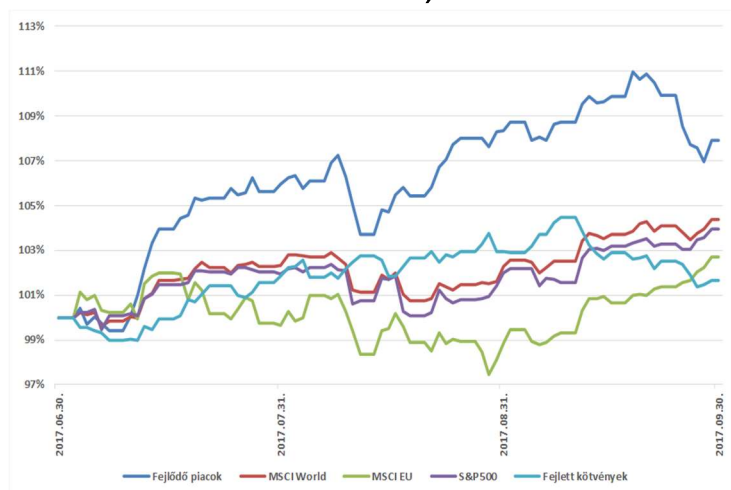


Világpiaci kitekintő

A globális részvénytőcsok teljesítménye 2017-ben (saját devizában)



A világgazdaság a kiváló gazdasági ciklus, az elmaradó bérnövekedés miatt anticiklikus politikát folytatni nem képes jegybankok és a jelentős geopolitikai kockázatok háromszögében tartózkodik. A harmadik negyedév során a legjobb hozamokat a fejlődő országok részvénytőcsán lehetett elérni. A globális árupiaci index korrigálta a második negyedévben látott negatív teljesítményét és hét százalékot erősödött. A fejlett kötvénytőcsán a hozamszintek az inflációs várakozásokkal együtt többnyire csökkentek a negyedévben, amit a fejlődő piaci kötvények is lekövettek. A kötvénytőcsa ezzel együtt is a negyedév végére a legrosszabbul teljesítő eszköztőcsa lett. A devizapiacra a dollár további gyengülése volt megfigyelhető, míg a latin-amerikai és KKE régiós devizák további felértékelődést mutattak (1. ábra).

Az Egyesült Államokban a főbb részvénytőcsai indexek egyaránt tovább emelkedtek és rendre korábbi csúcsokat döntöttek meg. Az emelkedés során felülteljesítettek a ciklikus szektorok köztük az IT, az energia és a pénzügyi szektor, míg alulteljesítők voltak a kamat érzékeny szektorok, így a fogyasztási- és közmű szektor, valamint az egészségügy.

A végleges második negyedéves GDP növekedési ütem 2,2 százalékos növekedést mutatott az előző év azonos időszakához képest (3,1% évesítve). A várakozásokat minimálisan felülmúló második negyedéves adatot a hurrikán szezon miatt a harmadik negyedévben kissé alacsonyabb szám követheti, azonban a hurrikánok okozta pusztítás a korábbi tapasztalatok alapján 2-3 negyedév elteltével az újjáépítési munkálatok és beruházások miatt már pozitívan járul hozzá a GDP növekedéshez. A széles körben elfogadott előrejelző indikátor, az Atlanta FED harmadik negyedéves GDPNow növekedési becslése 2,5 százalékos évesített negyedéves növekedést jelez előre. A fontosabb konjunktúra mutatók az előző negyedévhez képest kedvezőbb képet mutatnak a beszerzési menedzser indexek a növekedést előrejelző tartományban tartózkodnak. A GDP növekedés motorja továbbra is a fogyasztás, ahol a fogyasztói bizalom erős, és amely szektorra kedvezően hatnak a munkaerő piaci folyamatok. A munkanélküliség a participációs ráta emelkedésének ellenére alacsony (4,2%), míg a foglalkoztatottság (a hurrikán szezon miatt megbicsakló szeptemberi adat kivételével) kedvezően alakul. A legfőbb probléma a gazdasági növekedést visszafogó alacsony termelékenység, valamint a szűk munkaerő piac ellenére alacsony bérnövekedési ütem (3,4%). Ez utóbbi megnehezíti a FED helyzetét is, hiszen rendre a jegybanki céltól elmaradó infláció mutatót láthatunk, melynek következtében a jegybank nem tudja folytatni anticiklikus politikáját. A friss inflációs számok kedvezőbben alakultak az első negyedéves adatokhoz képest, augusztusban 1,9 százalékos éves bázison számolt áremelkedést láthatunk.

A FED a kamatszintet ugyan változatlanul hagyta a negyedévben, azonban legutóbbi ülésén bejelentette a „tapering”-et, azaz a 4500 milliárd dolláros jegybanki mérlegfőösszeg csökkentését. A menetrend szerint kezdetben havi 10 milliárd dolláros csökkentéssel indul a program a lejáró állományok meg nem újításán keresztül, amely összeg negyedévenként további 10 milliárd dollárral fog emelkedni egészen havi 50 milliárd dollárig. Egyes számítások szerint ebben az ütemben a jegybank legkevesebb 4 év alatt érkezhethet el a kívánatosnak tartott 3000 milliárd dolláros mérlegfőösszeghez, mivel a havi lejáratok sok esetben nem érik el az 50 milliárd dolláros felső limitet. Emellett az idei évben további egy kamatemelés várható a jegybank részéről, melynek valószínű időpontja december.

Politikai szinten a Trump adminisztráció továbbra sem tudott áttörést elérni, az egyre messzebbre tolódó mexikói határra építendő fal, valamint a nagy vehemenciával betervezett és elbukott egészségügyi reform után az elnök egy másik ígéretének, az adórendszer megreformálásának ugrott neki és bejelentette reform terveit. Egyelőre azonban eléggé kidolgozatlan javaslatcsomagról van szó, ami sokkal inkább tekinthető egyszeri adócsökkentésnek, mint mélyreható reformnak. Főbb pontjai a társasági adókulcs 35 százalékról 20 százalékra való csökkentése, a profitrepatriálás lehetővé tétele és ennek támogatására a vállalatok globális bevételeinek megadóztatása, valamint a személyi jövedelemadó rendszer átalakítása. A felsorolt pontok szakértők szerint problémásak és amellett, hogy leginkább a társadalom felső 1 százalékának kedveznek (és furcsa módon a Trump család is évi 50 millió dollárt nyerhetne rajtuk), tovább növelik az egyébként is magas költségvetési deficitet, amit a demokraták és a keményvonalas republikánusok egyaránt elfogadhatatlannak tartanának. A várakozásokat alulmúló gazdasági adatok és bizonytalan politikai környezet közepette a dollár folytatta gyengülő tendenciáját és 4 százalékkal értékelődött le a főbb devizákkal szemben (Dollár index).

Európában ezzel szemben rendre meglepetést okoztak a friss gazdasági adatok, ami leginkább az euró erősödésében jelentkezett. A második negyedéves éves GDP növekedési ütem 2,3 százalék volt, a fogyasztási és üzleti szektor egyaránt stabilan növekedett. Az erős belföldi keresletet alátámasztják a több éves csúcson tartózkodó bizalmi- és konjunktúra indexek. A fogyasztói bizalom 2001 óta nem látott magas szinteket üt, amely mögött leginkább a kedvező munkaerő piaci folyamatok állnak. A munkanélküliségi ráta valamennyi tagországban csökken (9,1%), a core országokban immár munkaerőhiány jellemezi a magasabb hozzáadott értékű szakmákat. A perifériás országokban a munkanélküliség ugyan még mindig nagyon magas, de csökkenő tendenciát mutat, a legnagyobb probléma a fiatalok munkanélkülisége. Mindezek következtében a bérek emelkednek, ami az alacsony kamatokkal és alacsony inflációval karöltve az elkölthető jövedelem emelkedését vonja maga után. Az alacsony kamatok és a szignifikánsan csökkenő nem teljesítő hitelállomány a bankszektor aktivizálódását vetíti előre, melynek jeleit már láthatjuk a meginduló vállalati hitelezésben. A nemzetközi kereslet szintén kedvezően alakult az elmúlt időszakban, a globális kereskedelem tovább bővül, melynek következtében magas az ipari szektor rendelésállománya és a beszerzési menedzser indexek is kedvezően alakultak. Az idei évben trendszerűen erősödő euró árfolyam negatív hatását ellensúlyozza az értékesítési volumen növekedése, így továbbra is erős a régió finanszírozási képessége. Az erős euró az import árakon keresztül azonban negatív hatással van az inflációra, részben emiatt a jegybanki céltól elmaradó 1,5 százalékos éves áremelkedés volt augusztusban.

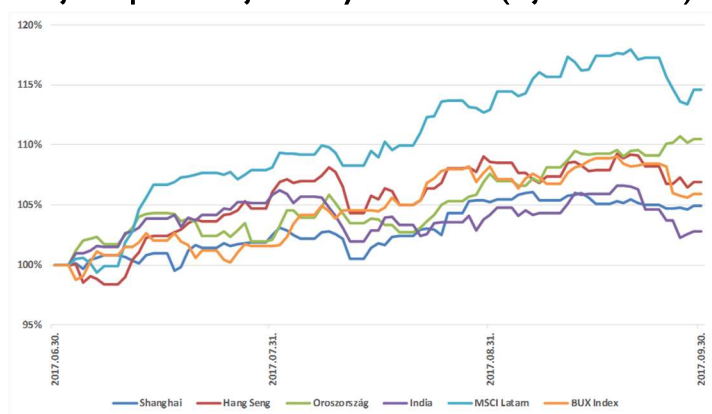
A jegybanki döntéshozók nem változtattak a -0,4 százalékos alapkamaton, míg az eszközvásárlási programmal kapcsolatos bejelentés közzétételét az októberi ülésre halasztották. A várakozások alapján a jelenlegi havi 60 milliárd eurós vásárlási keret két lépésben kerülhet leépítésre 2018-ban, majd 2019-ben jöhet az első kamatemelés.

A régiót övező politikai kockázatok jelentősen csökkentek a német választás lezárultával, melynek eredményeként a régió legjelentősebb gazdaságában fennmaradt a status quo és Angela Merkel kancellár megkezdheti negyedik ciklusát. A korábbi koalíciós partner az SDP ugyan kihátrál a további együttműködésből, azonban a kormányalakítást ez nem veszélyezteti érdemben. A választáson a szélsőséges AfD párt a várakozásokat felülmúlva szerepelt és mintegy 8-9 százaléknyi szavazót tudott elcsábítani a CDU/CSU pártszövetségtől. Jelentős parlamenti erőt ugyan nem fog képviselni a szélsőséges párt, azonban a következő négy évben minden bizonnyal nagy hangsúly kerül az elvesztett szavazók visszaszerzésére, és a szélsőséges pártok meggyengítésére. A választást követően Emmanuel Macron francia államfő előállt az egész Eurozóna megreformálására vonatkozó fiskális programjával, melyben a közös költségvetés és közös hadsereg mellett olyan valós problémákra kínál megoldásokat, mint a termelékenység javítása az oktatás és egészségügy reformjával, a beruházási ráta emelése, valamint az adóelkerülés lehetőségének csökkentése a társasági adókulcsok harmonizálásával.

Az utóbbi hetekben a régió eszközeit nyomás alatt tartó katalán szeparációs törekvések minden bizonnyal csupán átmeneti hatással bír, ami nem befolyásolja a jelenlegi gazdasági ciklus fundamentumait. Ugyanakkor nem valószínűsíthető Katalónia elszakadása Spanyolországtól, mivel felmérések alapján az elszakadás pártiak a népesség kisebb részét alkotják, valamint a

spanyol alkotmány is rendelkezik a spanyol egységről, ami azt jelenti, hogy alkotmány módosítást igényelne egy ilyen lépés. Mindezek mellett az Európai Unió tagja sem lehetne egy független Katalónia, így tehát olyan problémákkal szembesülnének rögtön az elszakadás után, mint a saját deviza leértékelődése, tőkekiáramlás, kereskedelmi kapcsolatok kiépítése a nulláról, EU-s csatlakozási tárgyalások megkezdése stb. Így tehát az elszakadás inkább egy politikai játszma része, melynek során a katalán vezetés saját pozícióját próbálja erősíteni a választói között.

Fejlődő piacok teljesítménye 2017-ben (saját devizában)



A globális feltörekvő piacokon a latin-amerikai részvények vezették az emelkedést, valamint az orosz piac is korigálta az első két negyedév során felhalmozott veszteségét. A dollár erősödésével párhuzamosan szeptember második felében jelentősebb korrekció érte el ezen országok részvénypiacait (2. ábra).

A globális gazdasági ciklus továbbra is bővülő szakaszában van, melynek következtében a világkereskedelem volumene tovább növekszik. Ez a gyengülő dollárral és az alacsony finanszírozási költségekkel együttvéve kiváló mixet alkot a feltörekvő országok számára.

A világkereskedelem egyik legjelentősebb szereplőjeként, a kínai gazdaság továbbra is erőteljes bővülést mutat, a második negyedéves GDP növekedés évesítve 6,9 százalékot ért el. Az ipari kibocsátás és a kiskereskedelmi szektor egyaránt tovább növekedett, míg az ingatlanpiacon egyre nagyobb kockázatok jelentkeznek. A központi kormányzat továbbra is jól kezeli a tőkekiáramlást, valamint az árnyék bankrendszer felszámolásának érdekében is szigorításokat jelentettek be. A latin-amerikai régió kiemelkedően teljesített a részvénypiacokon, ami tulajdonképpen a gyengülő dollár, a felértékelődő olajár és a kötvényfelárak csökkenésének következménye volt. A szeptember végén bekövetkező korrekció alkalmával a túlvett szektorokban jelentős pozíció zárásokat figyelhettünk meg, ilyen volt például az IT és pénzügyi szektor, ahol kétszámjegyű esés következett be. Az idei évben alulteljesítő orosz részvénypiac is kiemelkedően szerepelt, annak ellenére, hogy több orosz bank is állami segítségre szorult egy bankcsőd elkerülése miatt, viszont kedvezően hatott az olajár felértékelődése.

A KKE régió országai szintén élvezhetik a globális konjunktúra, a szabad munkaerő áramlás és a tőkeáramlások pozitív hatásait. A külső kereslet alakulása kedvezően hat ezen országok feldolgozóiparára, míg a core országok megnövekedett munkaerő kereslete miatt fellépő elszívó hatás jelentős bérnövekedést okoz, ami a belföldi keresletre is pozitívan hat. Emellett a beáramló EU-s források stabil költségvetési pozíciót és a fizetési mérleg (és ezáltal a deviza) stabilitását vonja maga után. Így tehát továbbra is potenciális növekedés feletti GDP növekedést láthatunk ezen országok esetében.

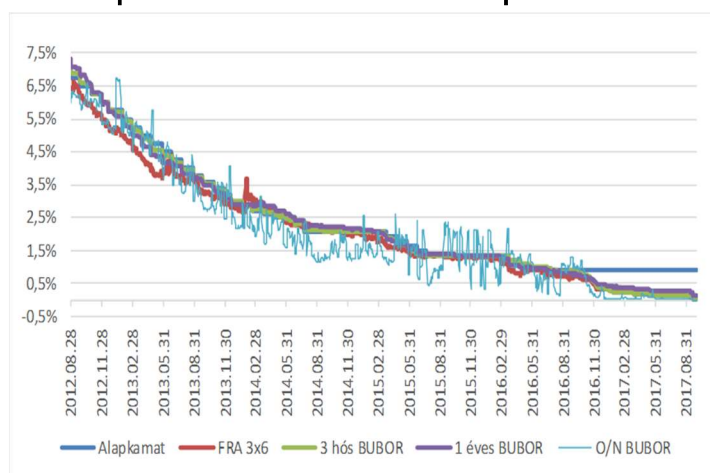
A negyedév során a globális nyersanyagindex tulajdonképpen teljes mértékben korigálta az előző negyedév során megfigyelt leértékelődést, így 3 százalék feletti erősödést mutatott. Ez legjelentősebb részben az olaj, valamint az ipari fémek árfolyamának emelkedése miatt következett be, mindkét termékcsoporthoz piacán valamivel 10 százalék feletti erősödés láthatunk. Ezzel egy időben az arany árfolyama is jelentősen emelkedett, azonban a szeptember végi dollár erősödés csökkentette azt, így a hónap végére itt 3 százalékos felértékelődés következett be. Az olaj árfolyamának emelkedése mögött a kurdisztáni függetlenségi törekvés állt, ami a közel-keleti kockázatok emelkedését okozta, míg az OPEC országok kitermelési volumene nem változott érdemben. Az ipari fémek és leginkább a réz árfolyamának emelkedését a folytatódó globális konjunktúra befolyásolta, míg az arany esetében a reál hozamok változása volt a fő mozgatórugó.

Hazai kitekintő

Magyarországot továbbra is a kedvező fiskális pozíció és a laza monetáris politika együttese jellemzi. A BUX index az első kilenc hónapban 5,9 százalékos emelkedést ért el, mellyel minimálisan felülteljesítette a régiós részvényeket tömörítő CETOP index hozamát (4,4%). A részvénytőzsdén a kötvénypiacon is emelkedő árfolyamokat láthatunk, melynek megfelelően a MAX Index 2,52%-os emelkedéssel zárt, míg a ZMAX Index gyakorlatilag stagnálást tudott felmutatni (+0,05%). Az éven belüli hozamok és a hosszabb államkötvények hozamai egyaránt csökkentek, ezzel a hozamgörbe kissé laposodott. A pénzügyi hozamok továbbra is jelentősen az alapkamat szintje alatt helyezkednek el és immár az overnight bankközi kamatláb negatív tartományba is benézett. Ez laza hitelezési kondíciókat von maga után, melynek megfelelően a hitelintézetek hitelállománya is növekedett, ami leginkább az 5 éven túli vállalati hitelek szegmensben csapódott le. Továbbá kedvező, hogy a nem teljesítő hitelállomány új historikus mélypontra, 4,5%-ra csökkent.

Magyarországon az idei második negyedévben 3,2%-kal haladta meg a GDP növekedési üteme a tavalyi év azonos időszakában mértet. Ez kissé alacsonyabb az első negyedéves 4,2%-nál. A növekedéshez elsősorban a piaci alapú szolgáltatások járultak hozzá, míg az ipar hozzáadott értéke erősen csökkent az első negyedévhez képest. Termelési oldalról vizsgálva a szolgáltatások 1,5%, míg az ipar 0,7%-kal növekedtek, és az elmúlt évek után, immár az építőipar is pozitívan, +0,8%-kal járult hozzá a GDP növekedéséhez. A külkereskedelmi egyenleg 119 millió euróval 440 millió euróra csökkent augusztusban, az export euróban számolt értéke 10 százalékkal, míg az import 13 százalékkal nőtt az előző év azonos időszakához képest. Folytatódott a munkaerőpiac szűkülése, a munkanélküliségi ráta tovább csökkent 4,2%-ra, mellyel párhuzamosan a foglalkoztatottság 68,6%-ra emelkedett. A hazai gazdaságban mért inflációs ráta a februári 2,9%-os csúcsponttól a nemzetközi trendnek megfelelően előbb mérséklődött, majd augusztusra éves 2,6%-os áremelkedésről adott számot. A maginflációs mutató ezzel szemben emelkedett kissé, és elérte a 2,4 százalékos szintet. A tartós fogyasztási cikkek kivételével minden főcsoportban áremelkedés volt tapasztalható, legjelentősebben a szeszes italok, dohányárak drágultak, de az üzemanyagokért és az élelmiszerekért is lényegesen többet kellett fizetni, mint egy évvel korábban.

A piaci kamatok alakulása 2012 szeptembertől



Az inflációs folyamatokat látva a Magyar Nemzeti Bank nem változtatta meg az alapkamat szintjét a szeptemberi kamatlétségi ülés alkalmával sem. Azonban további nem-konvencionális intézkedéseket végrehajtott a jegybank, hiszen egyrészt 75 milliárd forintra vágta le a három hónap múlva esedékes betéti korlátot, valamint növeli és hosszabbítja a forintlikviditást nyújtó swap állományt. Másrészt az egynapos jegybanki betét kamatát -0,15 százalékra csökkentették a döntéshozók. Az intézkedések jelentősen növelik a pénzügyi likviditást, valamint további hozamcsökkenést okoztak a hozamgörbe rövid oldalán, melynek következtében a szeptemberi aukción újabb történelmi mélypontra -0,07 százalékra csökkent a három hónapos diszkontkincstárjegyek hozama.

Ezzel együtt a jegybanki döntéshozók továbbra is elkötelezettek a hosszú távon alacsony hozamok (negatív reálhozamok) mellett, ami piaci vélemények szerint könnyen az inflációs folyamatok alulbecslésével járhat.

Részvénypiacok

2017 harmadik negyedévében a részvénypiacok pozitív tartományban zártak. A FED a vizsgált időszak során nem szigorított, azonban további szigorításokat tervez az év hátralévő részében. Várakozások szerint az Amerikai Jegybank 1,50%-ra emelheti az alapkamatot évvégére. Összességében a várható amerikai fiskális stimulus a gazdaság jelenlegi ciklusában többlet gazdasági növekedést nem fog eredményezni, viszont segíti az infláció gyorsulását. Trump által belengetett infrastrukturális beruházásoknak az ipari vállalatok lesznek a nyertesek. Az amerikai piacnak a védelmében különadókat terveznek kivetni azokra a vállalatokra, amelyek az USA-n kívül termelnek, és a hazai piacon értékesítik termékeiket, valamint támogatásban részesítik azokat a cégeket, amelyek USA-ban termelnek, és exportálnak. Ez a fajta protekcionizmus a dollárnak az erősödését fogja kiváltani, amely negatív hatással lehet a dollárban eladódott fejlődő országok gazdaságára. USA szeretné újratárgyalni kereskedelmi megállapodásait Kínával. Az új amerikai Elnök egy nullás kereskedelmi egyenleggel lenne elégedett Kínával a mostani hiány helyett. Egyelőre jelentős lassulás tapasztalható Trump által felvázolt intézkedések végrehajtásában. A BREXIT-tel kapcsolatos tárgyalások végre elkezdődtek, hosszú tárgyalás sorozatra kell felkészülnünk, sok nyitott kérdést kell még a feleknek tisztázni. Fontos kérdés, hogy mi lesz az olasz választások eredménye, mivel Olaszországban egyes felmérések szerint többségben vannak az EU-t elhagyni akaró szavazók. Merkel pártja megnyerte a német választásokat, azonban sokat vesztek a népszerűségükből. A kormányzathoz koalíciós partnerre lesz majd szükségük, tárgyalások akár decemberig is elhúzódhatnak. Az indexek többsége +2% és +7% között mozgott, amelyek közül a globális fejlődő részvénypiac kiemelkedett a +7,9%-os teljesítményével. Most az a kép kezd kirajzolódni, hogy a részvénypiacok teljesen kiárazták Trump várható fiskális és külpolitikai intézkedéseit, és a befektetők inkább a javuló vállalati eredményekre fókuszálnak.

A globális fejlődő piacok 3,0%-kal felülteljesítették a globális fejlett piacokat, amely a kínai piac jó teljesítményének volt köszönhető. A kínai piacot segítette, hogy az MSCI beemelte kínai belső piacon forgó, A-osztályú részvényeket a világ feltörekvő részvénypiacainak árfolyam-alakulását mérő indexébe. A fejlett piacokon belül az amerikai részvénypiac 1,3%-kal felülteljesítő volt az európai piaccal szemben. A régiókat reprezentáló CETOP Index 3,5%-kal alülteljesítette a globális fejlődő piacokat. A közép-európai régió belül mind a lengyel, mind a magyar, mind a cseh piac jól teljesített, a román piac alülteljesítő volt CETOP indexhez képest. A magyar tőzsdét segítette az OTP (+9,3%) és a MOL (+13,1%). A román piacon az elmúlt hónapokban a politikai kockázat emelkedett. Miután a román miniszterelnök korrupcióba keveredett, távoznia kellett. A bizonytalanságot tovább fokozta, hogy az új pénzügyminiszter a nyugdíjpénztári rendszer 2. pillérének megszüntetésével szeretné elkerülni az uniós túlzott deficit eljárását. Később természetesen cáfolták ezeket a híreket.

A részvénypiacok alakulása 2017 III. negyedévében (az indexek saját devizájában)



A nemzetközi részvénypiacok teljesítményét segítették a jó vállalati gyorsjelentések. A befektetők továbbra is a részvénypiacokat preferálják a kötvénypiacokkal szemben a megugró infláció félelme miatt, mivel a részvények jó védelmet nyújthatnak az emelkedő infláció ellen. A következő időszakban a nemzetközi részvénypiacok teljesítményét az fogja meghatározni, hogy Trump ígéreti közül, mit fog tudni megvalósítani, valamint a BREXIT-tel kapcsolatos tárgyalások egy keményebb vagy egy enyhébb elszakadás irányába indulnak.

Ha az EU túlságosan kemény feltételeket szab a britieknek a közös piacainak hozzáférésehez, az negatív hatással lehet a részvényekre.

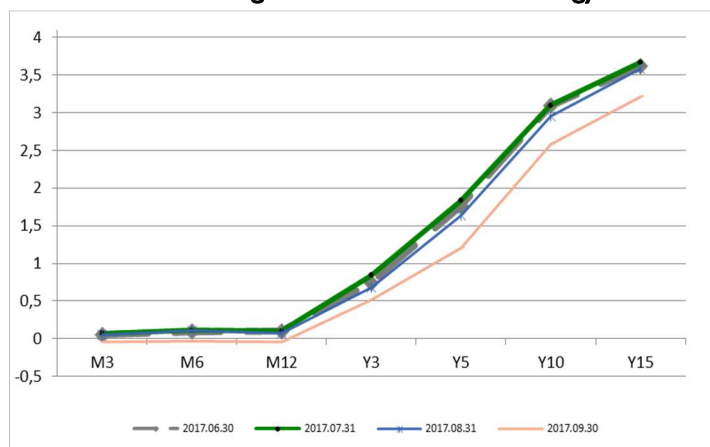
Az áruipiaci (commodity) termékek 7,2%-kal emelkedtek a negyedév során az energia típusú termékek gyengélkedésének köszönhetően.

Az értékeltetés tekintetében továbbra is az USA részvénypiaca a legdrágább, míg a KKE régiós indexek nyújtják a legjobb potenciált.

Kötvénypiacok

Az USA kötvénypiacán június második felében kezdődő hozamnövekedés még folytatódott a negyedév első napjaiban is, majd a szeptember elejéig egy lassú de folyamatos hozamcsökkenés kezdődött (az időszak alatt 35 bázispontot csökkentek a tízéves állampapír-hozamok, 2,03-ig), mivel a befektetők gyakorlatilag kiárazták a decemberi kamatemelés lehetőségét. Szeptember folyamán újra nagyobb valószínűséggel árazták a befektetők az idei kamatemelést, így a hozamok újra emelkedni tudtak, kicsit a június végi szint fölé.

Benchmark-hozamgörbe alakulása 2017 III. negyedévben



A magyar piacon július elején még leköveztük az amerikai mozgást és a hozamok némileg emelkedtek, majd egy korrekciót követően augusztus második feléig gyakorlatilag mozdulatlanra vált a kötvénypiac. Augusztus végén és szeptember elején a kapott újabb lendületet a piac: az MNB nyilvánvalóvá tette, hogy a hosszú távon is alacsony kamatszint fenntartásában érdekelt. Ennek érdekében tovább lazított a monetáris politikán: a jegybanki betétek elfogadott mennyiségét tovább csökkentette (300 milliárd Forintra) és a jegybanki betét kamatát lejjebb vitte (-0,15%-ra). A felfokozott hangulatot némi korrekció hűtötte le szeptember végén, de a hozamgörbe hosszú vége jelentősen laposodni tudott a negyedév során (5. ábra).

Devizapiacok

A forint árfolyamának alakulása



EUR/HUF: Negyedév során a forint az euróval szemben gyengült a jegybanki intézkedéseknek és kommunikációnak köszönhetően. (A lenti ábrán a jegybanki fixinget mutatjuk be, a napon belüli mozgások minimuma-maximuma ezen értékeknél nagyobb volt).

USD/HUF: A harmadik negyedévben az US dollár jelentősen leértékelődött az euróval szemben, amely elsősorban az Európai Központi Bank mennyiségi lazításának várható kivezetésével volt kapcsolatos. Az EKB várhatóan 2017 végén befejezi az eszközvásárlási programját. Az US dollár nemcsak az euróval, hanem a forinttal szemben is leértékelődött. A devizaárfolyamokat

középtávon befolyásolhatja a BREXIT-tel kapcsolatos tárgyalások, Donald Trump politikája, a FED kamatemelési pályája, és az Európai Központi Bank monetáris politikája.

Jogi nyilatkozat: A fenti dokumentum kizárólag információs célokból készült, az abban foglaltak nem tekinthetők ajánlattételnek vagy befektetési tanácsadásnak. A dokumentum összeállításakor a legkörülményesebben jártunk el, de annak tartalmáért, az információk esetleges hiányosságai, pontatlanságai miatt semmilyen jogcímen nem vállalunk felelősséget. A dokumentumban foglaltakat mindenki csak saját felelősségére használhatja fel, a Pannónia CIG Alapkezelő Zrt. nem vállal felelősséget a dokumentum alapján hozott befektetési döntésekért és azok következményeiért.