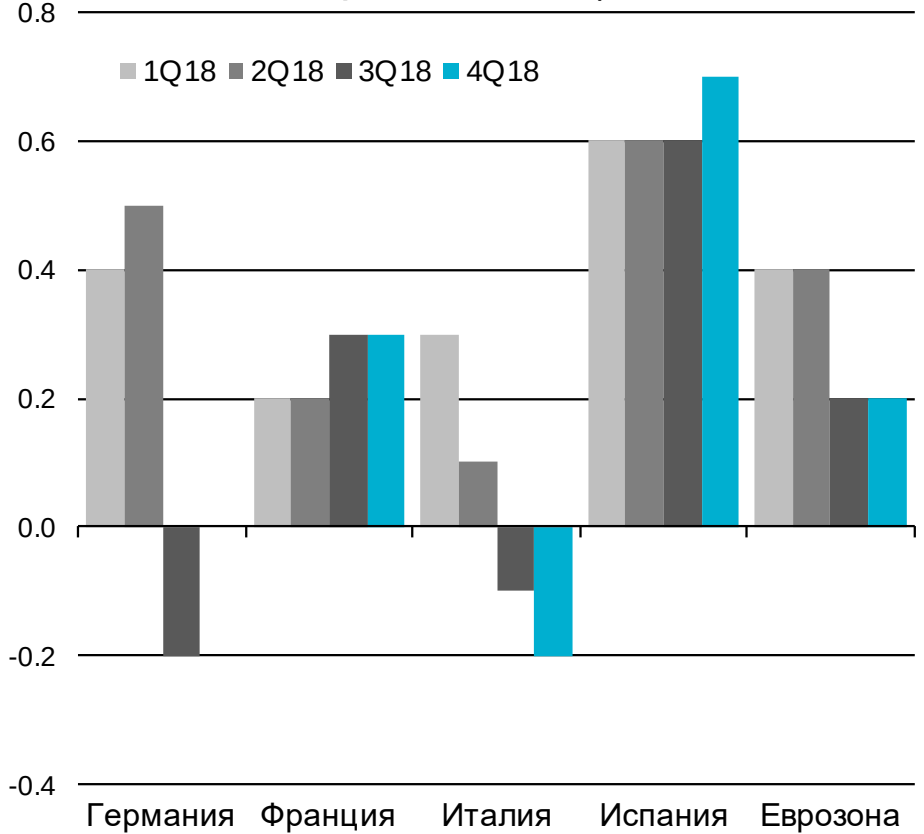
Съдържание

- 1 Въведение
- 2 Китай: изчерпването на важни двигатели на растежа правят забавянето неизбежно
- 3 САЩ: Политиката на стимули е към края си
- 4 Европа: Комбинация от фактори тежат на растежа**
- 5 Как да интерпретираме всичко това?

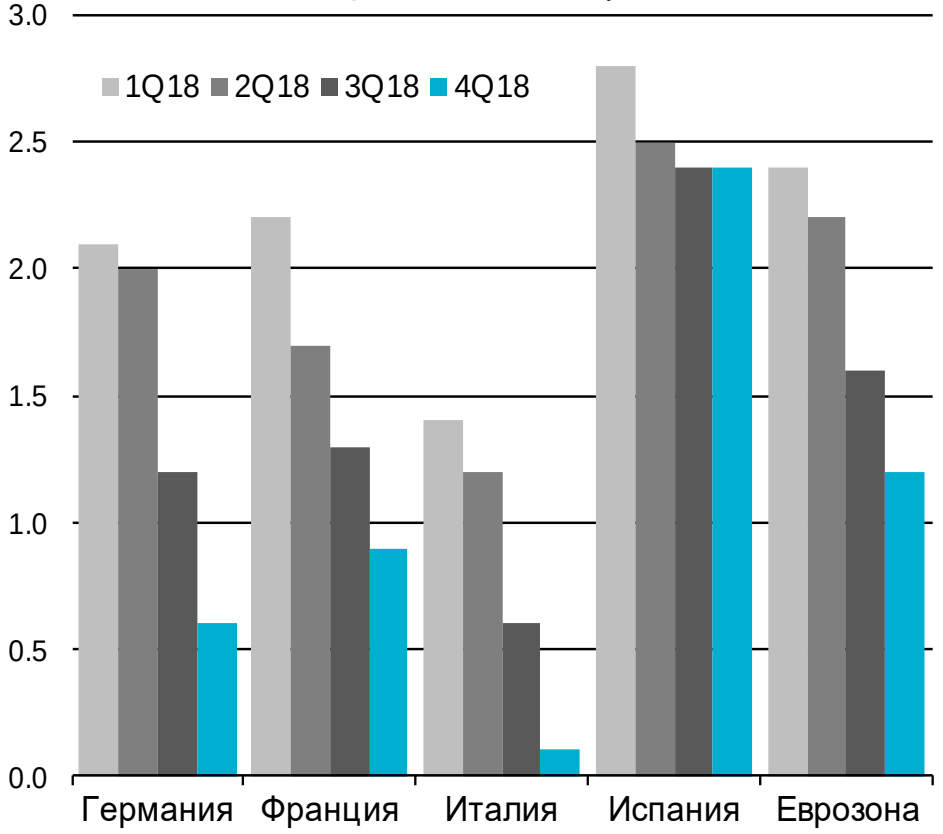


4.1. Европа претърпя рязко забавяне на икономиката през втората половина на 2018 г.

Реален ръст на БВП през 2018 г.
(сезонно изгладени данни, тримесечна промяна, в %)

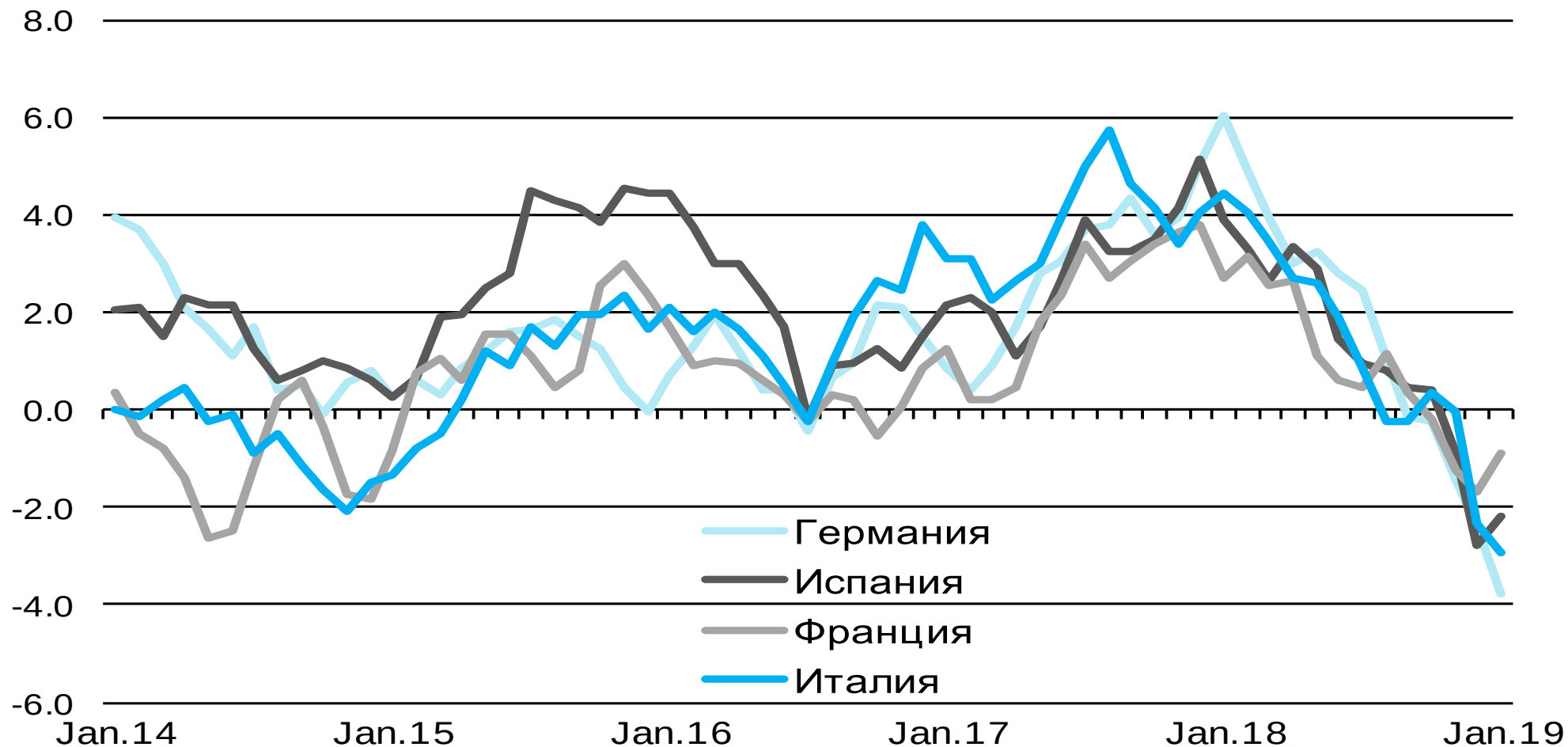


Реален ръст на БВП през 2018 г.
(сезонно изгладени данни, годишна промяна, в %)



4.2. В началото на 2019 г. забавянето на икономиката допълнително се изостри, както сочат широк набор от показатели

Индустриално производство в основните европейски страни,
(в % средногодишен ръст, 3 месечна плъзгаща се средна)



4.3. Какви са причините за забавянето на Европейската икономика?

□ Преобладаваща представа е, че забавянето на икономиката от втората половина на 2018 г. се дължи на нещастно съвпадение на няколко специфична шока включително:

- новите стандарти за вредните емисиите след дизелгейт;
- риска от Брекзит без сделка;
- санкциите срещу Русия и;
- кризата във Турция.

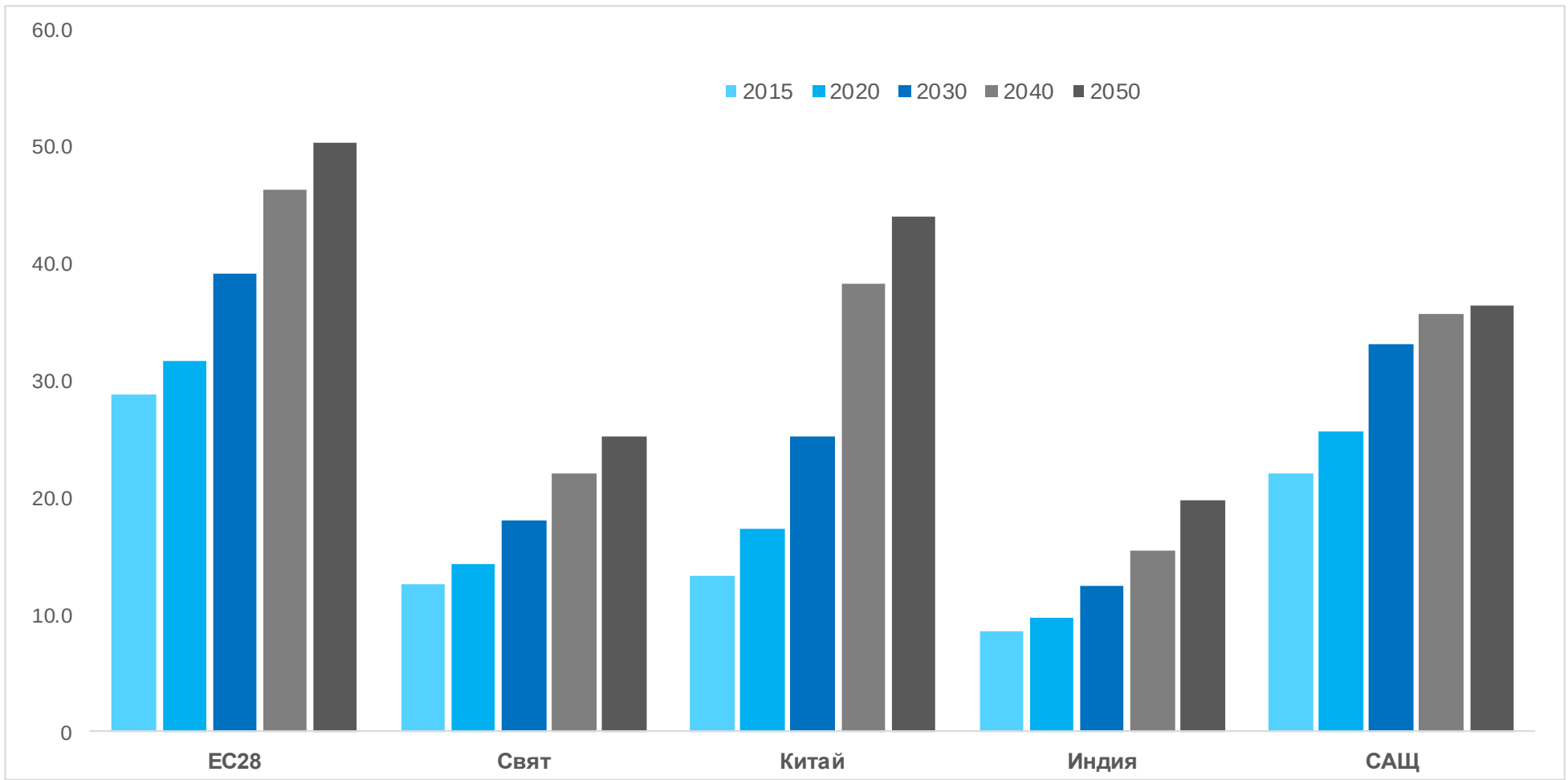
□ Все още липсва консенсус относно причините за изострянето на спада в началото на 2019 г. Доминиращата представа е, че това се дължи на външни фактори:

- най-вече забавянето на Китай поради изчерпване на някои от факторите, които поддържаха растежа до скоро;
- в комбинация с допълнителната несигурност, предизвикана от Търговските войни, Брекзит и рязката негативна корекция на пазарите в края на 2018 г.



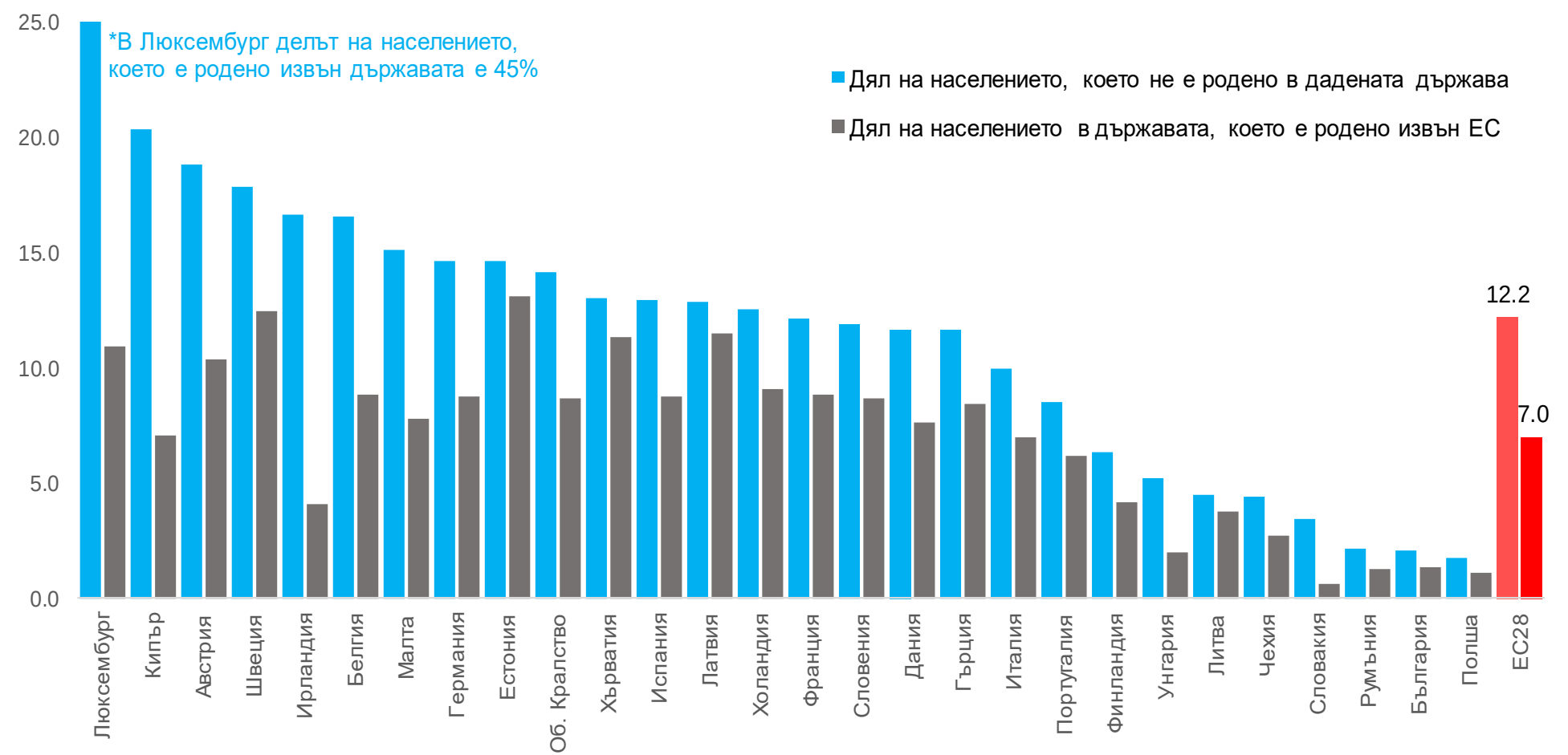
4.4. Но наред със специфичните и външните фактори налице са и някои структурни пречки, които ограничават растежа на икономиката на Европа. Населението на Европа застарява с едни от най-бързите темпове

Дял на населението над 65-годишна възраст спрямо населението под 65-годишна възраст в основните региони (в %)



4.5. Възможностите за увеличаване емигрантите в Европа изглеждат ограничени, тъй като делът на жителите родени извън границите на страните, в които е постоянното им местопребиваване вече е значителен

Структура на населението в ЕС според дела на жителите, неродени в дадената държава (дял от общото население, в %)



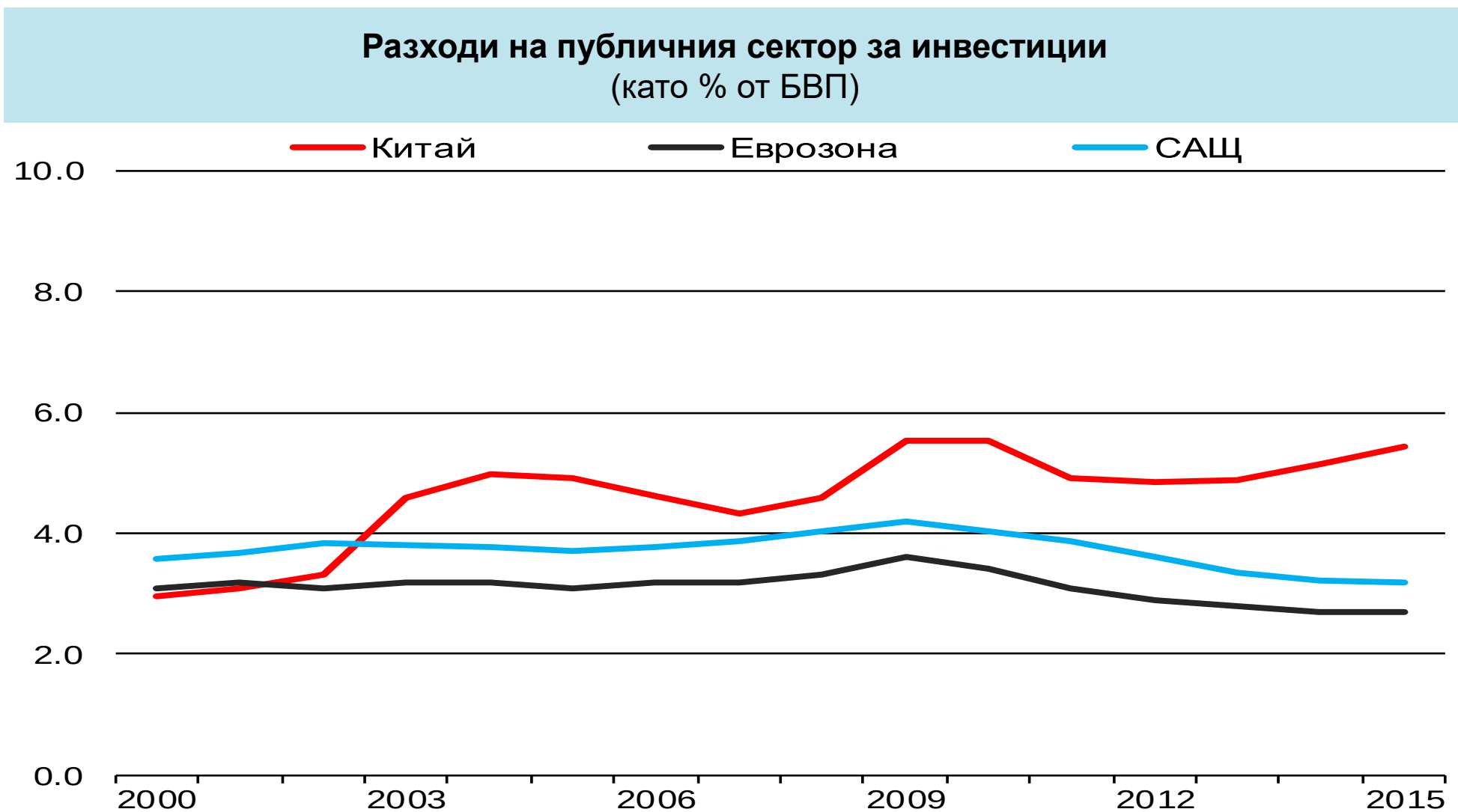
4.6. Но списъка със структурни пречки не свършва със застаряващото и намаляващо население

□ Към всичко това трябва да добавим твърде бавно протичащите институционални реформи в Евроната, които трябва да доведат до създаването на фискален и политически съюз, за да се гарантира успехът на общата монетарна политика. Спомнете си думите на Larry Summers на конференцията в Синтра миналата година.

□ Към това трябва да добавим Брекзит, което ще отслаби Европа икономически, но и геополитически, тъй като Великобритания не само има голяма и сравнително добре управлявана икономика, но и разполага с дипломатическа мрежа и мрежи за влияние, която е изградена няколко века, притежава една от най-подготвените армии и не на последно място е ядрена сила.

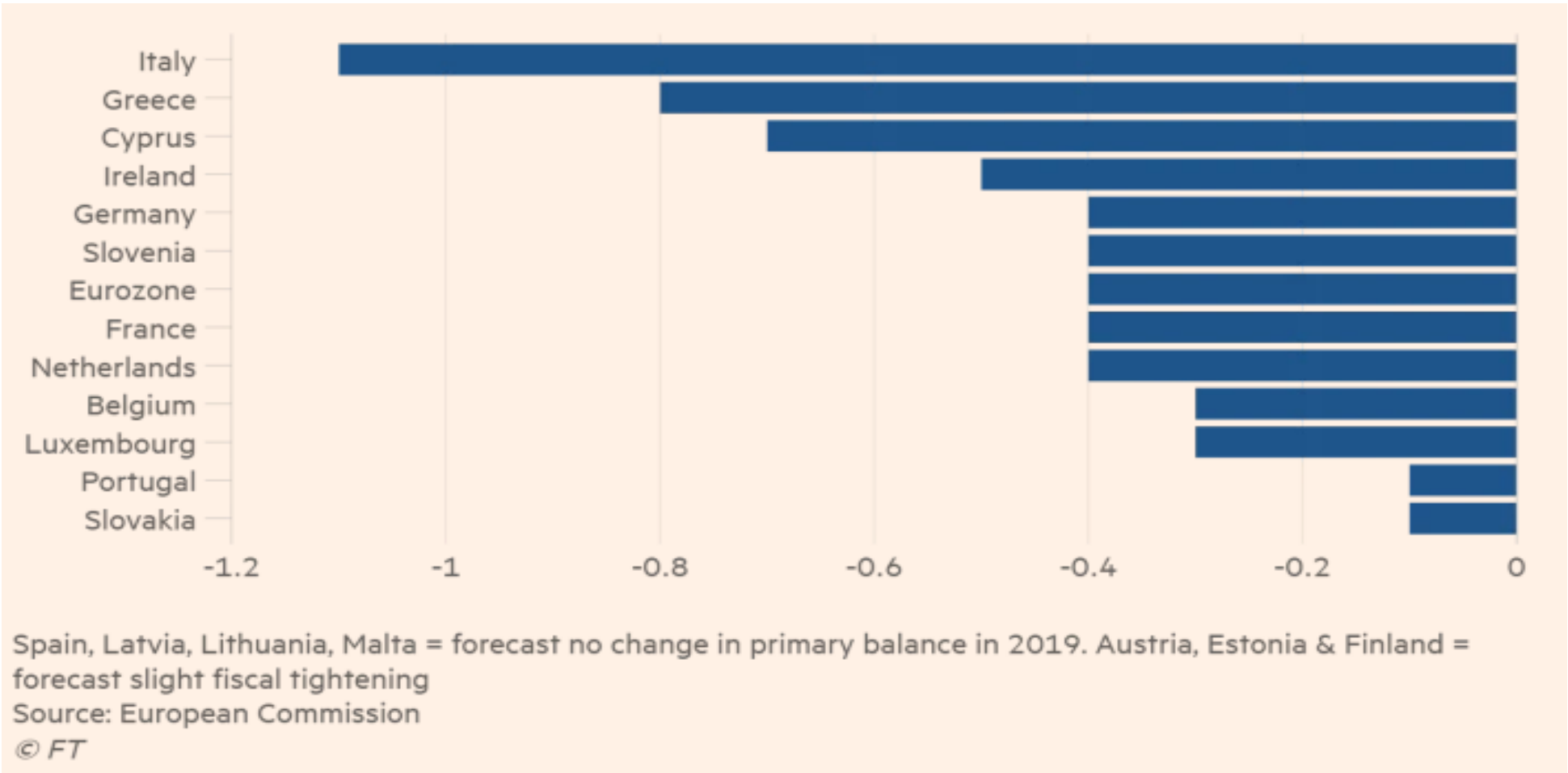


4.7. Една от последиците от това е недостатъчното използване на фискалната политика, за да се стимулира растежът. Това означава по-малко публични инвестиции в Европа, което влияе не само на потенциалния растеж, но и на този на къс план



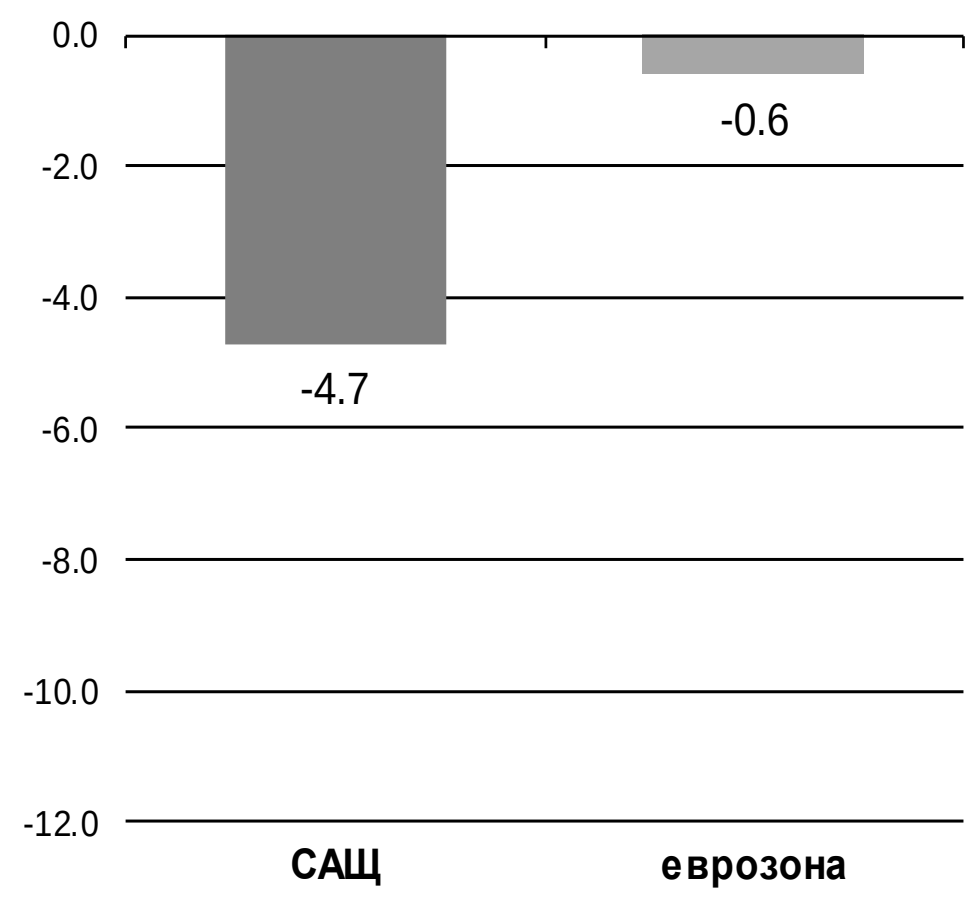
4.8. Виждайки забавянето правителствата от ЕЗ планираха бюджетите си за 2019 г. с повече разходи. Това обаче е едва около една четвърт от фискалния стимул, който САЩ ще получи средногодишно за периода 2017 – 2019 г.

Първичен бюджетен баланс (като % от БВП)

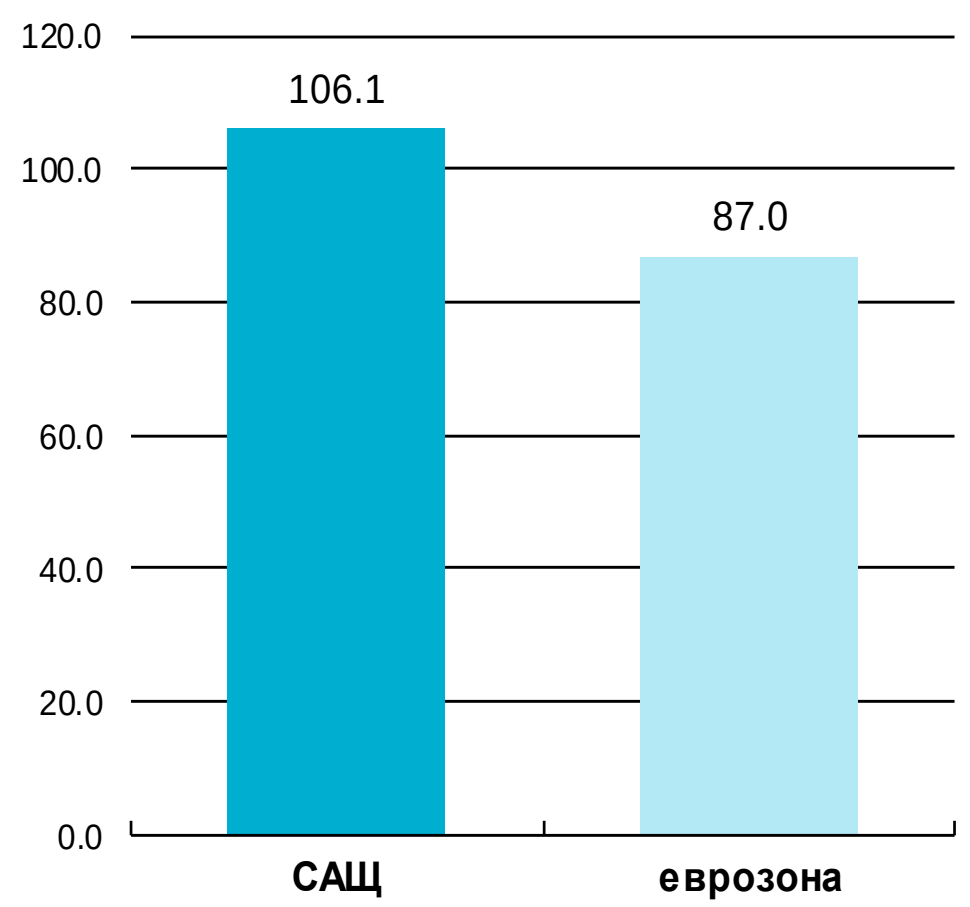


4.9. При 0.6% дефицит за 2019 г. в ЕЗ в сравнение с 4.7% в САЩ и предвид изострящото се забавяне на икономиките, натискът за повече стимули ще се увеличи. Добрата новина е, че Европа може да си позволи повече фискални стимули от САЩ

Бюджетен баланс, 2018 (като % от БВП)



Публичен дълг, 2018 (като % от БВП)



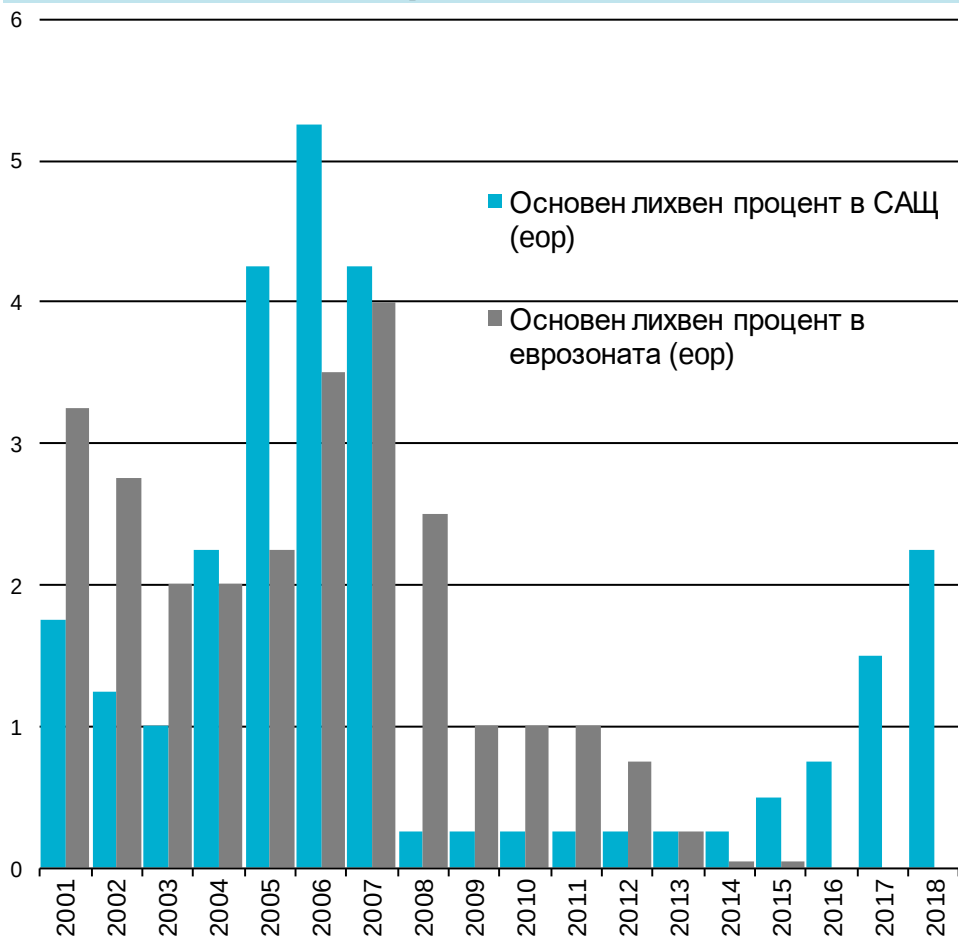
4.10. Проблем представляват и фискалните правила в ЕЗ, които не позволяват големи фискални стимули при рецесия

- ❑ Нарастващ брой икономисти и политици смятат, че тези правила трябва да се променят, за да се увеличат възможностите за повече разходи на правителствата при рецесия.
- ❑ Нараства подкрепата и за създаване на общ фискален капацитет в ЕЗ за финансиране на повече публични инвестиционни разходи в условията на криза.
- ❑ Тази промяна в мисленето е много положителна, тъй като сочи, че правителствата в ЕЗ няма да повторят грешките от предишната криза, когато се тръгна към консолидиране на публичните финанси далеч преди икономиката да се стабилизира и растежът да стъпи на здрава основа.
- ❑ В същото време би било наивно да се очаква, че правителствата в ЕЗ са в състояние бързо да договорят такава мащабна промяна на фискалните правила.
- ❑ Ситуацията допълнително се усложнява от предстоящите избори за Европейски парламент, което отлага тази дискусия най-рано за втората половина на годината.

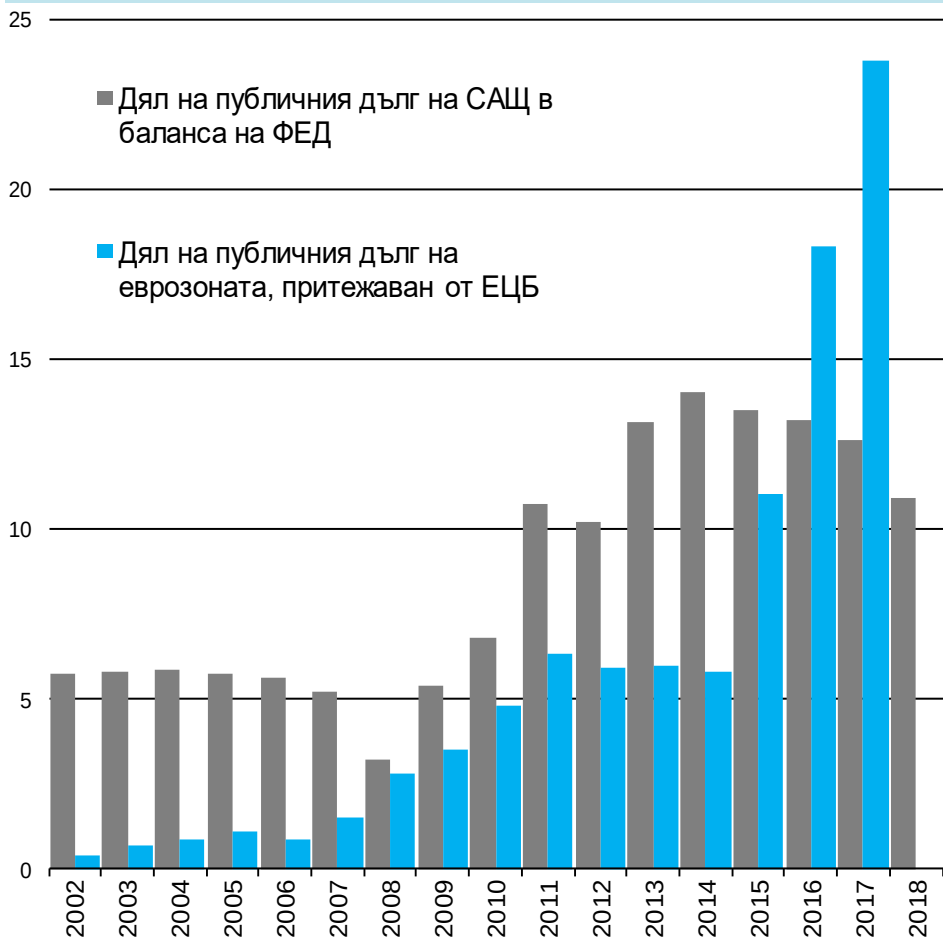


4.11. Това насочва отново вниманието към ЕЦБ. Но възможностите на ЕЦБ са ограничени, тъй като лихвите остават на нулеви нива, а ЕЦБ току що приключи с програмата си за изкупуване на активи

Основен лихвен процент на САЩ и еврозоната



Публичен дълг на САЩ и еврозоната



4.12. Европа изостава спрямо САЩ и Китай в отговора си на изострящото се забавяне на растежа

- ❑ ЕЦБ изглежда блокирана и от предстоящата смяна на Драги, чиито мандат изтича през Октомври. Проблемът е, че никой не иска да поеме ясен ангажимент как би изглеждала политиката на ЕЦБ след Драги, тъй като не е ясно кой ще го замести, а двамата основни претенденти към днешна дата имат много различни представи за това каква политика следва да води ЕЦБ.
- ❑ В остър контраст със случващото се в САЩ и Китай, отговарящите за стопанската политика в Европа, където забавянето на икономиката протича най-остро, ще се ограничат да отложат предстоящото автоматично затягане на монетарната политика, като стартират нова програма от дългосрочни кредити (TLTRO III) за да рефинансират приближаващите падежи по предишната подобно програма (TLTRO II). Нови фискални стимули изглеждат малко вероятни преди втората половина на годината.
- ❑ Това е обезпокоително, тъй като оставя Европа в трудна ситуация, особено ако се окаже, че забавянето продължи да се изостря в следващите месеци.



Съдържание

- 1 Въведение
- 2 Китай: изчерпването на важни двигатели на растежа правят забавянето неизбежно
- 3 САЩ: Политиката на стимули е към края си
- 4 Европа: Комбинация от фактори тежат на растежа
- 5 Как да интерпретираме всичко това?**



5.1. Има два конкуриращи се разказа за случващото се в световната икономика. Сценарий 1

- ❑ Първия по-благоприятен сценарий е, че световната икономика преминава през период на увеличена турбуленция, но нещата ще се подобрят през следващите месеци, преди към края на годината американската икономика да се забави поради изчерпване на фискалните стимули и стимулите от дерегулацията в редица сектори. При този сценарий американската икономика ще избегне рецесия догодина, благодарение намесата на ФЕД, но растежът ще се забави през 2020 г. вероятно до стойност близка до 1.5%.
- ❑ Умерено забавяне ще има и в Китай, тъй като редица от факторите, които доскоро подкрепяха растежът постепенно се изчерпват.
- ❑ В Европа забавянето от края на 2018 г. ще се пренесе и в началото на 2019 г. поради комбинацията от по-слабо външно търсене и тежестта от някои източници на структурна слабост, които остават неадресирани. През втората половина на годината обаче растежът ще отбележи известно ускоряване, поради отпадането на някои от факторите, които пречеха на растежа (отпадане ефекта на новите тестове за вредните емисии, разсейване на несигурността от Брекзит). Подкрепа за растежа ще дойде и от постигането на сделка между Китай и САЩ, което ще намали напрежението и несигурността за перспективата пред световната търговия. При този сценарий растежът на ЕЗ ще бъде от порядъка на малко над 1% през 2019 г., което е по-малко от отчетения 1.7% миналата година. Ръста през следващата година вероятно леко ще се ускори до около 1.5% през 2020 г.



5.2. Има две възможности, или два конкуриращи се разказа за случващото се в световната икономика. Сценарий 2

- ❑ При втория сценарий, глобалната икономика вече е навлязла в период на забавяне поради едновременната стагнация на растежа в трите най-големи икономики.
- ❑ Причините за това са три важни структурни пречки. Това са първо изчерпването на редица от факторите, които подкрепяха в миналото растежът в Китай. Второ, протекционизма на президента Тръмп. И трето, по-осезаемото забавяне на растежа в Европа поради оставащите нерешени структурни проблеми.
- ❑ При този сценарий Китай и Европа ще се забавят значително още през тази година. Много икономики в Европа ще се окажат в рецесия, като растежът на еврозоната няма да надхвърли 0.5% за цялата година.
- ❑ В Китай растежът ще се забави до под 5.5% на глава (де факто ще се окаже около 4%) още през тази година.
- ❑ Към това трябва да се добави и значително забавяне на американската икономика в хода на тази година и рецесия през 2020 г. поради действието на комбинация от структурни пречки и негативни циклични сили. Рецесията ще бъде сравнително плитка и краткотрайна, като ФЕД ще успее да предотврати по-остро протичаща и по-продължителна рецесия. Все пак растежът в САЩ за цялата 2020 г. ще се редуцира до стойност от около 0.5% за цялата 2020 г., което през каналите на външната търговия и доверието ще подкопае растежа и в останалата част от света, включително Китай и Европа.



БЛАГОДАРЯ ЗА ВНИМАНИЕТО!

За контакт:

Кристофор Павлов

Главен икономист

УниКредит Булбанк

тел. +359 2 923 2192

kristofor.pavlov@unicreditgroup.bg



Economic Research Team forecast accuracy awards



2016 Winner of Consensus Economics 2016 Forecast Accuracy Award for Bulgaria

2015 Winner of Consensus Economics 2015 Forecast Accuracy Award for Bulgaria

2014 Winner of Consensus Economics 2014 Forecast Accuracy Award for Bulgaria

2013 Winner of Consensus Economics 2013 Forecast Accuracy Award for Bulgaria



ДИСКЛЕЙМЪР

Настоящият документ е изготвен на базата на обществено достъпна информация от източници, които се считат за надеждни, но за пълнотата или точността на тази информация не носим отговорност. Всички оценки и мнения, включени в този документ представляват независима преценка на екип “Икономически проучвания” към момента на неговото публикуване. Ние си запазваме правото да променим изразеното в документа мнение по всяко време, без предварително уведомление, както и да не актуализираме тази информация или да я оттеглим, без предварително уведомление.

Този документ е изготвен само с информационна цел, не е предназначен и (i) не съставлява, както и не е част от предложение или покана за продажба, отправяне на предложение за закупуване или записване на финансови инструменти (ii) не представлява съвет за отправяне на предложение за закупуване или записване на финансови инструменти, или какъвто и да е съвет за вземане на инвестиционно решение.(iii) за реклама. Инвестиционните възможности, дискутирани в този доклад могат да се окажат неподходящи за някои инвеститори в зависимост от техните специфични инвестиционни цели и времеви хоризонт или в контекста на тяхното цялостно финансово състояние. Дискутираните инвестиции могат да се колебаят в цената или стойността. Инвеститорите могат да получат по – малко отколкото са инвестирали. Промените в обменните курсове могат да окажат неблагоприятен ефект върху стойността на инвестициите. Освен това, минало изпълнение не е непременно показател за бъдещи резултати. В частност, рисковете, свързани с инвестиции във финансови инструменти в процес на обсъждане, не са обяснени в тяхната цялост.

Съдържащата се в този документ информация се отнася за момента, към който е предоставена, и не може да замести получаването на индивидуален инвестиционен съвет. Инвеститорите трябва да вземат свое собствено решение относно това дали инвестициите, които се реферират в документа са подходящи, с оглед на съответните рискове, своята инвестиционна стратегия и своя правен, данъчен и финансов статус.

Тъй като настоящия документ не представлява пряка или косвена инвестиционна препоръка или инвестиционен съвет, нито целия документ, нито част от него може да се счита за основа или мотив или обосновка за сключване на договор или поемане на какъвто и да е ангажимент. Инвеститорите се призовават да се свържат със своя банков инвестиционен консултант за индивидуални обяснения и съвет.

УниКредит Булбанк и/или неговите директори, мениджъри и служители не носят каквато и да е отговорност към получателите на този документ и/или към трети лица за каквито и да е загуби, произхождащи от ползването на настоящия документ или неговото съдържание.

Този документ не е предназначен за конкретни частни инвеститори, и информацията, съдържаща се в него, не може да бъде разкривана, разпространявана, възпроизвеждана или публикувана по каквато и да е причина без предварителното съгласие на УниКредит Булбанк.

