

**Икономически  
проучвания**



08 Април 2015

**“ Структурните реформи ще имат нарастваща роля като  
фактор за ротацията на портфейлите от активи ”**

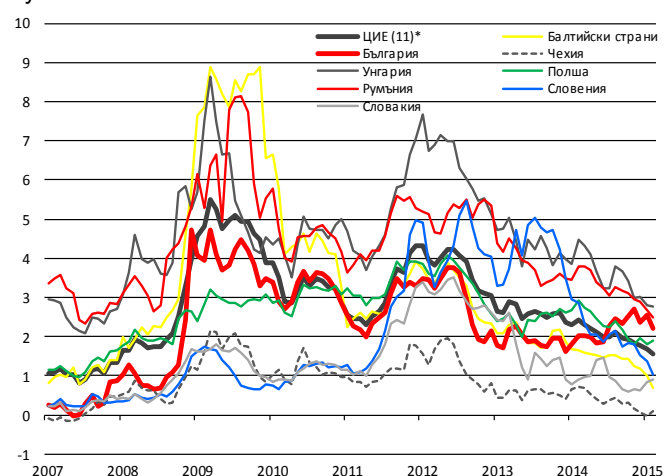
*Изказване на Кристофор Павлов, Главен икономист за България  
на годишна среща на УниКредит Булбанк с представители на небанкови финансови  
институции*

## **Структурните реформи ще имат нарастваща роля като фактор за ротацията на портфейлите от активи**

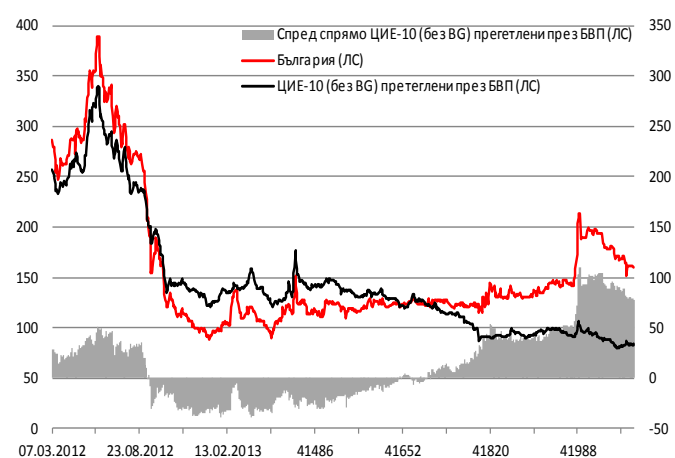
През изминалата малко повече от година след последната ни среща инвеститорите продължиха да прехвърлят средства от активи считани за убежище към такива, които се характеризират с по-уместни нива на риск. Възстановяването на различните класове активи търгувани на глобалните финансови пазари се ослянаше най-вече на изобилната ликвидност, която централните банки на развитите икономика продължаваха да създават, както и в по-малка степен на подобряващите се перспективи пред растежа на развитите икономики. Тези два фактора успяха да компенсират негативния ефект от увеличаването на рисковете пред глобалната икономика предизвикани от инвазията на Русия в Украйна и кризата с „Ислямска Държава“ в Близкия изток, както и опасенията по повод приближаващата се нормализация на лихвените проценти в САЩ и забавянето на търсенето на инвестиционни стоки в Китай.

В България икономиката продължи да нараства с темпове по-ниски от потенциала, с което ръста на БВП през 2014 г. определено не беше сред факторите благоприятстващи възстановяването на българския финансов пазар. Ротацията на активи през миналата година претърпя временно влошаване поради нарастването на политическата нестабилност, спрените еврофондове и сгромолясването на четвъртата по големина банка. Всичко това в комбинация с блокираните реформи доведе до увеличаване на рисковете пред публичните финанси и в крайна сметка до спад в цените на книжата емитирани от българския суверен, както и до увеличаване цената на инструментите, които инвеститорите купуват, за да се застраховат от риска при фалит на българската държава (виж Графики 1 и 2). Но на фона на спада в доходността по банковите депозити – процес който набра допълнителна инерция след банковата криза от юни - интересът към книжата с фиксиран доход, като най-близка алтернатива на банковите депозити, остана висок. В същото време ликвидността продължи да нараства, като причините за това бяха най-вече вътрешни, а връзката между монетарните условия в България и тези в еврозоната и глобалната икономика като цяло продължи да изтънява. На този фон, цените на акциите търгувани на местния пазар се движеха разнопосочно. Акциите на компании от финансовия сектор претърпяха загуби в хода на банковата криза от юни, докато в същото време с успех бяха търгувани книжа на компании от сектор управление на земя и отчасти на компании от секторите туризъм и машиностроене.

**Графика №1:** Спред над 10-годишна книжка на Германия, търгувани на вторичен пазар в местна валута, в процентни пунктове



**Графика №2:** 5-годишни застраховки за защита от фалит на суверена, в базисни пунктове



Източник: ЕК, МВФ, ЕЦБ, Bloomberg, УниКредит Булбанк Икономически проучвания

\*ЦИЕ (11) е сменяща се структура – включва данни за Румъния от април 2005 г., Хърватия от юни 2012 г., изключва Естония от януари 2011 г.

През следващите 20 минути ще говоря за три неща. Първо, какви са очакванията на икономистите на УниКредит Булбанк за ликвидността и растежа през тази година и как това ще влияе на процеса на ротация на активи в България. Следващата тема ще бъде перспективата пред структурните реформи, като ще твърдя, че България е на път да отбележи напредък по отношение на някои дълго отлагани структурни мерки и, че структурните реформи ще се превърнат във фактор с нарастваща значимост за ротацията на активи. И на трето място, ще се спра на някои от рисковете пред българското стопанство, като ще се опитам да ви убедя, че в момента България незаслужено е подценена като място за инвестиции, и особено като място за инвестиции в акции, поради това, че съседна Гърция е заплашена от неорганизирано напускане на еврозоната и тъй като опасенията относно качеството на корпоративното управление и прозрачността на компаниите, след проблемите, които кризата с КТБ извади на показ, отидоха твърде далеч.

Възстановяването на българската икономика продължи да протича сравнително бавно през изминалата година. Основната причина за това, наред с наличието на значителни нива на задлъжнялост в някои сектори на икономиката и високите реални лихви е, че 2014 година беше поредната пропусната година по отношение на структурните реформи. В същото време негативното влияние, което политическата несигурност, замразените средства от ЕС и банковата криза от юни имаха върху икономическото възстановяване беше компенсирано от дългоочакваното възстановяване на броя на заетите в експортно-ориентирани сектори на икономиката, както и преходът към по-силно подкрепяща растежа фискална политика, които помогнаха реалният ръст на БВП да се ускори до 1.7% през 2014 г., спрямо 1.1% през 2013 г. и 0.5% през 2012 г. Може би по-важното обаче е, че растежът стана по-широко базиран, като потреблението на домакинствата и, в по-малка степен, инвестициите се присъединиха към индустрията и износа, като основни двигатели на растежа.

Икономиката започна 2015 г. с оптимистична нагласа. Общият индекс на очакванията нараства в четири от последните пет месеца. Като изключим резултата за май 2014 г. (104.1 пункта) повишението на общия индекс на очакванията отчетено през февруари 2015 година (до 103.8) е и най-високото за последните седем години или по-точно от ноември 2008 г. насам (виж Графика 3). Интересно е да се отбележи, че за последните 10 години имаме само три случая, в които очакванията нарастват четири или повече

последователни месеца, на база месец спрямо месец, като два от тях бяха регистрирани през последната година и половина. И въпреки, че корелацията между очаквания, така както се оценяват в анкетите провеждани от националната статистика и икономическата активност в България, не е толкова силна както в развитите икономика, подобряването на очакванията е една важна допълнителна причина да гледаме с повече оптимизъм на случващото се в икономиката в началото на 2015 година. Подобриенето на очакванията е задвижвано от секторите на индустрията и услугите, където очакванията са на най-високите си равнища за последните повече от шест години. В същото време, по-бавният темп на възстановяване на очакванията при домакинствата и особено в строителството сочи, че и занапред възстановяването на икономиката като цяло ще продължи да протича постепенно.

Месечните данни за икономическата активност отчетени през януари са допълнително свидетелство, че растежът е на път да се ускори в началото на 2015 г. (виж Графика 4). Промисленото производство нарасна с 2% на месечна база, като експортно-ориентираната част на преработващата промишленост и особено производството на инвестиционни стоки имаха най-голям принос. Обемът на продажбите на дребно, от друга страна, отчете понижение от 0.1% на месечна база през януари, но това по-скоро представлява техническа корекция след значителния ръст от 1.4% отчетен месец по-рано през декември 2014 г.

Графика №3: Индикатори за икономическо доверие



Графика №4: Индекс на промишленото производство и продажбите на дребно, сезонно изгладени данни



Източник: Евростат, НСИ, УниКредит Булбанк Икономически проучвания

На този фон, нашият основен сценарий предвижда растежът да се ускори до 1.9% за цялата 2015 г. Очакваме индивидуалното потребление да добави нови 1.7пп към икономическия растеж, подкрепено от постепенното възстановяване на заетостта и спада в цените на енергията. Инвестициите на частния сектор са на път да се забавят незначително спрямо година по-рано, най-вече поради известно забавяне на ръста на кредита за корпоративния сектор след кризата с КТБ, докато приносът на публичния сектор към инвестициите вероятно ще остане без промяна, въпреки мерките за редуциране на дефицита. Износът е на път да се ускори (от 2.2% реален ръст през 2014 г. до 2.6% през 2015 г.) на фона на по-добрите перспективи пред икономиките на основните ни търговски партньори и стимулите от по-слабото евро. В контекста на по-слабите темпове на възстановяване на вътрешното търсене, очаквам вноса да нарасне с по-малко, спрямо година по-рано, което ще позволи нетният експорт да остане неутрален спрямо ръста на БВП през 2015 г, след като извади 1.1пп от растежа през 2014 г.

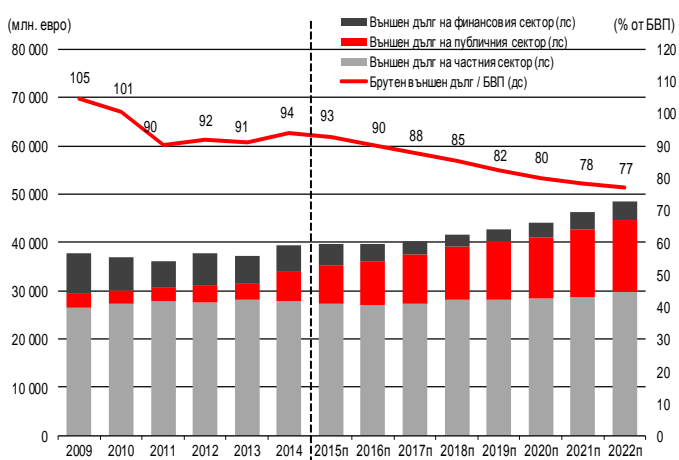
Рисковете за този сценарий са добре балансирани. Все още има голяма доза несигурност свързана с точния момент във времето и мащабите, в които по-ниските цени на суровия петрол и по-слабото евро ще подкрепят процеса на възстановяване. Негативните рискове произхождат от потенциална ескалация на конфликта в Украйна, както и от възможно неорганизирано излизане на Гърция от еврозоната. На вътрешния фронт основните рискове са два и са добре познати. Това са попадането на икономиката в дефлационна спирала и преди всичко отказа от ускоряване на необходимите структурните реформи.

Ликвидността в икономиката ще продължи да нараства, подкрепяйки прехвърлянето на средства от банкови депозити към книжа с фиксиран доход и в по-малка степен в акции. Нормата на спестяване ще остане близо до наблюдаваните през миналата година нива в резултат на комбинираното действие на редица структурни и циклични фактори и най-вече поради продължаващите много атрактивни реални лихви по депозитите (виж Таблица 1), които исторически са на едни от най-високите нива наблюдавани от началото на прехода и, които някои банки все още се чувстват принудени да поддържат, за да стабилизират балансите си. Част от този значителен ръст на националните спестявания ще продължи да се насочва към редуциране на натрупаната в годините на бума външна задлъжнялост (виж Графика 5), като очакваме външният дълг да намалее до 93% от БВП в края на тази година и до 77% в далечния край на прогнозата.

**Таблица №1:** Приложими лихвени проценти по салда по депозити в банковата система

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015n	2016n	2017n
<b>ЛИХВЕНИ ПРОЦЕНТИ ПО ДЕПОЗИТИ (общо)</b>	<b>4.19</b>	<b>3.98</b>	<b>3.68</b>	<b>3.54</b>	<b>3.22</b>	<b>2.47</b>	<b>1.56</b>	<b>1.54</b>	<b>1.57</b>
<b>Лихвени проценти по депозити на корпорации</b>									
Лихвени проценти по депозити на корпорации в BGN	2.65	2.35	2.09	1.89	1.58	0.99	0.55	0.50	0.49
Лихвени % по безсрочни депозити в BGN	0.56	0.47	0.43	0.38	0.31	0.27	0.22	0.22	0.22
Лихвени % по срочни депозити в BGN	5.90	5.05	4.45	4.24	3.87	2.86	1.81	1.56	1.56
Лихвени проценти по депозити на корпорации в FC	3.18	2.76	2.40	2.23	2.05	1.34	0.63	0.62	0.63
Лихвени % по безсрочни депозити в EUR	0.48	0.38	0.36	0.34	0.30	0.24	0.14	0.14	0.14
Лихвени % по срочни депозити в EUR	5.09	4.74	4.26	4.15	3.73	2.80	1.55	1.50	1.52
<b>ЛИХВЕНИ ПРОЦЕНТИ ПО ДЕПОЗИТИ НА КОРПОРАЦИИ</b>	<b>2.89</b>	<b>2.53</b>	<b>2.22</b>	<b>2.03</b>	<b>1.77</b>	<b>1.13</b>	<b>0.58</b>	<b>0.55</b>	<b>0.55</b>
<b>Лихвени проценти по депозити на домакинствата</b>									
Лихвени проценти по депозити на домакинствата в BGN	4.95	4.68	4.32	4.14	3.76	2.90	1.86	1.83	1.84
Лихвени % по безсрочни депозити в BGN	1.00	0.76	0.69	0.60	0.77	0.60	0.35	0.30	0.29
Лихвени % по срочни депозити в BGN	6.19	5.77	5.22	4.93	4.50	3.52	2.32	2.31	2.33
Лихвени проценти по депозити на домакинствата в FC	4.83	4.65	4.37	4.22	3.89	3.13	2.04	2.03	2.08
Лихвени % по безсрочни депозити в EUR	0.54	0.51	0.46	0.44	1.79	1.52	0.75	0.60	0.50
Лихвени % по срочни депозити в EUR	5.34	5.09	4.75	4.60	4.23	3.41	2.26	2.22	2.26
<b>ЛИХВЕНИ ПРОЦЕНТИ ПО ДЕПОЗИТИ НА ДОМАКИНСТВАТА</b>	<b>4.88</b>	<b>4.66</b>	<b>4.35</b>	<b>4.18</b>	<b>3.82</b>	<b>3.00</b>	<b>1.94</b>	<b>1.91</b>	<b>1.94</b>

**Графика №5:** Брутен външен дълг по институционални сектори като процент от БВП



Източник: НСИ, БНБ, УниКредит Булбанк Икономически проучвания

След изборите през октомври 2014 година средата за провеждане на непопулярни мерки стана по-благоприятна, като са налице сигнали, че България е на път да отбележи напредък по отношение на някои дълго отлагани структурни реформи. С известно забавяне, всички тези мерки, ако и доколкото бъдат предприети, би трябвало да подкрепят икономическия растеж през канала на подобряване на очакванията на бизнеса и домакинствата, като постепенно се превърнат и във фактор с нарастваща тежест за ротацията на портфейлите от активи.

Така например, изглежда е налице политическа воля да се вземат някои от трудните решения, нужни за балансиране на пенсионната система. В края на миналата година бяха инкриминирани най-крайните форми на неплащане на социално-осигурителни вноски от работодателите и резултатите не закъсняха. Данните за първите три месеца на тази година сочат за значително нарастване на приходите от осигуровки в НОИ, което дава увереност, че е добре да се помисли и за допълнителни дисциплиниращи мерки имащи за цел преследване неплащането на осигуровки в пълен размер от недобросъвестни работодатели. Само преди

около седмица правителството предложи за дискусия мерки за ограничаване на злоупотребите с пенсиите за инвалидност, увеличаване на пенсионните вноски и възрастта за пенсиониране и отпадане на привилегиите за ранно пенсиониране на някои категории служители от публичния сектор. Ако се вярва на думите на министър Калфин се върви към по-мек вариант по отношение на частните пенсионни фондове от този приложен в други страни от ЦИЕ.

По-голямата част от всичко това звучи обещаващо. От днешна гледна точка, обаче са налице поне два основни риска. Първо налице са опасения, че промените ще се осъществяват твърде бавно, тъй като проекта на правителството предвижда голяма част от промените да се въведат на малки стъпки през следващите повече от две десетилетия. Така например предложението на правителството предвижда увеличаването на възрастта за пенсиониране да отнеме цели 22 г., а увеличението на осигурителните вноски 10 г. Ако тези предложения бъдат приети, опита за пенсионна реформа, на който сме свидетели в момента вероятно ще може да се обрисова с думите „твърде малко и твърде късно“. На второ място, остава неясно как ще се разпредели финансовата тежест от реформата между работодатели и самоосигурени. Работодателите се противопоставят на увеличението на осигуровките, въпреки че пенсионните осигуровки в България са едни от най-ниските в Европа и въпреки, че в годините на стопански бум увеличените приходи в бюджета бяха използване за безпрецедентно по мащабите си редуциране на осигурителните плащания, което в крайна сметка способства за задълбочаване на дисбалансите в НОИ. Вместо това работодателите предлагат по-бързо да се върви към увеличаване на пределната възраст за пенсиониране и изравняване на възрастта за пенсиониране между мъжете и жените. Но това се приема като социално несправедливо от синдикатите и се очертава, като едно от предизвикателства за постигането на консенсус. Следващите няколко месеца ще са решаващи, за да разберем дали ще имаме удовлетворителен резултат или ще бъдем свидетели на поредното отлагане на реформата в сектор пенсии.

Налице са амбиции за намаляване на разходи за заплати и издръжка на държавните служители с цел намаляване на бюджетния дефицит, като в същото време се запазят капиталовите разходи на достигнатото през миналата година ниво без особена промяна. Тази промяна трябва да се приветства, тъй като по същество, това представлява отказ от политиката на прекалено агресивно фискално затягане от периода 2010-2012 година, което при това беше извършено по-възможно най-вредният за растежа и заетостта начин – чрез изтласкване на инвестициите на публичния сектор от по-високи текущи разходи, без това да се обвързва с ангажименти за постигането на някакъв напредък в реформирането на системите, които са на издръжка на бюджета. Но на фона на нарастващите приходи в бюджета досега през 2015 г. и приближаващите местни избори, ставам все по-скептичен, че ще наблюдаваме някакво значително усилие за свиване на разходите за издръжка и заплати през тази година, което, ако се случи, ще бъде равнозначно на отлагане на коригиращите мерки необходими в тази ключова област.

В енергетиката бяха предприети редица мерки, които ще помогнат да се стабилизира финансовото състояние на НЕК. Беше даден заден ход по отношение на популистките понижения на цените на електроенергията за домакинствата. На път е да се въведе работещ механизъм за насочване на европейски средства към проекти за подобряване на енергийната ефективност на многофамилните жилищни сгради. С промени в закона за енергетиката НЕК беше разтоварен от задължението да изкупува скъпото и нискоефективно производство на електроенергията на топлофикациите и заводските централи. Отпаднаха преференциалните цени за новите мощности базирани на използването на възобновяеми източници на енергия, като преференциите остават само за малките централи до 30 мегавата. Засега е налице отказ или поне въздържане от инвестиции в скъпо струващи проекти за нови мощности за производство на електричество, които биха изправили сектора пред риск от свръхкапацитет. Направени

бяха промени и в статута на регулатора, насочени към увеличаване на неговата независимост. Осигурено беше финансиране за доизграждане интерконекторите, които ще свързват националната газопреносна мрежа на България с тези на съседните страни, което ще направи възможно до 5 години България да внася до една-трета от необходимия и природен газ от Азербайджан, като по този начин се сложи край на половин вековният монопол на Русия по отношение на вноса на газ. Договорени бяха по-ниски цени, по които НЕК изкупува електроенергия от централите в маришкия басейн, при това без да се увеличава срокът на тези договори, което би затруднило усилията за либерализация в сектора.

Всичко това са мерки в правилната посока, които ще помогнат да се стабилизира финансовото състояние на НЕК, който доскоро заплашваше с колапс цялата система при това по начин, който щеше да има значителни негативни последици за публичните финанси. Все пак в дългосрочен план остават редица рискове, като тук ще се ограничи да спомена два от тях. Първо усилията за финансово стабилизиране не бива да се разглеждат като приключили. Вярно е, че без да се губи допълнително време бяха предприети редица коригиращи мерки, но за да се реализира търсеният ефект е необходимо да се даде достатъчно време на тези мерки да работят. Съществуват и рискове свързани с изпълнението на самите мерки, като тепърва предстои да видим дали правителството ще успее действително да спре изкупуването на скъпото и неефективно производство на електроенергия от заводските централи и особено от топлофикациите, с оглед на очертаващата се загуба на работни места в някои от тези компании. Второто ми притеснение е свързано с това, че основните политически сили от ляво и от дясно изглежда остават разделени в позициите си по отношение на подкрепата за мащабни инвестиции в нови ядрени мощности за производство на електроенергия. БСП продължават с вербалната си подкрепа за строителството на нови ядрени мощности в Белене и на съществуващата площадка в Козлодуй, докато позицията на ГЕРБ остава далеч по-сдържана. Боя се, че докато не се постигне някакъв консенсус между леви и десни по въпроса, има риск провежданата политика в сектора да продължи да се характеризира с непоследователност и непредсказуемост, които в крайна сметка ще добавят към цената, която бизнеса и населението ще трябва да платят за достъпа до енергия.

В същото време, шансовете за известен тласък на реформите в сектор образование и особено в системата на спешната медицинска помощ, също изглежда се подобряват. Оформя се консенсус и по отношение на някои дълго оспорвани мерки за промени в сектор правораздаване, които имат за цел да допринесат за утвърждаване на независимостта на съда и за по-добра превенция на корупционните практики. Все пак от днешна гледна точка остава неясно, дали скоро ще видим началото на всеобхватна и далече стигаща реформа на сектор правораздаване или ще се окаже, че ще продължим да говорим за корупцията и за липсата на правна сигурност, като за ахилесовата пета на българското стопанство.

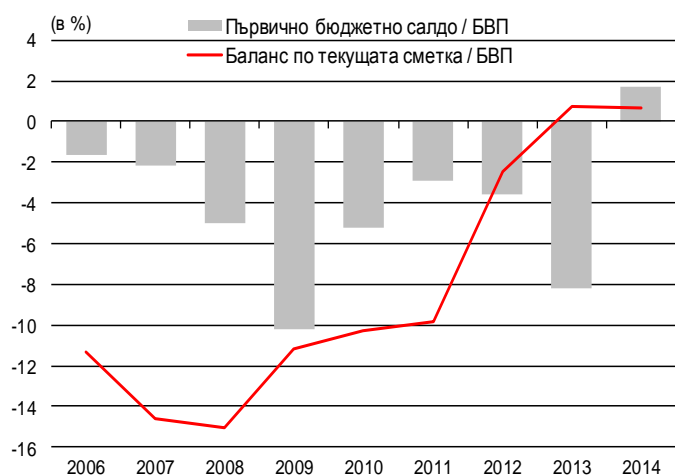
В третата и последна част от тази презентация ще кажа няколко думи за уязвимостта на българската икономика в случай на неорганизирано излизане на Гърция от еврозоната и за опасенията свързани с качеството на корпоративно управление и прозрачността на българските компании.

Уязвимостта на българската икономика при неблагоприятен сценарий в Гърция днес е много по-малка от тази през 2012 година. Рискът излизане на Гърция от еврозоната да предизвика масирано изтегляне на капитали от развиващите се пазари включително и от региона на Балканите днес е много по-малък по няколко причини. На първо място, гръцкият публичен дълг днес не е в ръцете на частния сектор, а в ръцете на правителствата от ЕС и наднационални финансови институции като МВФ, ЕЦБ, Европейския Финансов Стабилизационен Фонд и правителствата от еврозоната, които финансират спасителните програми за Гърция. На второ място, в ход е мащабна програма за изкупуване на активи с отворен край от страна на ЕЦБ, която за първите 18 месеца от действието си ще увеличи парите в обръщение със сума

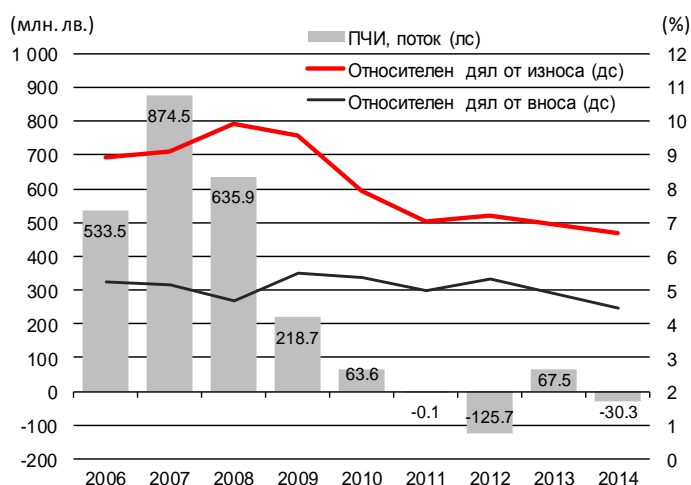
съответстваща на 10% от БВП на еврозоната. На трето, възстановяването на американската и в по-малка степен на британската икономики продължава с пълна сила. Банките в Европа са с много по-добро здраве и способността им да абсорбират нови негативни шокове, ако това се наложи, днес е много по-голяма отколкото преди 3 години.

Самата Гърция е по-различна отпреди 3 години. Гърция проведе безпрецедентна по мащабите си фискална консолидация, като през 2014 г. публичните финанси отчетоха положително първично бюджетно салдо, при дефицит от 3.6% от БВП през 2012 г. и 10.2% от БВП през 2009 г. (виж Графика 6). Дефицитът по текущата сметка от 9.9%, който икономиката отчиташе през 2011 г. също е в историята и днес Гърция има малък излишък от 0.7% (виж Графика 7).

**Графика №6:** Гърция: Баланс по Текущата сметка и бюджетен дефицит спрямо БВП



**Графика №7:** Поток на ПЧИ и относителен дял на вноса и износа от/за Гърция



Източник: МВФ (WEO October 2014), ЕК, БНБ, УниКредит Булбанк Икономически проучвания

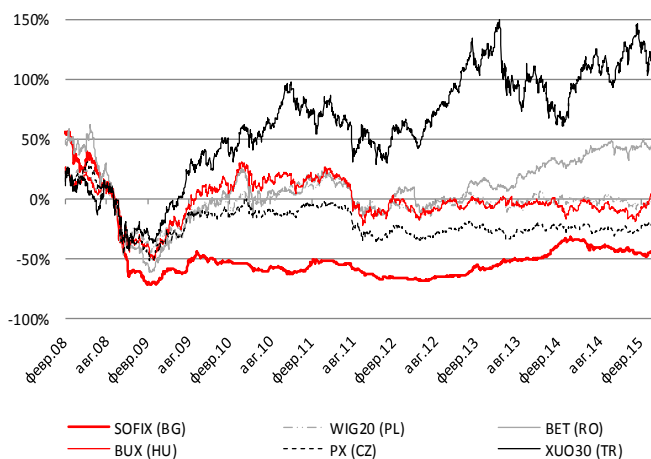
Уязвимостта на България при лош сценарий в Гърция беше редуцирана и затова, защото нуждите от финансиране на българския суверен за цялата текуща година бяха осигурени още в края на първото тримесечие, като фискалният резерв днес е на доста по-комфортно ниво от около 7% от БВП спрямо малко над 5% в началото на 2012 г. Ликвидността е по-висока не само в корпоративния, но и особено в банковия сектор, като в края на 2011 г. чуждестранните пасиви превишаваха чуждестранните активи на банките със сума съответстваща на 4.6% от общо активите, докато в края на 2014 г. българският банков сектор вече е нетен кредитор спрямо останалия свят, като нетните чуждестранни активи са в размер на 5% спрямо общо активите. Гръцките банки с операции в България също изглеждат в далеч по-добра кондиция днес отколкото през 2012 г. Всичко това би трябвало да означава, че негативните ефекти за българската икономика, в случай на неорганизирано излизане на Гърция от еврозоната – което не е нашия основен сценарий, вероятно ще се ограничат до канала на външната търговия. Все пак, като се има предвид тежестта на Гърция за външната ни търговия, такъв сценарий би довел до спад в износа от порядъка на 2-4%, като трябва да се очакват и последващи умерени негативни ефекти, както за бюджета, така и за икономическия растеж.

И накрая, нека каже, че опасенията свързани с качеството на корпоративното управление и прозрачността на българските компании стигнаха прекалено далеч, според мен. Вярно е, че има компании, за които не без основание има подозрение, че са налице лоши практики на корпоративно управление, подобни на тези, които сгромолясането на КТБ извади на показ, но да се разпростират тези подозрения върху цялата икономика или дори само върху целия сектор на публично търгуваните компании е нелепо. Българският

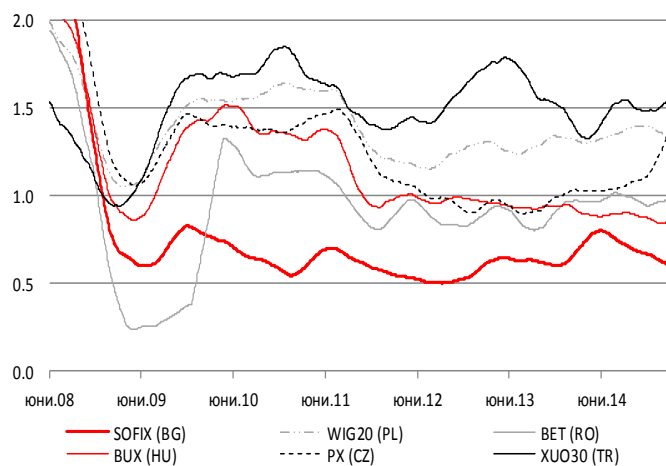


капиталов пазар продължава да изглежда подценен, най малкото защото водещите индекси са далеч под нивата си от преди 2008 година (виж Графика 8), което често е в остър контраст със случващото се в други развиващи се пазари, като в същото време международните сравнения на индикатори като цена-към-счетоводна стойност (виж Графика 9) допълнително подкрепят тази теза.

**Графика №8:** Равнище на водещия индекс на капиталовия пазар по държави, юни 2008 = 100



**Графика №9:** P/B (цена-счетоводна стойност) на водещия индекс на капиталовия пазар по държави, 90-дневни плъзгащи се средни



Източник: Bloomberg, УниКредит Булбанк Икономически проучвания

Всичко това сочи, че България незаслужено продължава да е подценявана като място за инвестиции и особено като място за инвестиции в акции, което има и добра страна, защото предоставя интересни възможности за сделки, от които може да се печели.

## 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 анализатора 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.

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.

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 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.