



Nehézkes kilábalás állhat előttünk

Makrogazdasági kilátások

2023. szeptember

Összefoglaló

Az USA gazdasága eddig ellenálló maradt a szigorú kamatkondíciókkal szemben, az infláció a várt ütemben csökken, a munkapiac még mindig meglehetősen feszes.

Az Eurózónában a gyenge konjunktúra-kilátások ellenére van esély szeptemberben további szigorításra a magasan beragadó maginfláció miatt.

Itthon az idei évben a várakozásoknál gyengébbre sikerült első félévet követően elkerülhetetlennek tűnik a gazdasági recesszió. Amennyiben a meginduló kilábalás a várt ütemben folytatódik, akkor jövőre a növekedés a 3 százalékot is meghaladhatja.

A hazai dezinflációs folyamatok nagyjából a korábbi prognózisok szerint alakulnak az év második felében is. Igazán izgalmasnak a jövő év tavasza tűnik: ott dőlhet el, hogy milyen mértékű szigor fenntartása lehet szükséges az MNB részéről.

A májustól várhatóan szeptember végéig tartó kamatnormalizáció után a hazai monetáris politika új szakaszba, adatvezérelt üzemmódba lép, és egyszerűsödhet az eszköztár. A beérkező adatok tükrében változhat az eddigi kamatcsökkentési ütem is.

Az energiaárak normalizációja és az év egészét tekintve is mérsékelt alakulása, valamint a hazai gazdaság alkalmazkodása elhozta a várva várt javulást a külső egyensúly terén, melynek eredményeként júniusban rekordmagas áruegyenleget regisztráltak. Az ébredő belső kereslet importigényét várakozásunk szerint ellensúlyozza majd a kiépülő kapacitásbővítések exportnövelő hatása.

Az árfolyam volatilitása némiképp csökkent az elmúlt időszakban, melyhez a szélsőséges kockázati forgatókönyvek kiárazódása és az alapvetően pozitív nemzetközi hangulat is hozzájárult. Az előttünk álló időszakban a kamatdifferencia csökkenése a magyar deviza leértékelődése irányába hat, ugyanakkor a külkereskedelmi többlet érdemi támaszt nyújthat. Meghatározó lesz továbbra is az energiaárak, az uniós pénzek sorsának, valamint a szomszédban zajló háborús konfliktus alakulása.

Tartalom

Nemzetközi környezet

Hazai konjunktúra kilátások

Hazai inflációs kilátások

Monetáris politika

Külső egyensúly

Árfolyam

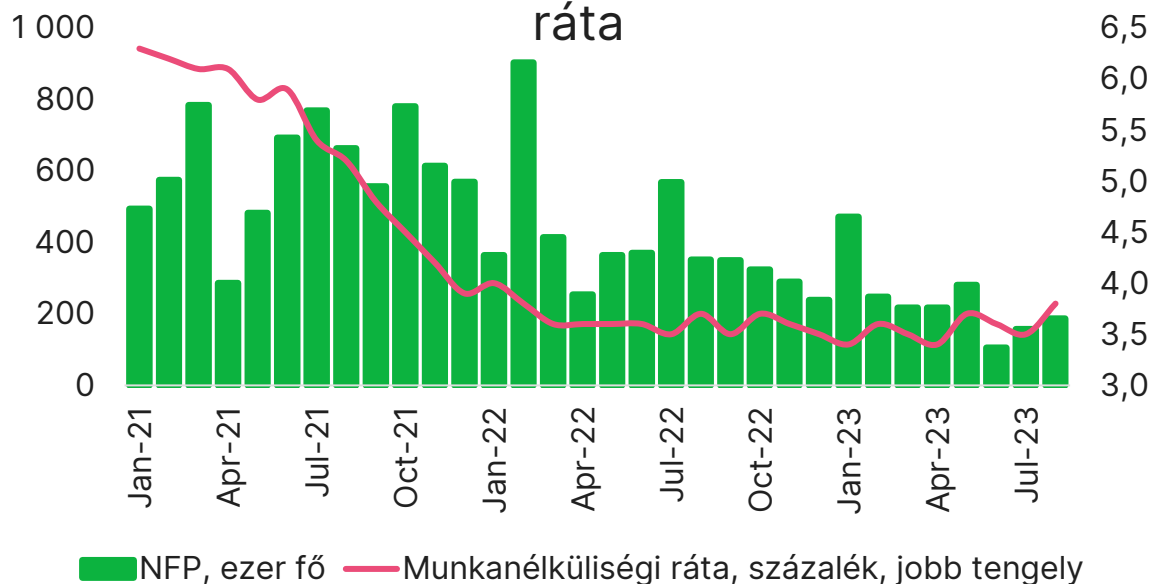
ERSTE 

Nemzetközi környezet

Az USA gazdasága egyelőre ellenáll a magas kamatoknak, a munkapiac viszonylag feszes maradt

A nem-mezőgazdasági foglalkoztatottak (NFP) számának havi változása és a munkanélküliségi

ráta



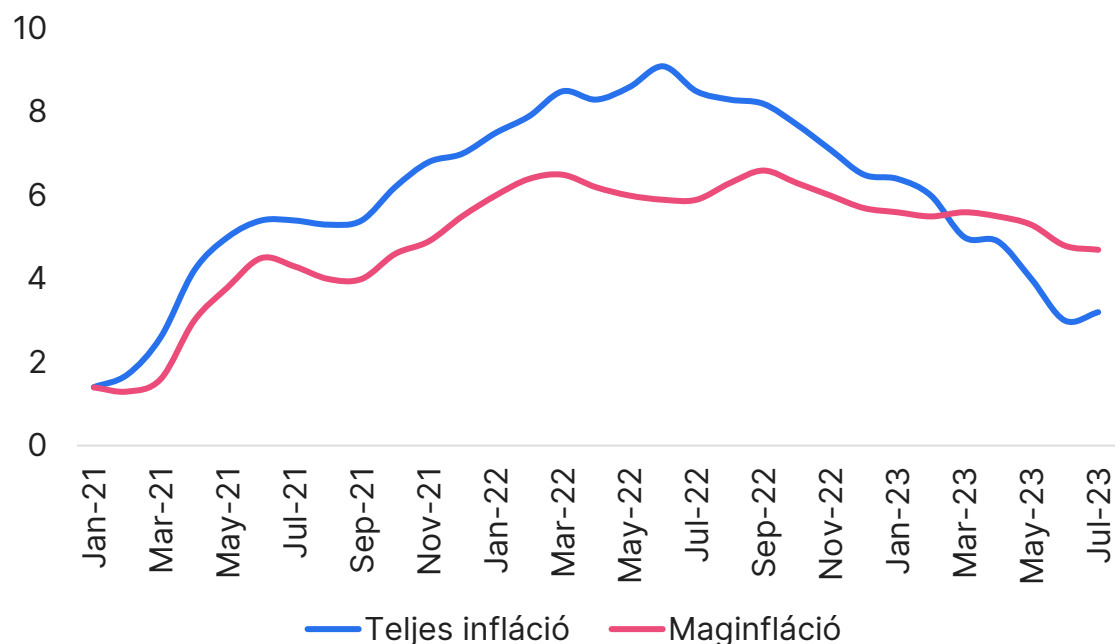
A második negyedévben is stabil teljesítményt mutatott az USA gazdasága. A 2,1 százalékos évesített negyedéves növekedési ütem enyhe gyorsulást jelentett az első negyedév 2 százalékos adata után.

A harmadik negyedév kedvezően indult, a szigorú monetáris kondíciók és a visszafogottabb hitelezési aktivitás azonban a növekedés lassulását vetíti előre a negyedik negyedévtől. Az idei év egészében 1,5-2 százalék körüli éves növekedés várható, ami 2024-ben 1 százalék alá lassulhat.

A munkapiac feszsége augusztusban némileg enyhült, hiszen nőtt a munkanélküliségi ráta. A foglalkoztatottak száma hónapról hónapra bővül, bár már a 200 ezres szint alatt van. Ám az alapvetően még mindig inkább feszesnek mondható munkapiac és az annak nyomán fennmaradó stabil fogyasztói kereslet segíthet a mélyebb recesszió elkerülésében.

Nyáron folytatódott a dezinflációs trend a tengerentúlon

Az infláció alakulása az USA-ban
(százalék, év/év)



Az elmúlt hónapokban tovább mérséklődött az infláció. Júliusban a teljes inflációs index már „csak” 3,2 százalékon állt, viszont a maginflációs mutató jóval lassabb ütemben csökken, és még mindig 4,7 százalékos.

Az energiaárak inflációt mérséklő hatása lassan kifuthat, ami a teljes mutató 3 százalék körüli ingadozását vetíti előre.

A bázishatások támogató szerepe lassan kifut, így a 2 százalékos cél közelébe nagy valószínűséggel csak 2024 második felében kerül majd az infláció. A maginfláció gyorsabb ütemű csökkenése pedig úgy tűnik, hogy a gazdaság jelenleg látottnál gyorsabb ütemű fékeződését igényli.

Továbbra is szigorú marad a Fed, bár már bőven korlátozó tartományban van a monetáris politika

A 10 éves állampapír-hozam alakulása az USA-ban



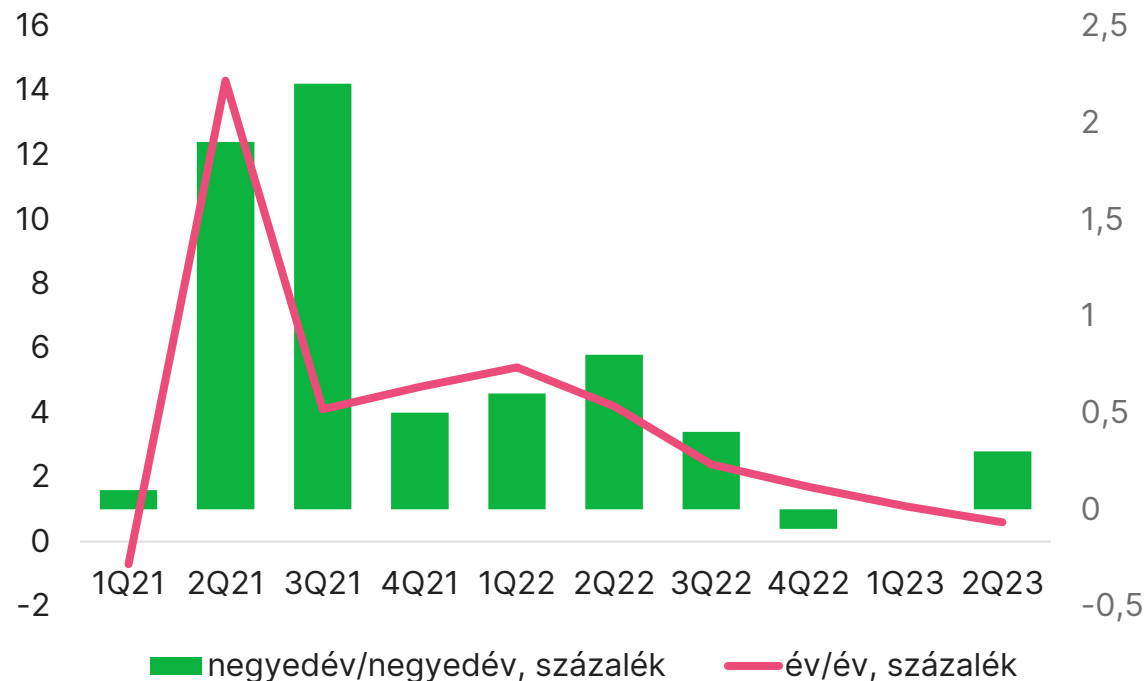
A júniusi szünet júliusban a Fed tovább szigorított 25 bázisponttal. Az irányadó Fed Funds rate így az 5,25-5,50 százalékos sávba emelkedett. Powell elnök szerint az infláció tartósan 2 százalékra való visszatérése trend alatti gazdasági növekedési időszakot és némi munkaerő-piaci enyhülést igényel.

Szeptemberben már nem számítunk további Fed kamatemelésre, azonban a kamatok a korábban vártnál hosszabb ideig is a jelenlegi magas szinten maradhatnak. Nem kizárt, hogy a jövő év közepe előtt nem lesz kamatcsökkentés az USA-ban.

A szigorú monetáris politika és a viszonylag jó GDP adatok az elmúlt hetekben gyors hozamemelkedéshez vezettek. A várhatóan lassuló gazdaság és tovább mérséklődő infláció azonban a hosszú hozamok hamarosan várható normalizálódását vetítik előre.

Eurózána: gyengélkedő gazdaság, nem túl fényes kilátások

Az Eurózána éves és negyedéves növekedésének alakulása



A legfrissebb GDP adatok alapján az Eurózána továbbra sincs recesszióban, a második negyedévben a rövid bázisú negyedéves index mérsékelt, 0,3 százalékos növekedést mutatott.

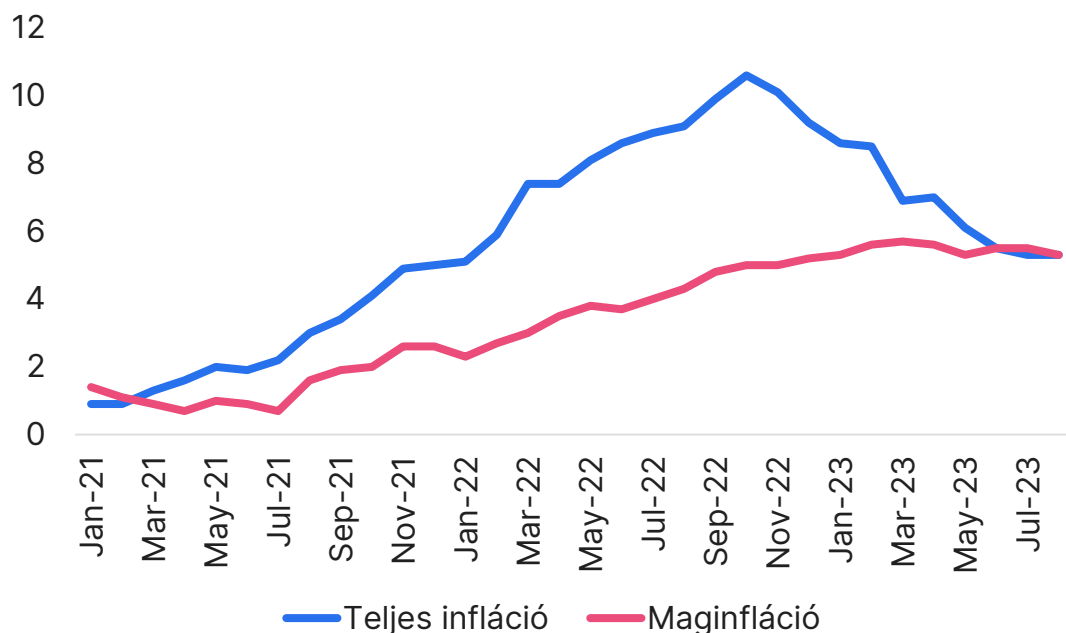
Az egyes gazdaságok teljesítménye azonban eltérő volt, a német gazdaság stagnált, míg a francia és a spanyol gazdaság nőni tudott negyedéves alapon.

Az üzleti hangulatindexek nyári alakulása alapján a kilátások a harmadik negyedévre nézve sem túl rózsásak. Németországban augusztusban - a már régóta gyengélkedő feldolgozóipari PMI indexek mellett - a szolgáltatások PMI indexe is a bővülés/visszaesés határát jelző 50 pont alá csúszott.

Össességében a gazdasági környezet tartósan nehéz maradhat, s a GDP éves növekedése mind 2023-ban, mint 2024-ben 1 százalék alá várható.

Eurózóna: beragadt nyáron a maginfláció

Az infláció alakulása az Eurózáónában, százalék, év/év



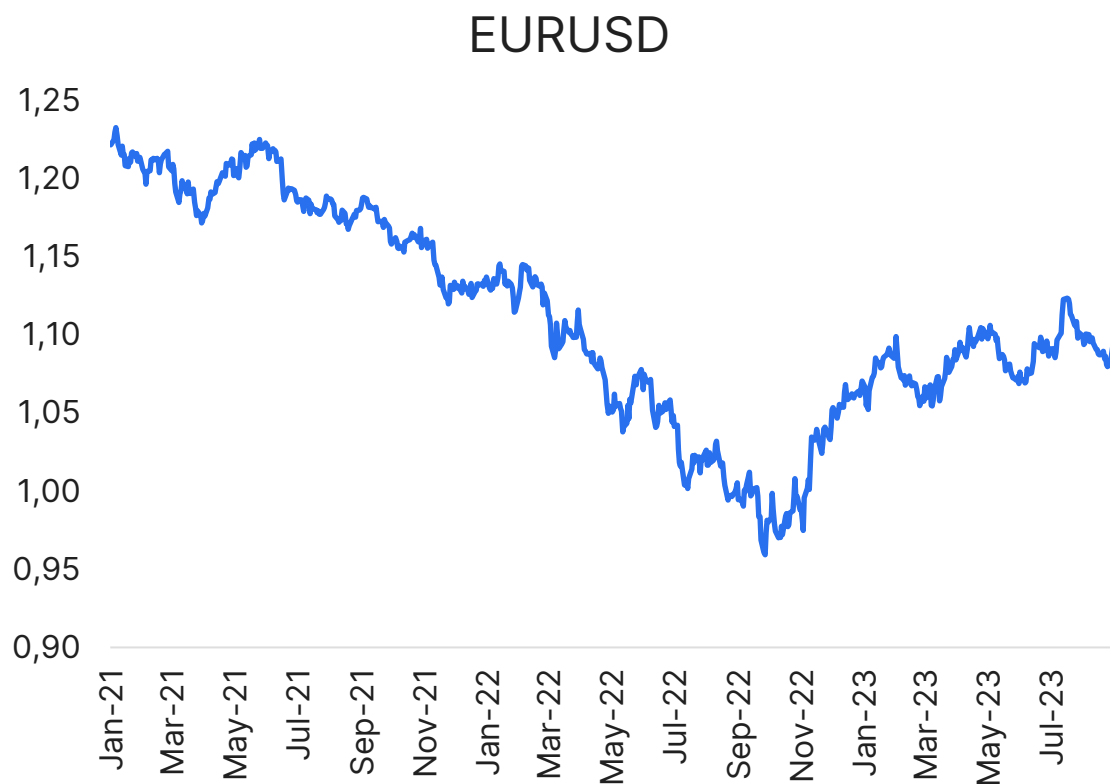
Augusztusban az előzetes adatok szerint 5,3 százalékon ért össze az éves inflációs és maginflációs mutató.

A teljes inflációs mutató az energia- és élelmiszerárak farvizén az elmúlt hónapokban is viszonylag dinamikusn csökkent, az éves maginflációs mutató azonban kicsivel 5 százalék felett beragadni látszik.

Eközben a gazdasági kilátások egyre inkább romlanak. Ez azt sugallja, hogy a kereslet-vezérelt tényezők hozzájárulása az inflációhoz fokozatosan mérséklődik majd az elkövetkező hónapokban, és így a maginfláció is gyorsabb csökkenésnek indulhat.

2024-ben várhatóan már 3 százalék alá csökken mind az éves átlagos infláció, mind a maginfláció. 2025-re pedig 2 százalékot már alig meghaladó inflációs mutatókat vár az elemzői konszenzus.

Monetáris politika: szigorúbb EKB, erősödő euró



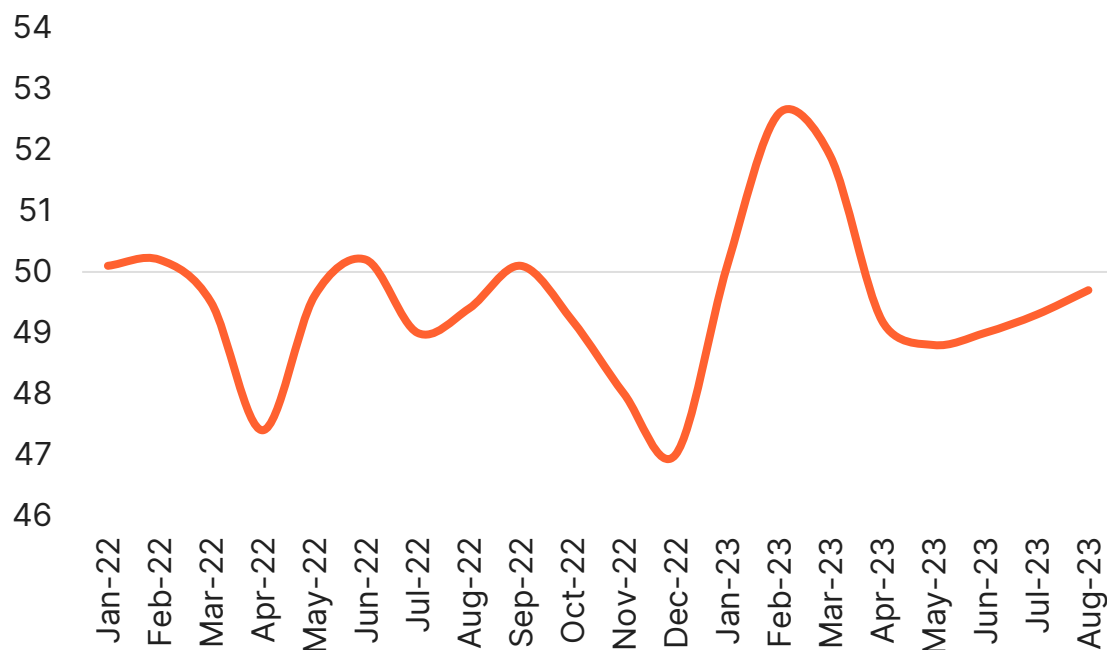
Július végén az EKB 4,25 százalékra emelte az irányadó refinanszírozási kamatot, és 3,75 százalékra a betéti eszköz kamatát. A jegybank a korábbiaknál jobban hangsúlyozta a jövőbeli döntések adatfüggőségét.

Azonban a szeptemberi kamatdöntés kimenetele továbbra is nyitott. A legutóbbi kamatdöntés óta megjelent adatok ugyanis még mindig magas maginflációt, ugyanakkor romló állapotú gazdaságot mutattak. Nem feltétlenül biztos a piac a kamatemelésben, de nem is zárja ki teljesen.

Az EURUSD mozgásait továbbra is elsősorban a jegybankok kamatemeléseivel kapcsolatos várakozások dominálják. A következő időszak kérdése, hogy meddig maradnak ezek a mostani, meglehetősen restriktív szintek. Középtávon a szigorúbb EKB miatt továbbra is az euró fokozatos lassú ütemű erősödését várja a konszenzus.

A sokak által várt kínai fellendülés csak nem akar bekövetkezni

Kínai feldolgozóipari beszerzési menedzserindex



A kínai gazdaságtól azt várhattuk, hogy a zéró-covid politika berekesztésével ismét a globális fellendülés motorjává válik. Bár az év első hónapjai bizakodásra adtak okot, több okból sem sikerült az elvárt sebességre kapcsolni a világ második számú gazdaságának.

Egyrészt a kibocsátás jelentős részét kitevő ingatlanszektor válsága mélyebbnek ígérkezik a korábban vártnál.

Másrészt részben az előző okból, részben az egyébként mérsékelt európai fellelvőpiac miatt a kínai belföldi kereslet is meglehetősen visszafogott.

Ez már július hónapban deflációt is eredményezett.

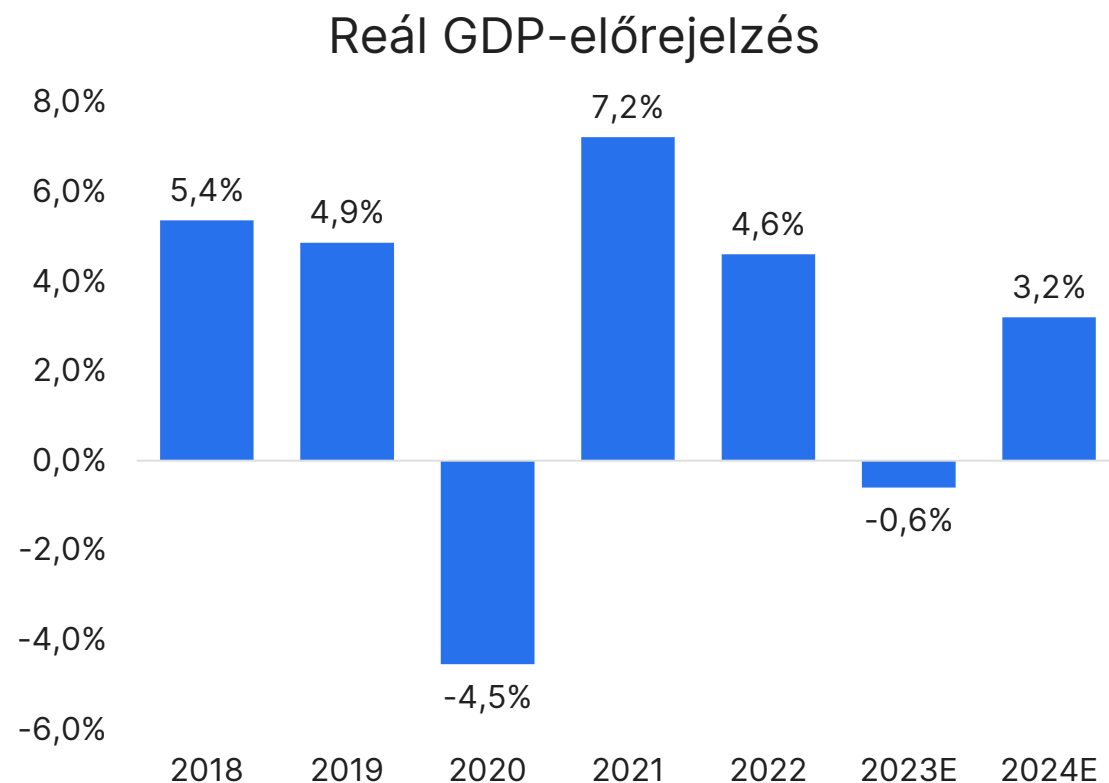
A kínai vezetés számos élénkítő programot hirdetett, ugyanakkor ezek egyelőre nem elégségesek.

Az elmúlt két hónapban lassú ütemben, mintha javulásnak indult volna az üzleti hangulat, de a BMI-k többsége továbbra is a recessziót jelző tartományban alakul.



Növekedési kilátások

A második negyedéves adat tükrében a recesszió az év egészére tekintve elkerülhetetlennek tűnik



Az idei második negyedévben a gazdaság éves szinten 2,4 százalékkal csökkent.

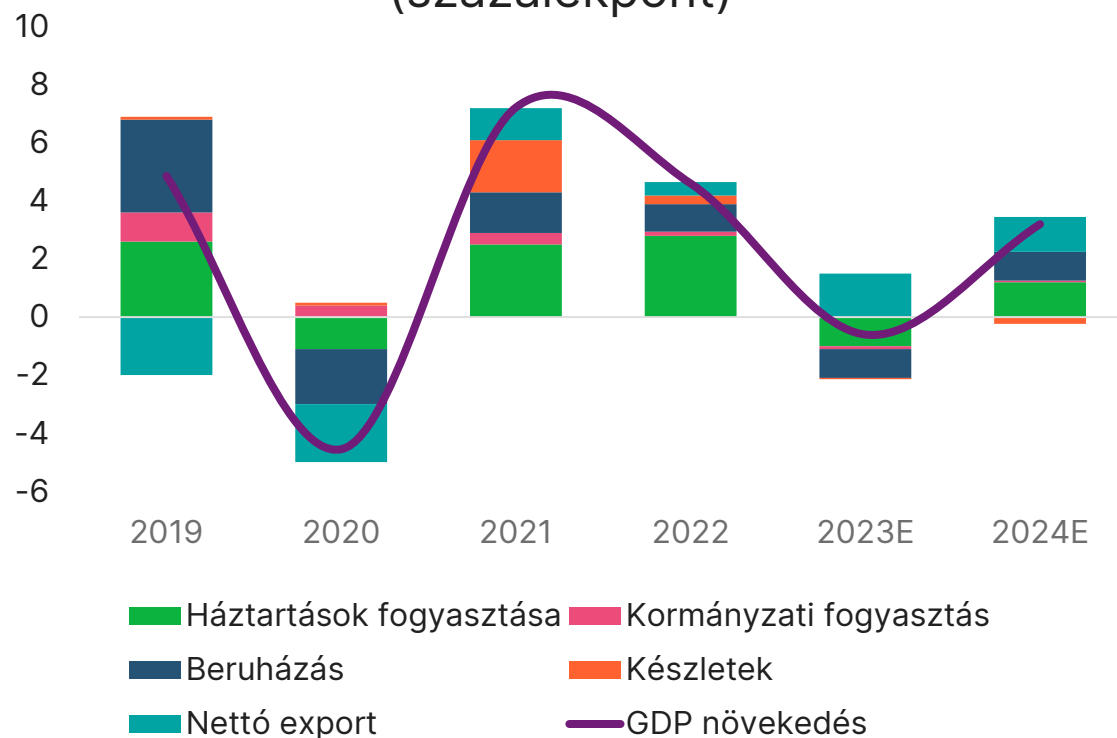
Negyedéves alapon 0,3 százalékkal mérséklődött a GDP, ezzel tovább folytatódott a tavalyi második félévben kezdődött technikai recesszió.

Az elhúzódó visszaesés abszolút egyedi: zsinórban négy negyedévben még nem csökkent a bruttó hazai termék mióta háromhavi adatokat is közöl a statisztika.

A gazdasági teljesítmény csökkenéséhez legnagyobb mértékben az ipar és a kereskedelem járult hozzá, de számottevően csökkent a piaci szolgáltatások kibocsátása is.

Az idei harmadik negyedévtől kezdődően megindulhat a kilábalás és jövőre már növekedést láthatunk

A növekedés összetevői
(százalékpont)



A globális gazdaság fellendülésének késlekedése hátráltathatja a jelentős hazai kapacitásbővítések exportlehetőségeinek kiaknázását. Az ébredő keresletet érdemben segítheti a reálbér-változás pozitívvá válása, melyet vélhetően az ősz folyamán láthatunk.

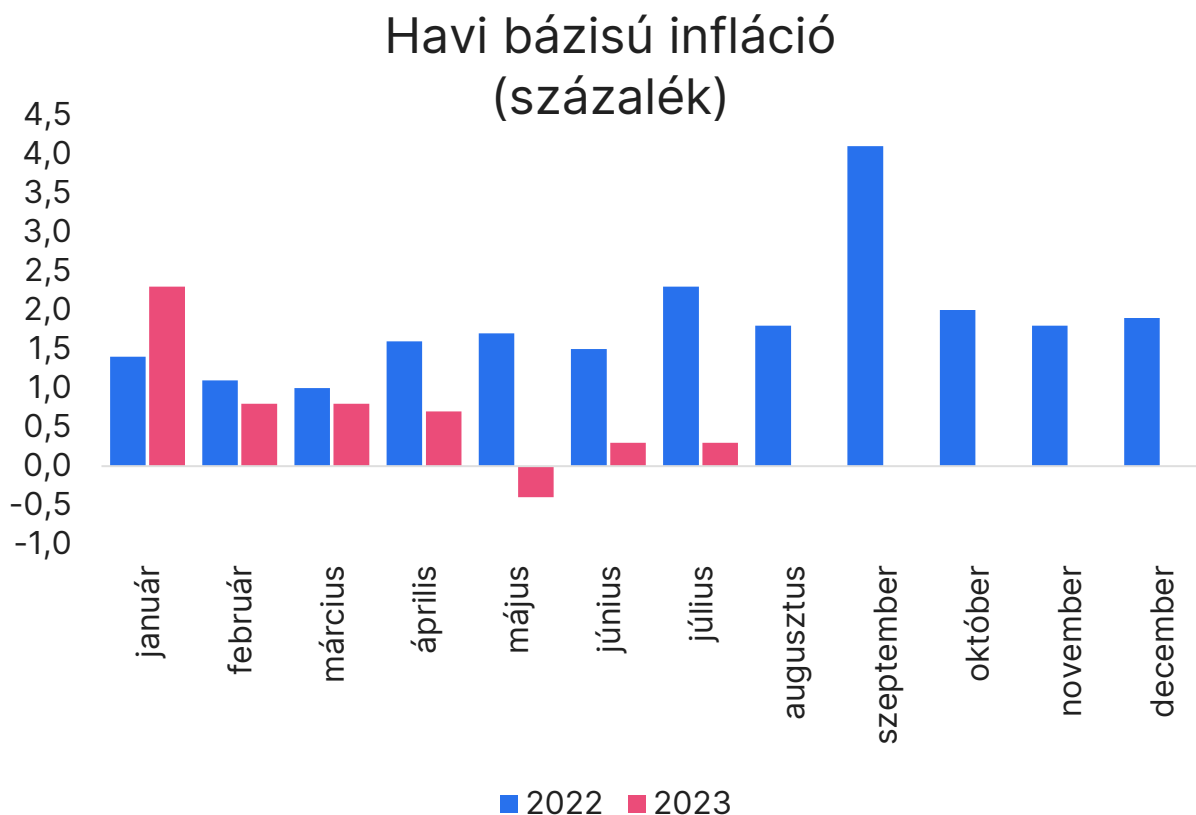
Az idei évre vonatkozó előrejelzésünk -0,6 százalékra változott a második negyedéves adatok nyilvánosságra kerülését követően a korábbi 0,5 százalékos növekedésről.

A jövő tekintetében már lényegesen kedvezőbb a kép: a magára találó belső kereslet mellett a külső környezet is jóval támogatóbb lehet kiaknázva ezzel a jelentős hazai kapacitásbővítéseket az export oldalán.

ERSTE 

Infláció

Gyorsabb ütemben folytatódhat a dezinfláció az év hátralévő részében



A fogyasztói árak havi szinten 0,3 százalékkal emelkedtek júliusban, az éves infláció ezzel 17,6 százalékra mérséklődött a megelőző havi 20,1 százalékról.

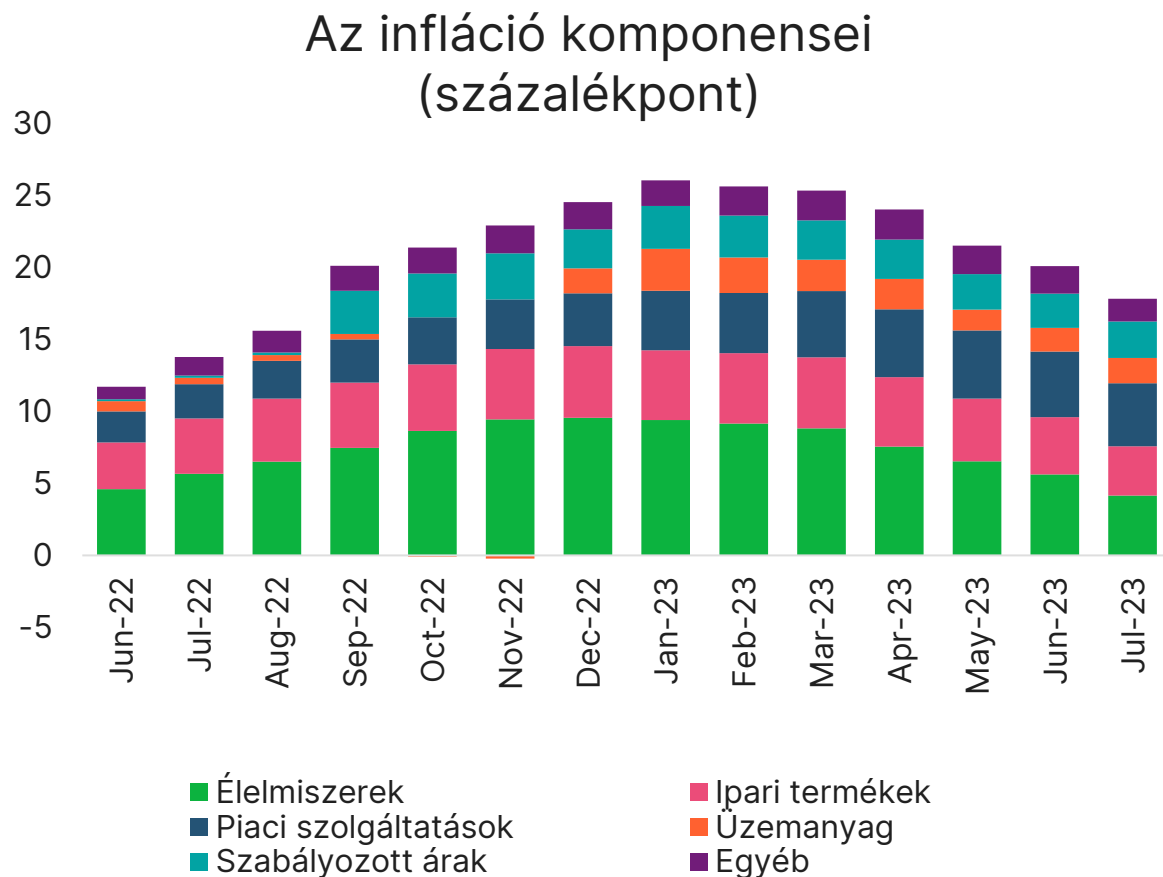
A legutóbbi adat összességében nem igényli a nagy kép átírását. A nyártól valamivel gyorsabban csökkenő inflációt vártunk, ami eddig beigazolódni látszik.

Az év hátralévő részében az egyre erősebben érvényesülő bázishatás miatt ütemesebb lassulás jöhet az árak éves szintű növekedési ütemében.

Ez alól vélhetően augusztus lehet csak kivétel, ahol több tényező együttes hatásaként lassabb mérséklődés rajzolódik ki.

Az éves index még mindig messze a legmagasabb Európában, ugyanakkor a havi dinamikák már a régiós átlag körül alakulnak.

Továbbra is kiemelt figyelmet igényel a piaci szolgáltatások átárazási dinamikája



Mindemellett továbbra is számottevőek a középtávú inflációs kihívások az érdeemben megváltozott globális környezet és a szűk munkaerőpiac mellett.

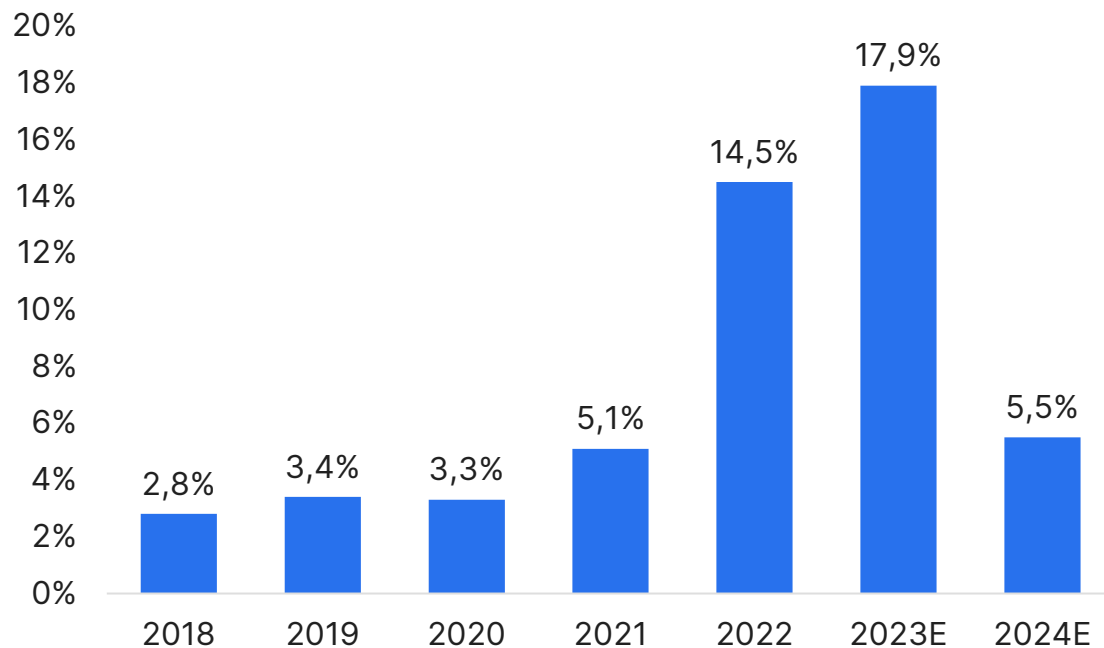
Az elmúlt hónapokban az energia- és az üzemanyagárak hajtották leginkább a hazai dezinflációt, de idővel a globális és a hazai konjunktúra élénkülése fordulatot hozhat e téren.

A hamarosan újra pozitívvá váló reálbérváltozás és ezzel együtt az ébredő belső kereslet ismét teret adhat az átárazásoknak. Fontos faktor lehet a januári jövedékiadó-emelés is.

Mivel számos vállalati idén bevezette a visszatekintő inflációval történő árkorrekciót, így a jövő év első hónapjai rendkívül fontosak lesznek a dezinfláció folytatódása aspektusából.

Jövőre érdemben enyhülhet az árnyomás, de a célsáv elérése várhatóan csak 2025-ben következik be

Éves átlagos inflációs előrejelzés
(százalék)



Az idei év átlagos inflációja 17,5-18,0 százalék között alakulhat, decemberre pedig 7 százalék körüli érték tűnik reálisnak.

2024 tavasza meghatározó lesz az egész jövő év árdinamikája szempontjából.

Összességében 2024-ben is folytatódhat a headline index mérséklődése, ám jelenlegi várakozásunk szerint csak 2025-ben tér vissza a jegybanki célsávba az infláció.

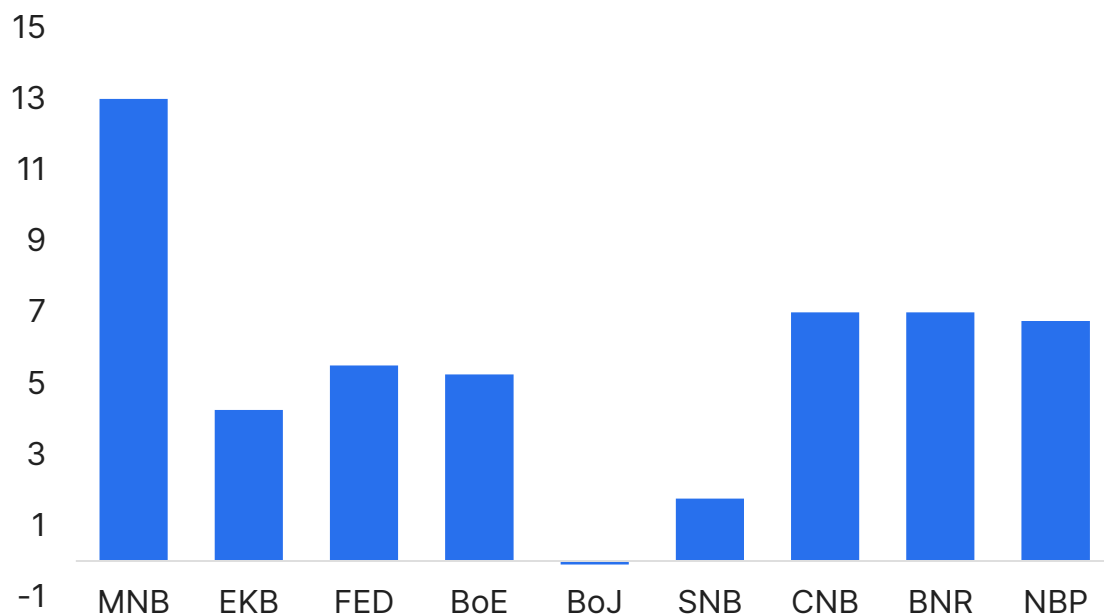
Mindez tartósan szigorú monetáris politikát és ezzel masszívan a pozitív tartományban maradó előrettekintő reálkamatot sugall az elkövetkező időszakban.



Monetáris politika

Tart a normalizációs folyamat, de továbbra is kiemelkedően magas a magyar kamatszint

Fontosabb alapkamat-szintek a világban, százalék



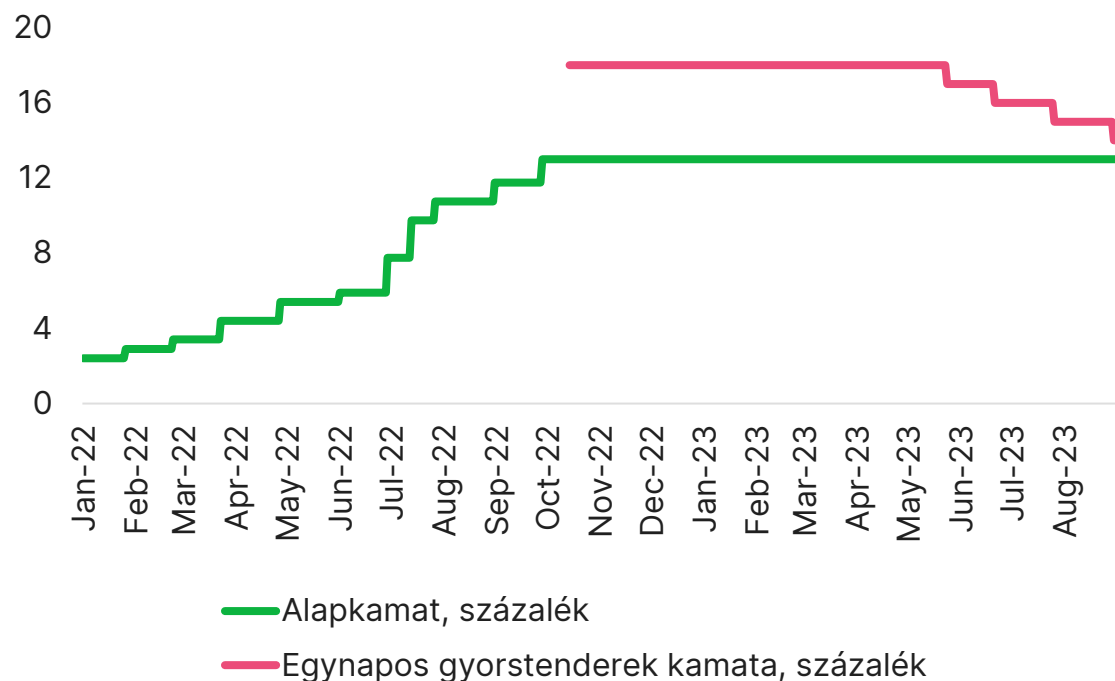
A tavaly októberi rendkívüli lépések után idén májusban a magyar jegybank elindította a normalizációs folyamatot, azaz elkezdte közelíteni az effektívnek számító egynapos betéti gyorstenderek akkor 18 százalékos kamatát a jegybanki alapkamat 13 százalékos szintjéhez.

A monetáris enyhítést lényegében a kockázatérzékelésben akkora bekövetkező kedvező fordulat, illetve a pénz-és tőkepiacok stabilizálódása tette lehetővé.

A havonkénti 100 bázispontos lépéseknek köszönhetően augusztus végére az effektív kamatszint 14 százalékra csökkent, míg a jegybanki alapkamat továbbra is 13 százalék.

Az alapkamat és az effektív kamatszint összeérése után új szakaszba léphet a monetáris politika

Az alapkamat és az effektív kamatláb alakulása



Az alapkamat és az egynapos betéti tenderek kamatának szeptember végére várható összeérése után a jegybank előretekintő iránymutatása szerint új szakaszba lép a monetáris politika.

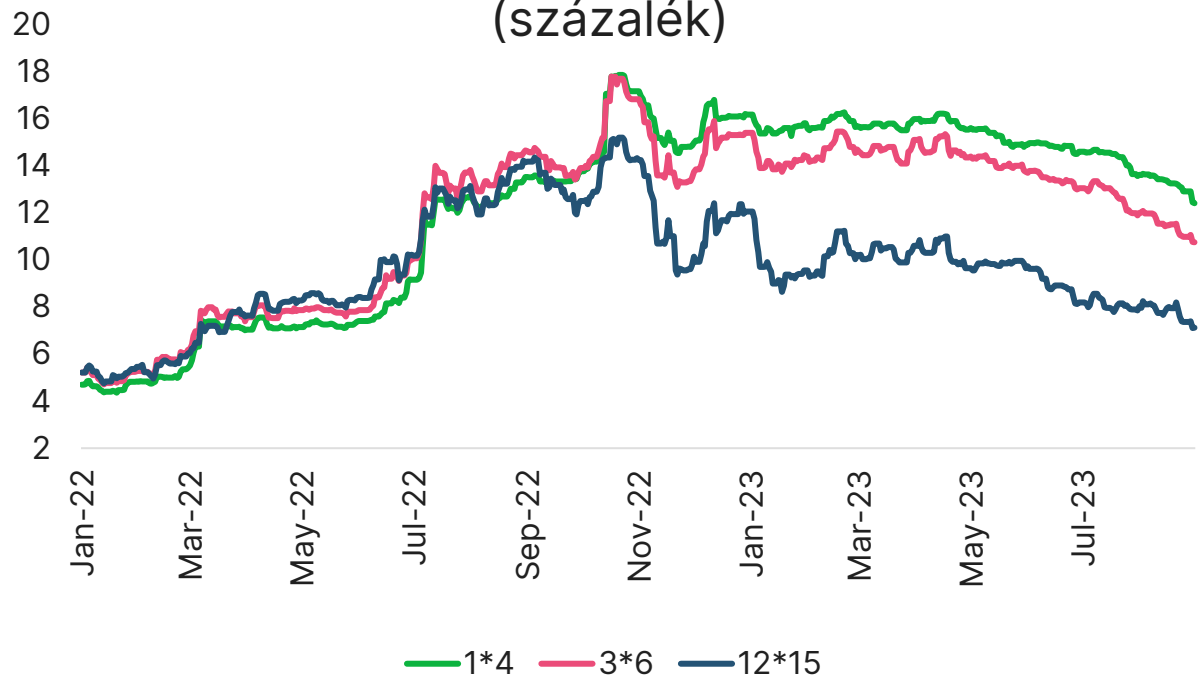
Októbertől a jegybank is áttér az adatvezérelt üzemmódra.

A döntések fókuszban továbbra is az infláció leszorítása áll, többek között azért is, mert a jegybank szerint a magas infláció a legfőbb gátja a gazdasági növekedésnek.

A normalizációs szakasz lezárulta után az eszköztár is egyszerűsödhet. Várakozásunk szerint kivezetik a vészhelyzeti eszköznek számító egynapos betéti gyorstendereket. A fő sterilizációs instrumentum újra az egyhetes vagy a kéthetes betét lehet.

A jövőben is marad az óvatosság és a szigorú megközelítés a monetáris politikában

Kamatvárakozások a piaci árazások alapján
FRA-k alakulása
(százalék)



Az augusztusi ülés üzenetei után sem dőlt el egyértelműen, hogy milyen lépésekkel operál az MNB októbertől.

Az infláció csökkenésének sebessége mellett meghatározó lesz a régiós, valamint a vezető jegybankok (Fed, EKB) kamatpályája, és az általános nemzetközi piaci hangulat is. A magyar jegybank a régiós legmagasabb reálkamatszintjét szeretné fenntartani.

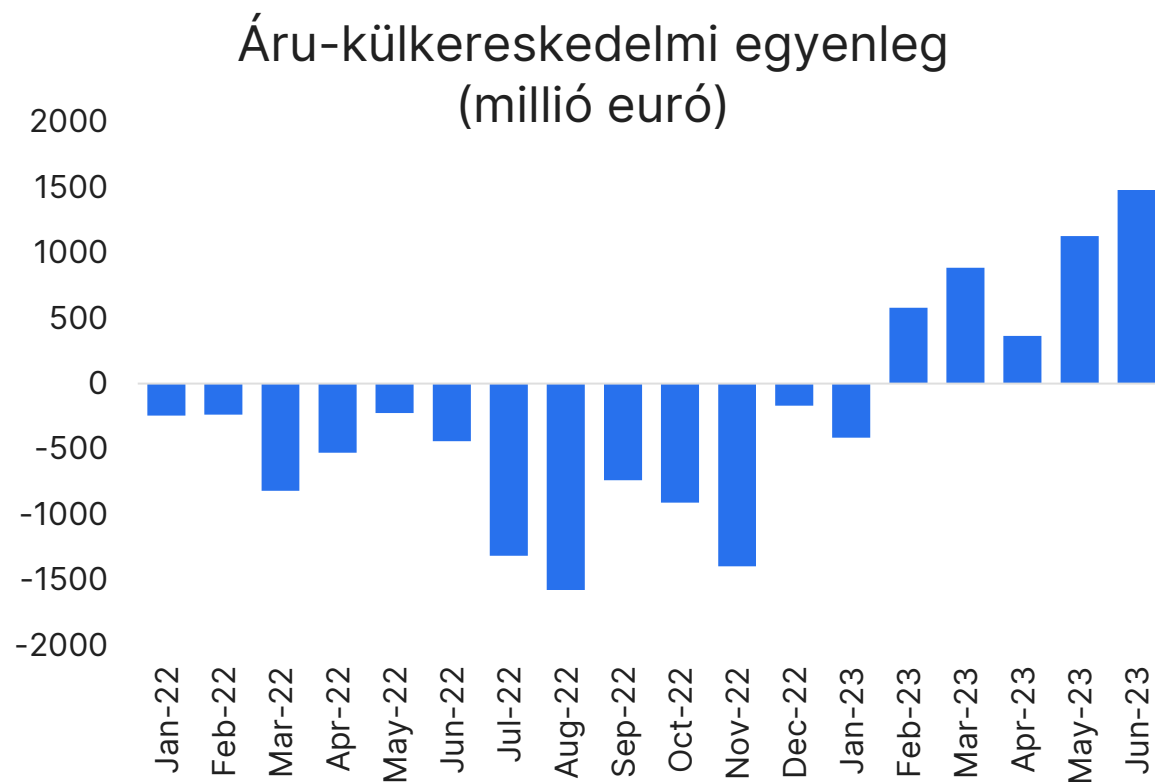
Várakozásunk szerint az év végén még valószínűleg mindig kétszámjegyű tartományban lévő kamatszint az első negyedév végére 9 százalék körülire csökkenhet.

A piac által árazott kamatpálya a jegybanki üzenetek után sem alakult át érdemben. Az FRA-k egy év múltára kicsivel 7 százalék feletti rövid kamatokat jósolnak.

ERSTE 

Külső egyensúly

A legutóbbi áru-külkereskedelmi adatok minden idők legnagyobb egyenlegéről tanúskodnak



A külső egyensúly korábbi romlása döntően a termék-külkereskedelmi egyenleg felborulásának volt köszönhető.

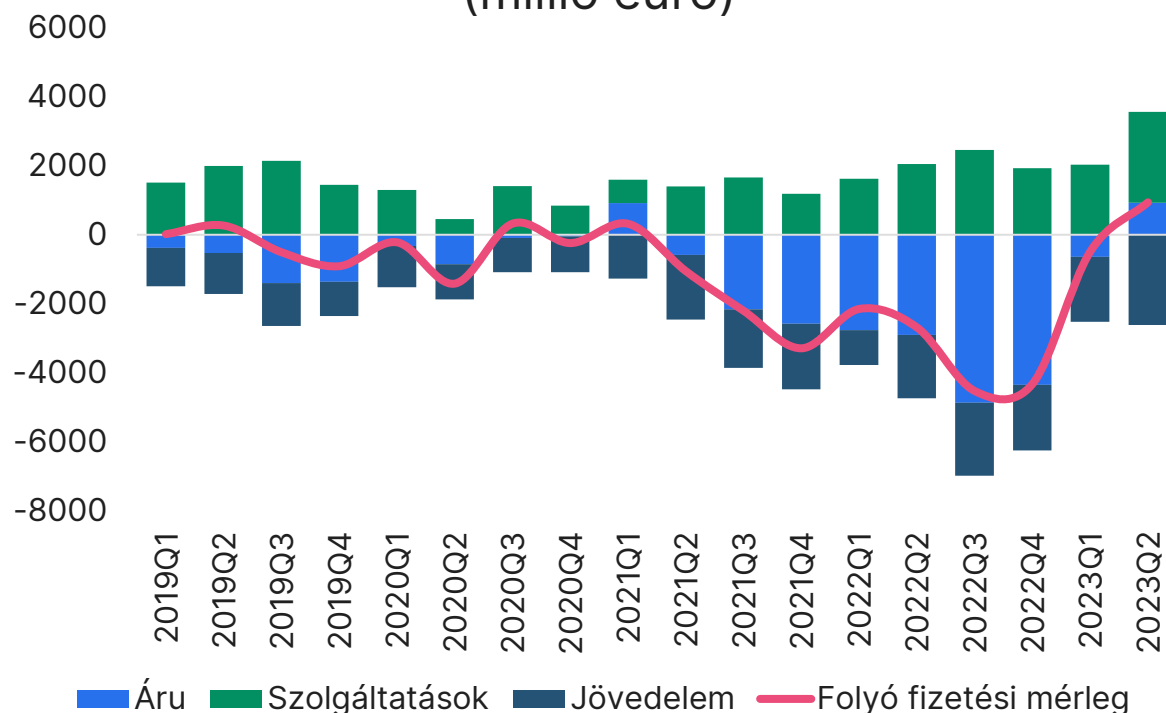
Import oldalon a gáz- és áram árának jelentős mérséklődével, valamint a belső kereslet importigényének zuhanásával javult a mérleg.

Export oldalon a feldolgozóipar ugyan visszafogott teljesítményt nyújtott az év eddig eltelt részében, ugyanakkor a jármű- és akkumulátorgyártás számottevően támogatta a kivitelt.

Ezek eredőjeként márciusban már pandémia előtti, júniusban pedig historikusan legmagasabb szintjére emelkedett a mérleg. Feltehetően az újonnan megnyílt iváncsai kapacitásnak is érdemi szerepe van ebben.

Az energiaárak mérséklődése és a hazai gazdaság alkalmazkodása helyreállította a külső egyensúlyt

A folyó fizetési mérleg komponensei
(millió euró)



2021 második felében kezdődött a külső egyensúly rapid romlása, s a fizetési mérleg hiánya a tavalyi év végén második felében volt a legnagyobb.

Ezt követően - köszönhetően a globális energiaárak normalizálódásának és a belső kereslet visszaesésének - a folyó fizetési mérleg egyenlege gyors javulásnak indult.

A második negyedévre vonatkozóan a hivatalos statisztika még várat magára, ugyanakkor a havi adatok bőven pozitív számot indukálnak az időszakra.

Amennyiben a jelenleg kirajzolódó pozitív folyamatok az év hátralévő részében is fennmaradnak, úgy nem kizárt, hogy pozitív lesz a teljes éves folyó fizetési mérleg.

*2023Q2-es adat a havi mutatók összessége

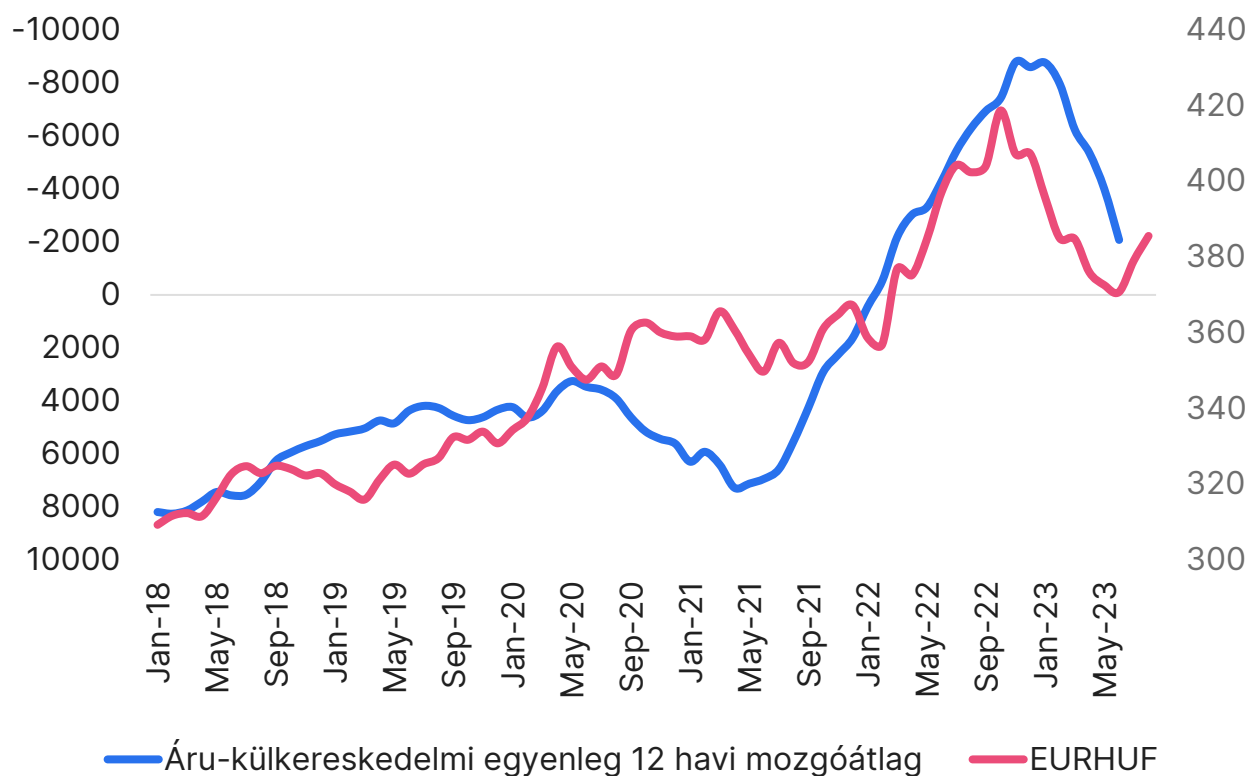
Forrás: MNB, Erste Research

ERSTE 

Árfolyam

A külkereskedelmi egyenleg gyors javulása következtében háború előtti szinteken a magyar deviza

A külkereskedelmi egyenleg és forintárfolyam kapcsolata



A külkereskedelmi egyenleg, a javuló külső egyensúlyi pozíció fontos támasza lett a magyar devizának. A kamatnormalizáció folyamata viszont fokozatosan csökkenti a forint javára szóló rendkívül magas kamatkülönbözetet, ami értelemszerűen csökkenti a forint relatív vonzerejét, elsősorban a spekulatív tőke szempontjából.

Ennek megfelelően nem várunk tartós le- vagy felértékelődési trendet, előrejelzésünk szerint az EURHUF devizapár a 370-390-es sávban ingadozhat a legnagyobb valószínűséggel.

Az elkövetkező időszakban a jegybank az inflációs cél elérése érdekében feltehetően igyekszik majd viszonylag stabilan tartani a nominális árfolyamot, miután az árfolyamváltozás begyűrűző hatása a fogyasztói árakba a Covid válság óta erősödött.



Nyeste Orsolya

vezető makrogazdasági elemző

orsolya.nyeste@erstebank.hu



Nagy János

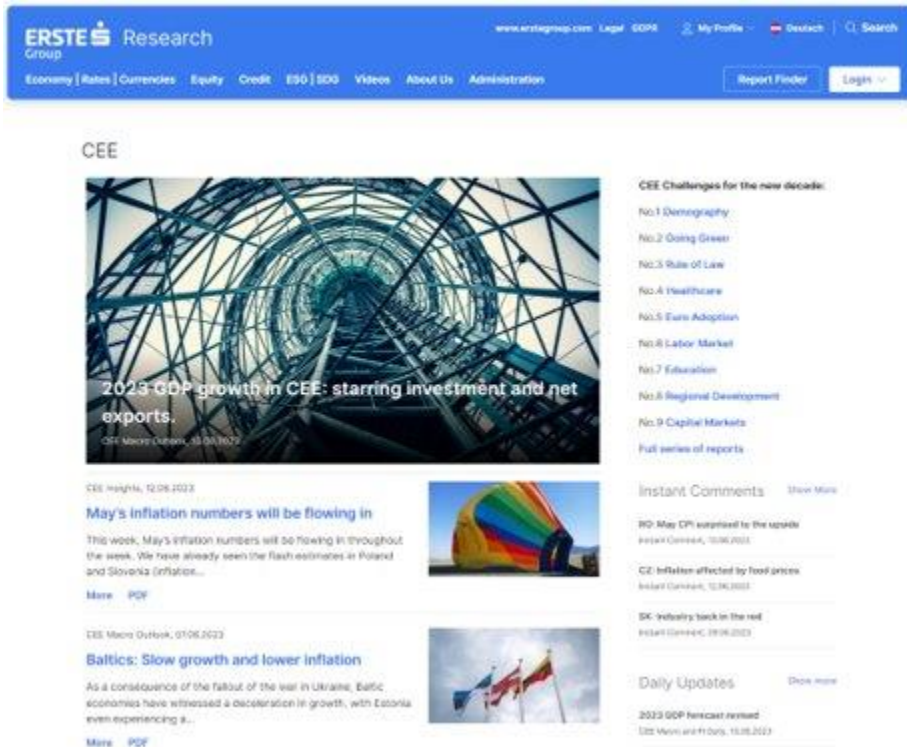
makrogazdasági elemző

janos.nagy@erstebank.hu



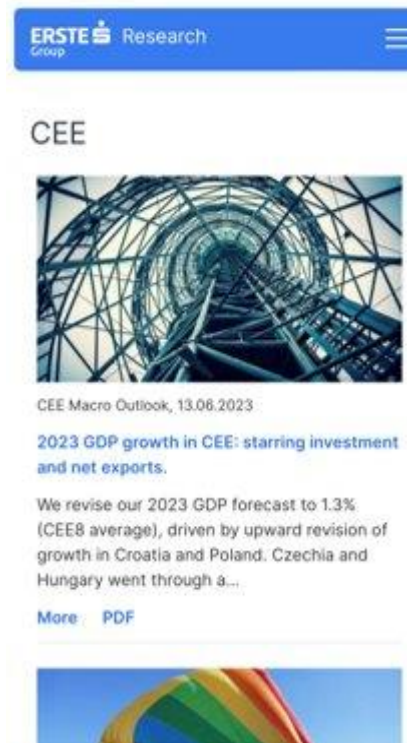
Az Erste makrogazdasági elemzései és előrejelzései elérhetőek az Erste Group honlapján és mobil applikációban

Böngészőn:



The screenshot shows the desktop version of the Erste Group Research website. The header is blue with the 'ERSTE Group Research' logo and navigation links for Economy, Rates, Currencies, Equity, Credit, ESG, SDG, Videos, About Us, and Administration. A search bar and a 'Log in' button are also visible. The main content area features a large article titled '2023 GDP growth in CEE: starring investment and net exports' with a background image of a modern architectural structure. Below this, there are several smaller articles, including 'May's inflation numbers will be flowing in' and 'Baltics: Slow growth and lower inflation'. A sidebar on the right lists various reports under the heading 'CEE Challenges for the new decade'.

Mobilon:



The screenshot shows the mobile version of the Erste Group Research website. The header is blue with the 'ERSTE Group Research' logo and a hamburger menu icon. The main content area features a large article titled '2023 GDP growth in CEE: starring investment and net exports' with a background image of a modern architectural structure. Below this, there is a section titled 'CEE Macro Outlook, 13.08.2023' with a sub-headline 'We revise our 2023 GDP forecast to 1.3% (CEE8 average), driven by upward revision of growth in Croatia and Poland. Czechia and Hungary went through a...'. A 'More PDF' link is visible below the article. At the bottom, there is a 'Daily Updates' section with a 'Show more' link.

QR kód:



Keresse fel Research oldalunkat:
erstegroup.com/en/research

Magyar nyelvű makrogazdasági és részvénypiaci elemzések az erstemarket.hu-n olvashatóak

Böngészőn:

Erste Market Magazin ▾ Elemzések ▾ Árfolyamok, adatok ▾ Termékek ▾ Trader nézet 🔍 Belépés

NetBroker belépés

Miként alakult a kiskereskedelmi bruttó üzemanyag árrés az elmúlt években?

Pletser Tamás | 2023. szeptember 1.

Változások

Változatlanság, ami változást indukált. A kiskutya visszakanyarodott a gazdihoz. Az EURHUF árfolyama újra csökkenőben van, azaz erősödik a forint. A Moody's — elég...

Napi kommentár

2023. szept. 4. 13:16 →

A Munka Napját ünneplik az Egyesült Államokban

Csonka hét lesz a tengerentúli tőzsdéken, ugyanis az

Egyre csökken a recesszió esélye a Goldman szerint

Egyre optimistábban látja az amerikai gazdaság alakulását a Goldman Sachs. Előrejelzésükben a korábbi 20 százalékról 15...

2023. szept. 5. 09:19 →

Lagarde ezúttal sem adott iránymutatást

Az EKB elnöke tegnapi londoni beszédében sem adott iránymutatást a jövő heti kamatdöntést illetően. A következő napokban várhatóan...

Termék	Utolsó ár	Vált.%	Deviza
EURHUF	383.91	+0.36	HUF
EURUSD	1.0770	-0.23	USD
OTP	13 980	-0.07	HUF
MOL	2 654	-0.52	HUF
ERSTE BANK AG	33.03	-0.42	EUR
BUX	55 636.74	-0.05	HUF
DAX	15 723.92	-0.64	EUR

A tőzsdei piaci adatok 15 perccel késleltetett értékeket mutatnak.

Technikai elemzések

EURHUF, OTP, MOL ...

Kattintson a részletekért →

Mobilon:

Miként alakult a kiskereskedelmi bruttó üzemanyag árrés az elmúlt években?

Pletser Tamás | 2023. szeptember 1. →

EURHUF	FX	OTP	BÉT
384.15	+0.42%	13 925	-0.46%

MOL	BÉT	MTELE...	BÉT
2 672	+0.15%	458.0	+0.22%

PIACI HÍREK ÁRFOLYAMOK TERMÉKEK ADATOK MENÜ

QR kód:



Keresse fel oldalunkat:
erstemarket.hu

Disclaimer

„A kiadványban foglalt információk az Erste Bank Hungary Zrt. - 1138 Budapest, Népfürdő u. 24-26., tev. eng. szám: I-2061/2004 (továbbiakban: Társaság) által hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, de azokért a Társaság szavatosságot vagy felelősséget nem vállal. A kiadványban foglaltak nem minősíthetők befektetésre való ösztönzésnek, befektetési tanácsadásnak, értékpapír jegyzésére, vételére, eladására vonatkozó felhívásnak vagy ajánlatnak. A tőkepiaci és makrogazdasági helyzetet, a befektetések és azok hozamai alakulását olyan tényezők alakítják, melyre a Társaságnak nincs befolyása, a befektető által hozott döntés következményei a Társaságra nem háríthatók át. A kiadványban foglaltak – teljes vagy részleges – felhasználása, többszörözése, publikálása, átdolgozása, terjesztése kizárólag a Társaság előzetes írásos engedélyével lehetséges. A kiadvány kiadása időpontjában érvényes. További részletek: www.erstebank.hu, Treasury szolgáltatások, Hirdetményekben. A kiadvány nem a befektetési elemzések függetlenségének előmozdítását célzó jogi követelményeknek megfelelően készült, nem vonatkozik rá a befektetési elemzések terjesztését, közzétételét megelőző ügyletkötésre vonatkozó tilalom.”