



MAGYAR AGRÁR- ÉS
ÉLETTUDOMÁNYI EGYETEM

**MAGYAR AGRÁR- ÉS ÉLETTUDOMÁNYI EGYETEM
GAZDASÁG- ÉS REGIONÁLIS TUDOMÁNYI DOKTORI ISKOLA**

**A BEFEKTETÉSI ALAPKEZELŐK PIACI FEJLŐDÉSI TRENDJEI
MAGYARORSZÁGON**

**Bogáth Emese Melinda
Gödöllő
2023**

A doktori iskola

megnevezése: Gazdaság- és Regionális Tudományi Doktori Iskola

tudományága: Gazdálkodás- és szervezéstudomány

vezetője: Dr. Bujdosó Zoltán PhD
egyetemi tanár
MATE
Gazdaság- és Regionális Tudományi Doktori Iskola

Témavezető: Dr. Bárczi Judit PhD
egyetemi docens
NJE
Gazdálkodás- és Szervezéstudományok Doktori Iskola

.....
Az iskolavezető jóváhagyása

.....
A témavezető jóváhagyása

TARTALOMJEGYZÉK

1.	BEVEZETÉS.....	4
2.	CÉLKITŰZÉSEK.....	6
3.	IRODALMI ÁTTEKINTÉS	7
3.1	Konjunktúraciklusok, azaz ciklikus ingadozások a gazdaságban	7
3.1.1	A gazdasági válságok ciklikus előfordulása	11
3.2	A befektetés fogalma és szerepe a gazdaságban	13
3.3.2	A befektetési alapok előnyei és hátrányai	20
3.3.3	A befektetési alapok csoportosítása	21
3.3.4	A nyílt végű befektetési alap bemutatása.....	23
3.3.5	A befektetési alapok intézményi háttere	26
3.4	Vállalati befektetések	27
3.4.1	Intézményi befektetők, befektetési politikájuk és teljesítményük	28
3.4.2	Befektetési alapkezelők, nyugdíjbiztosítók és általános biztosítók	32
3.5	A 2008-ban kirobbant gazdasági válság	33
3.5.1	Gazdasági reakciók a válság hatására	35
3.5.2	Az árnyékbankrendszer	36
3.5.3	A válság hatása a befektetési alapokra.....	40
3.6	A COVID-19 járvány világgazdaságra gyakorolt eddigi hatása.....	47
4.	ANYAG ÉS MÓDSZER.....	52
4.1	A vizsgálathoz felhasznált adatok és elemzési módszerek	52
5.	A KUTATÁS EREDMÉNYEI.....	56
5.1	A magyar befektetési piac alakulása 2005 és 2020 között.....	56
5.2	A magyar befektetési piac három alapkezelőjének összehasonlítása 2005 és 2020 közötti időszakban	61
5.2.1	OTP Alapkezelő Zrt.	61
5.2.2	K&H Alapkezelő Zrt. (Ma már KBC Asset Management N.V.).....	66
5.2.3	Generali Alapkezelő Zrt.....	71
5.3	Nemzetközi kitekintés – Az osztrák befektetési piac és alapkezelőinek helyzetet 2005 és 2017 között	76
5.3.1	Raiffeisen Kapitalanlage-GmbH.....	80
5.4	Klaszteranalízis – A Magyarországon bejegyzett nyilvános, nyílt végű értékpapír befektetési alapok, valamint egyéb befektetési alapok darabszámának alakulásának vizsgálata 2005 és 2021 májusa között.....	82
5.5	Kérdőív	91
5.6	A hipotézis vizsgálat eredménye.....	98
6.	KÖVETKEZTETÉSEK, JAVASLATOK.....	99
7.	ÚJ TUDOMÁNYOS EREDMÉNYEK	101
9.	MELLÉKLETEK	103

1. BEVEZETÉS

Magyarországon az 1989-ben bekövetkezett rendszerváltás nem csak társadalmi átalakulást eredményezett, hanem alapjaiban változtatta meg a magyar gazdasági platformot is. A tervgazdaság válságba került a felhalmozott adósság, jelentős tőkehiány és az összeomlani készülő szocialista piac következtében. A változás elengedhetetlennek bizonyult és az egyetlen megoldást a piacgazdaság jelentette. A privatizáció segítségével megoldódni látszott az államadósság kezelése, a határok megnyíltak a külföldi befektetők részére. Ezzel a folyamattal megnyíltak a nyugati piacok és hazánk megkezdte integrációját az európai gazdaságba. Az 1990-es évek utolsó harmadában Magyarország a külföldi befektetők kedvelt terepévé vált. Ennek következményeként a pénzügyi piacon is megjelentek a „nyugat” új termékei és innovációi, melyek teret nyitottak a pénzügyi kultúra fejlődésének. Mivel a magánszemélyek számára szinte ismeretlen volt a befektetési piac fogalma, így a pénz- és tőkepiac liberalizációja nagyon lassan ment végbe.

A 2008-ban kirobbanó világválság nagymértékű befolyással volt és természetesen hat mindennapjainkra, hiszen véglegesen megváltoztatta a pénzügyi szektort és a világgazdaság képét is, ezáltal pedig a háztartások gazdasági döntéseit. A pénzügyi ágazatnak hatása van, közvetve vagy közvetlenül, minden ágazatra. Pontosán ezen okból lett a világválságból recesszió, amely majdnem minden gazdasági szereplőt érintett. Ahhoz, hogy megértsük ezt a negatív gazdasági folyamatot, meg kell értenünk a kialakulásának okát.

A 2008-2013-ig tartó hitelválságot a bankok okozták. Tulajdonképpen az ingatlanpiac indikálta, mivel bárki nagyon könnyen juthatott hitelhez. Nem volt indokolt a szigorú hitelbíráló és adósmínősítés, így olyanok is hozzájuthattak, akiknél már a hitelfelvételkor is tudható lett volna, hogy az eladósodásuk olyan mértékű, amelyet nem tudnak kezelni. Ez oda vezetett, hogy az ingatlanárak évek során észbontó magasságokba értek és egyre többen adósodtak el a hitelfelvétel révén. Sőt olyan könnyedén lehetett hitelhez jutni, hogy a napi szükségletek fedezésére is igénybe vették a fogyasztók. A bankok - hogy mielőbb visszakapják a hitel formájában kihelyezett vagyonukat - értékpapírt bocsájtottak ki és „eladták” követeléseiket a befektetési bankoknak és a fogyasztói szférának. Ezen a ponton összekapcsolódott a hitelezés a befektetési területtel.

A magyarok befektetéseit továbbra is a pénzügyi eszközök kockázati szintje határozza meg. Mivel a befektetők nem jól tűrik a magasabb kockázatot, így az alacsonyabb hozamot ígérő, de kis rizikójú termékeket részesítik előnyben. A hozamot preferálók az állampapírok, a likviditást előtérbe helyezők pedig a készpénz felé mozdultak el.

A 2013-ban véget érő válság kezelése napjaink pénzügyi piacát is meghatározó folyamatokat indított el, melyeket mind a mai napig formálnak és igazítanak az aktuális piaci környezethez. Mivel a gazdaság ciklikussága bizonyított, így nem kerülhető el egy ismételt recesszió sem. Nagyon jó példa erre a 2019-ben kirobbant COVID-19 vírus okozta válság is, amely szerteágazó hatását már tapasztaltuk.

A COVID-19 válság egy hónapon belül elterjedt az egész világon. Egy teljesen új típusú válsággal álltunk szemben. Ebben az esetben az egészségügyi kockázat nem feltétlenül korrelált a világgazdaságot fenyegető gazdasági kockázattal. Történelmileg a globális kereskedelem lehetővé tette az ország számára a kockázat megosztását. Ezúttal azonban ez a lehetőség nem állt fent. A helyzet a teljes világot sokkolta. A kamatok történelmi mélypontot értek el és a válság tovagyrúzó hatásokat generált az ellátási láncokban. Egy újabb recesszió szinte elkerülhetetlennek tűnt. Az ilyen váratlan helyzetek általában a piac eltúlzott reakcióját váltják

ki, melyek javarészt rövidtávúak és gyors a visszatérés. Az azonban, hogy a visszaesés milyen mértékű, a COVID-19 terjedésének megakadályozására hozott intézkedések sikerétől, a KKV-k likviditási problémáik enyhítésére és a pénzügyi nehézségekkel küzdő családok támogatására irányuló kormányzati politikák hatásaitól függ, valamint, hogy a vállalatok hogyan reagálnak és hogyan készülnek fel a gazdasági tevékenység újraindítására. (Fernandes, 2020) Azt, hogy valójában mekkora károkat okozott a járvány, csak évek múltán tudjuk biztosan megítélni.

A kialakult, instabil gazdasági környezetnek köszönhetően mindenki biztonsági játékban kezdett. Ez a változás éreztette hatását a befektetési piacon is. A befektetési kedv alábbhagyott, és a minél nagyobb biztonságot nyújtó és új, alternatív termékek kerültek előtérbe.

2. CÉLKITŰZÉSEK

Disszertációm célja a hazai befektetési piac lakossági szektorának vizsgálata, különös tekintettel a befektetési alapokra. A 2008-as gazdasági válság olyan folyamatokat indított be a piacokon, melyek feltárása és elemzése megkönnyíti a piacra ható tényezők és azok változásának széleskörű értékelését. Segít megérteni a befektetés szokásokban bekövetkezett változások kiváltó okát és lehetőséget nyújt egy esetleges előrejelzés kidolgozásában, hogy a jövőben felkészültebben szállhassunk szembe egy-egy krízis helyzettel. Górcső alá vettem továbbá a 2019-ben kirobbant COVID-19 világjárvány időszakát is. Ennek segítségével két teljesen eltérő irányú és méretű válságot tudtam elemezni.

A vizsgálat kiterjed a magyar befektetési piac 2005 és 2020 közötti időszakára, melyet öt további időszakra bontottam. Összehasonlítottam a hazai befektetési piac három legnagyobb alapkezelőjének portfóliójában található befektetési alapok darabszámának alakulását, különös tekintettel a befektetési politikára, devizanem arányának megoszlására, eszközérték, árfolyam, és az 1 éves hozam alakulására.

Összehasonlításként vizsgáltam az osztrák befektetési piacot és annak az egyik legjelentősebb alapkezelőjét, hogy látható legyen, milyen eltérések tapasztalhatók egy olyan gazdaságnál, melynek befektetési kultúrája régebbre nyúlik vissza hazánkéhoz képest.

Végül klaszteranalízis segítségével azt elemeztem, hogy a válság milyen hatással volt a piacon fellelhető alapok befektetési politika szerinti darabszámának alakulására.

2.1 A vizsgálat hipotézisei

1. táblázat: A vizsgálat előtt felállított hipotézisek

Sorszám	Hipotézisek (H)
H1.	A világgazdasági válság pénzügyi következménye hatást gyakorolt a hazai befektetési alapok darabszámának és eszközértékének alakulására.
H2.	A hazai befektetési alapok darabszámának és eszközértékének alakulását a COVID-19 járvány gazdasági hatása befolyásolta.
H3.	A hazai befektetési alapok állományi összetételében fluktuációt tapasztalhattunk az utóbbi 15 évben, amely a válság által okozott gazdasági folyamatok átalakulásának az eredménye.
H4.	A válság ellenére továbbra is tapasztalható eltérés a magyar és „nyugati” befektetési kultúrát képviselő ország (Ausztria) darabszámának alakulásában.
H5.	A válság következtében a befektetési attitűdben változás tapasztalható, vagyis a piacon található alapok – befektetési politikájukat tekintve – módosultak.
H6.	A gazdasági válság hatására hozott központi intézkedések támogatták a pozitív gazdasági működést.

Forrás: Saját szerkesztés

3. IRODALMI ÁTTEKINTÉS

3.1 Konjunktúraciklusok, azaz ciklikus ingadozások a gazdaságban

A közgazdászok (Sáfrány, 2011) már rég megfigyelték, hogy a gazdasági válságok viszonylagos szabályos időközönként következnek be. Ezek a szabályosan, ciklikusan bekövetkező, országokat megrettentő krízisek csak látszólag azonosak. Az igaz, hogy a gazdasági életet megnyomorító hatásuk van, azonban a kiváltó okuk és lefolyásuk eltérő. Ezek minden esetben az adott ország és gazdasági korszak viszonyainak és állapotának tükörképe.

„A konjunktúrakutatás célja a gazdasági élet változásait, mozgásjelenségeit lehetőleg számszerűen megfigyelni, az egyes jelenségek között tapasztalható összefüggéseket felderíteni, statisztikailag kiértékelni, azok alapján a gazdasági élet jelenlegi állapotának meghatározásán kívül jövőbeni kialakulásukra következtetni.”(Andreich, 1937)

Az 1929-ben kirobban világválság az Amerikai Egyesült Államokból indult és a New York-i tőzsde összeomlását tekinti kiváltó okának. A 2008-ban kirobban válság oka a hitelválság, vagyis a felelőtlen hitel felvétel és kihelyezés. (Sáfrány, 2011)

A konjunktúraciklus jellemzésére használt mutatók értékelésekor az alábbi szempontokat szokták figyelembe venni.

- gazdasági jelentőség
- statisztikai helyesség
- adekvátság
- történeti összhang az üzleti ciklussal
- ciklusos időzítés
- simaság
- gyorsaság
- azonnali közölhetőség (Granger, 1980)

Természetesen nem minden trendtől való eltérés ciklikus jellegű. Ezek alapján megkülönböztetők:

- **Véletlenszerű ingadozások:** semmilyen szabályszerűséget nem mutatnak. Konkrét elemzéseknél fontosak, mert feltárásukkal, kiszűrésükkel lehet egyéb mozgásokat tisztán látni.
- **Szabályos, jól meghatározott, de nem gazdasági eredetű ingadozások:** pl.: mezőgazdaság szezonális ingadozásai, valuták kereskedelmi árfolyamának ingadozása a nyári turista szezonban. Mivel évszakokhoz köthetők, jól kiszűrhetők. Érdemes megemlítenünk a választási ciklusokat is, melyek jelentős hatással vannak a gazdaság fejlődésére. Például ezek hatására alakult ki az ún. stop-go, azaz „húzd meg-ereszd meg” gazdaságpolitika is. (HVG, 2010) A közgazdasági racionalitás jellemzően politikai racionalitáson keresztül érvényesül. (Karsai, 2006)
- **Ciklikus ingadozások:** amelyek „ingaszzerűek”, a lemenő ág létrehozza a későbbi felmenő ág okait és fordítva, ezek a **konjunktúra ciklusok**.

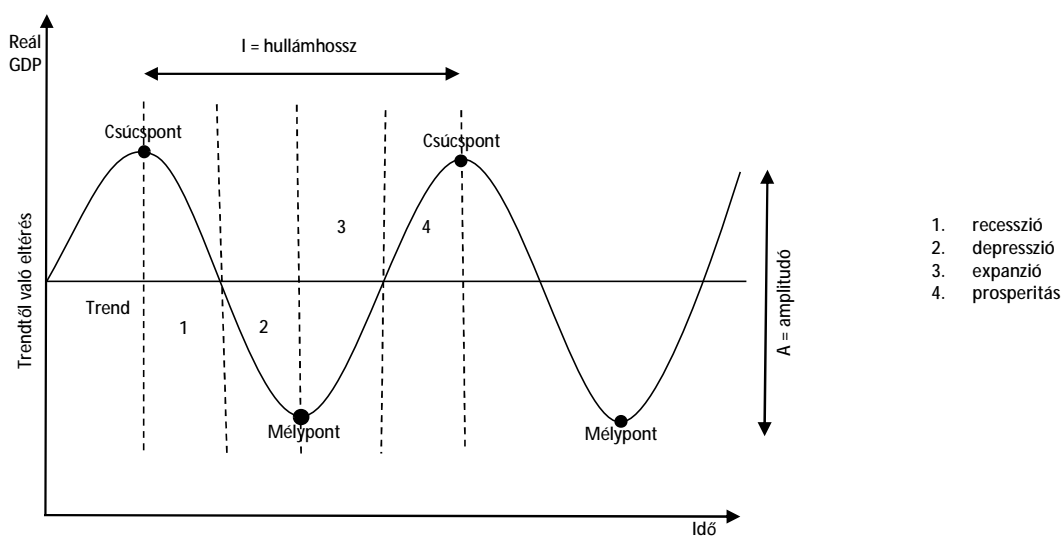
Konjunktúra ciklusok mérése két lehetőség adott, melyek a következők.

- **Mozgó átlagolás módszere:** A vizsgálandó periódusnál rövidebb, a kiszűrendőnél hosszabb átlagolási intervallumot használva haladunk előre.

- **A trend kisimítása:** A hosszú távú trend kiszűrése. Az adatsorból határozzák meg a trendet, majd képezik a trend és az adatsor különbségét, mint új adatsort, így a trend emelkedését szűrik ki, és a ciklus mint „sima” ingadozás jelentkezik.

Ciklusok fázisai: az évszázados trendtől való eltéréssel lehet a legjobban meghatározni. általában 4 fázisra osztják a ciklusokat, amelyek meghatározott sorrendben követik egymást és bármelyik lehet első:

- **Expanzió (megélnkülés):** a depresszió után a gazdasági növekedés lassan, majd egyre gyorsulva megindul, de a gazdaság teljesítménye a trend értékét még nem éri el.
- **Prosperitás (fellendülés):** a gazdaság teljesítménye egyre jobban meghaladja a trend értékeit, miközben a növekedés lendülete lelassul.
- **Recesszió (hanyatlás, visszaesés, válság):** a gazdaság megtorpan, teljesítménye egyre erőteljesebben csökken, de még mindig a trend fölött van.
- **Depresszió (vagy pangás):** a csökkenés tovább tart, bár egyre lassuló mértékben, a gazdaság teljesítménye kisebb, mint amit a trend jelentene.



1. ábra: A konjunktúra ciklusok fázisai

Forrás: Saját szerkesztés Williamson 2009, p. 69. nyomán

A recesszió a legfontosabb fázis. Ennek elemzéséből származik a válságelmélet. Ennek hatására kezdték vizsgálni a konjunktúra ciklusokat, amiből a konjunktúra elmélet kialakult.

A konjunktúra-ciklusok főbb kérdései:

- Milyen hosszúak a ciklus fázisai, és milyen hosszú maga a ciklus? (Eltérő hosszúságúak maguk a ciklusok is és az egyes szakaszaik is.)
- Mekkora a ciklusok amplitúdója, azaz mekkora a kilengés mértéke a trendtől? (Minél kisebb az amplitúdó, annál egyenletesebben fejlődik a gazdaság.)
- Milyen mutatókkal írható le, jellemezhető legjobban a ciklus?
- Hogyan működik a ciklusok mechanizmusa?

A konjunktúra-ciklusok csoportosítása:

- A ciklus mozgás jelentkezésének területe szerint:
 - Üzleti ciklusok (készletek alakulása).
 - Pénzügyi ciklusok (hitelek)
 - Agrár ciklusok (haszonállat populációk alakulása)
 - Ipari ciklusok (ipari termelés alakulása)

- Ciklusokat kiváltó okok szerint
 - **Túltermelési ciklusok:** A termelés és a fogyasztás viszonyának az elosztási viszonyok miatti állandó és ciklikusan jelentkező meg nem felelése okoz.
 - **Gazdaságpolitikai ciklusok:** Állami döntések nyomán keletkeznek.
 - **Monetáris ciklusok:** A pénzkínálat változása hat az aggregált kereslet-kínálat viszonyára.
 - **Beruházási ciklusok:** A ciklikusságot beruházások okozzák,
 - § viszonylag nagy értékűmegek tartós lekötése révén.
 - § a ráfordítások és az eredmények megjelenése közötti jelentős időeltérés (lag) van.
 - **Tartós fogyasztási cikkek beszerzése által előidézett ciklusok:** A beruházáshoz hasonlóak, de a ráfordítás nem megelőzi a beruházást, hanem követi (hitelek), ez a negatív lag.
 - **Politikai ciklusok:** A gazdaság konjunkturális ingadozása parlamenti választásokkal vagy más eltváltással van összefüggésben.
- A ciklusok időtartama szerint
 - **Kitchen ciklus:** Kb. 10-40 hónapos periodicitású, főleg a pénz és hitelszférában. Készletezési ciklusnak is nevezik.
 - **Klasszikus konjunktúra ciklus (Juglar ciklus):** 8-10 évenként az újratermelés egészében jelentkezik.
 - **Kuznets ciklus:** 18-20 éves a periódusa. (Kuznets, 1930)
 - **Kondratieff féle hosszú ciklus:** Gazdaságtörténetileg elfogadott, 40-60 éves ciklus.
 - **Szuperhosszú ciklusok:** 150-200 éves, leginkább történészek által használt megközelítés. (Braudel, 1979; Labrousse, 1933)

Klasszikus konjunktúra-ciklus a XIX. sz. elején, 1824-ben jelent meg Angliában, majd kiterjedve, világméretűvé vált. Eleinte 10-11 év volt a ciklus hossza, majd ez lerövidült 8 évre. Az amplitúdó 1929-33-ban érte el tetőfokát, azóta – az állam beavatkozásának köszönhetően – jelentősen csökkent. A beruházások alakulása mozgatja, ahol érvényesülnek a multiplikátor és akcelerátor hatások.

1. A gazdaságban a meginduló kopásokat pótló beruházások következtében a multiplikátor hatás fokozza a keresletet. Ennek kielégítése viszont már csak az indukált beruházásokkal biztosított kapacitásnövelés útján lehetséges → érvényesül az akcelerátor hatás is. Ez a folyamat átlendíti a gazdaságot a megélénkülésből a fellendülésbe, fokozódik a növekedés üteme.
2. A termelők a jó piaci lehetőségeket kihasználva növelik a foglalkoztatást, csökken a munkanélküliség, emelkedik a bérszínvonal → bővül a fogyasztás, de fokozódnak a megtakarítások is. A felfutó beruházásokkal olyan kapacitások is létrejönnek, amelyek szándékolt készleteket tesznek lehetővé, hogy a piaci lehetőségeket jól kihasználhassák. Ezek az árszínvonal emelkedésével is járnak → fordulat következik be a gazdaság menetében:
 - A munkaerő tartalékok kezdenek kimerülni.
 - Növekvő jövedelem mellett csökken a fogyasztói határ hajlandóság → a fogyasztói kereslet bővülése elmarad a termelés növekedésétől.
 - Kedvezőtlenebbé válnak a tőke befektetésének, a profitszerzésnek a lehetőségei.
 - A bérszínvonal emelkedése rontja a munkaerő – foglalkoztatás bővítésének optimumát, a beruházások csökkenő hozadéka korlátot állít a termelésnek.
 - a beruházások keltette hitelkereslet bővülése a kamatláb olyan emelkedését váltja ki, ami szintén korlátozza a racionális befektetéseket.

Felső fordulópon: A növekedés abszolút korlátja a munkaerő, de a teljes foglalkoztatottság előtt eljön a fordulópon.

3. Megkezdődik a hanyatlás

- Növekedés üteme erősen csökken → visszafogja a multiplikátor hatást.
- Csökken a termelés, a kereslet azonban gyorsabban csökken (eladatlan készletek, nő a munkanélküliség); csökken a fogyasztás és az árszínvonal.

4. Alsó fordulópon

- A jövedelmek csökkenése következtében elsősorban a jövedelemfüggő fogyasztás esik vissza.
- A fogyasztás általános jövedelem rugalmassága csökken, tehát a fogyasztási határhajlandóság emelkedik.
- Kedvezőbbé válik a tőkebefektetés.
- A bérszínvonal és a kamatláb csökkenése párosul a csökkenő input felhasználás által kiváltott növekvő hozadékkal és a termelés újra felível.

A klasszikus ciklus, hordozó objektuma az állóeszköz. Gesztációs idejük, a kifejlesztésük és előállításuk idejétől függ. Élettartamuk azonosítható a tőkeigényességgel, hiszen, ha:

- $\delta = I/\Delta Y$ (ΔY - éves jövedelemnövekmény)
- Akkor $\delta \Delta Y = I$ (A beruházott tőke javak hány évi jövedelemnövekményt biztosítanak)

Kuznets ciklus jellemzője az igen nagy élettartamú egyedi jellegű létesítmények építése, amikor a termék élettartama nem csak összemérhető az őt előállító eszköz élettartamával, de jóval nagyobb annál. Általában 18-20 éves időtartamúak. Általános prosperitást válthat ki, viszont elkészültük után recessziós jelenségek jelentkezhetnek. Elsősorban az építőiparban és hajógyártásban tudták kimutatni. (Kuznets,1981)

Kuznets ciklus esetében a ciklushordó a nagyberuházás tárgya (pl.: vasút). Gesztációs ideje a felépítésének időtartama. Élettartama nem igényel magyarázatot.

Kondratieff ciklus hossza 40-60 év.

Eddigi ciklusok:

- I. ciklus:1780-es évek végétől 1844-51-ig.
- II. ciklus: 1844-51-től 1890-96-ig.
- III. ciklus:1890-96-tól 1914-20-ig tartott az emelkedő ága.

Kondratieff (Kondratieff, 1980; Kondratieff-Oparin, 1989) és Kuznetz megkülönböztettek rövidebb és hosszabb távú egyensúlyi kapcsolatokat. Az első szinten Kondratieff a piaci kínálatot tekintette változatlanoknak. Ide sorolható számos fogyasztási cikk, nyersanyagféleség és termelési eszköz. Ezen javak állományának cseréje és bővítése folyamatosan, rövid idő alatt megtörténhet. A második, hosszabb periódusban az állótőke gépi állományát tekinti változatlanoknak. Ide tartoznak a termelési eszközök nagy része.

Négy szabályszerűség kíséri a ciklusokat, ezek a Kondratieff ciklus szimptomái:

1. A ciklus kezdete előtt nagy társadalmi változások figyelhetők meg, forradalmian új találmányok születnek, ill. ilyenek felfedezése sűrűsödik; ezeket tömegesen alkalmazni kezdik.
2. Társadalmi megrázkódtatás és fordulat jóval több a ciklusok emelkedő ágában.
3. A visszaesések időszaka együtt jár a mezőgazdaság hosszan tartó depressziójával. Ennek ma már kisebb a jelentősége, de jelen van.
4. A hosszú távú ciklus emelkedő ágában a középtávú ciklusok fellendülése hosszabb, erőteljesebbek, leszálló ágában viszont a középtávú ciklusok depressziós szakaszai nyílnak meg, lesznek mélyebbek. (Kondratieff, 1926; Kövér, 1980)

Szuper hosszú (szekuláris) ciklusok az igen hosszú ciklusokat a korszakalkotó találmányokra vezetik vissza, azokat viszont tudományos alap kutatásokra. (Bródy, 1983)

Minden gazdasági ciklus fajtára jellemző a ciklust hordozó objektum, amelynek „tehetetlensége” a ciklus alapja. A ciklus hosszát a hordozó objektum gesztációs ideje (az az idő, amely alatt az objektum alkalmassá válik feladata betöltésére) és élettartama (az az idő, amely alatt feladatát betölti) határozza meg:

$$T = 2\pi\sqrt{g*\delta}$$

Ahol: T – a ciklus periódus ideje

g - a gesztációs idő

δ - az élettartam

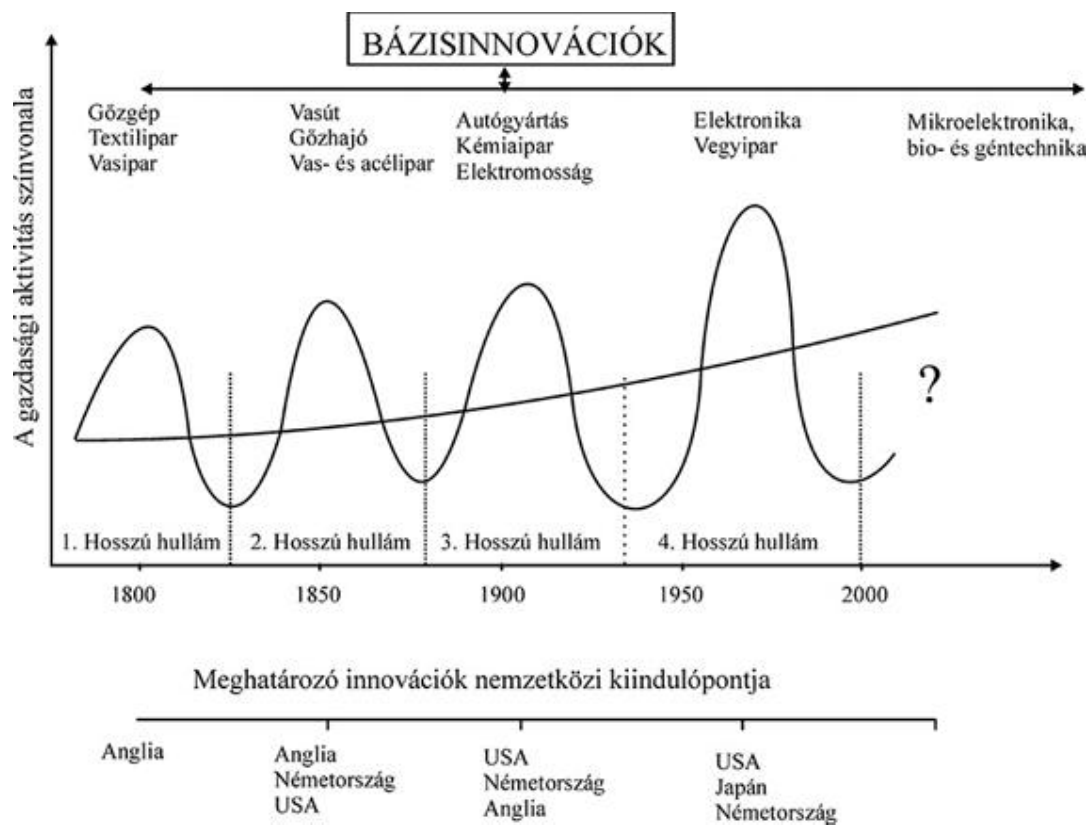
A nagy hatású, korszakos találmányokat előkészítő alapkutatások 50-60 év múlva fejtik ki hatásukat, azaz ennyi az alapkutatások gesztációs ideje, amit adaptációs időnek is szoktak nevezni. Ezért nem véletlen, ha 150-250 éves ciklusokat generálnak.

3.1.1 A gazdasági válságok ciklikus előfordulása

A 2008-ban kezdődő világgazdasági válság a Kondratieff ciklusba illeszkedik, bár Koshovets és Frolov (2015) azt állítják, hogy a mai világgazdaságot sújtó válság nem klasszikus ciklikus válság, mert valójában nem a termelői tőke, hanem a túlzott pénzügyi felhalmozás váltotta ki. Ez a válság tehát szisztematikus jellegű. Ha ez a hipotézis igaz, akkor a világgazdasági fejlődést nem a válság utáni lomha kilábalás folyamatának kell tekinteni, hanem a globális pénzügyi és gazdasági rendszer világméretű átalakulásának.

A gazdasági ciklusok nem függetlenek egymástól, hatással vannak egymásra, fölerősíthetik és enyhíthetik egymás hatását. Kövér György szerint akkor alakulhat ki különösen komoly válság, ha egy Juglar és egy Kondratieff ciklus fordulópontja találkozik, vagy ha egy Kondratieff süllyedő szakasz és egy szekuláris trend találkozik.

A legutóbbi válság kapcsán a - már említett - Kondratieff ciklus érdekes. A ciklus két 25-30 év körüli alperiódusra, egy felívelő és egy hanyatló szakaszra osztható fel. Körülbelül 50-60 éves időintervallumokban ismétli önmagát. Egyesek az ember életkori sajátosságaival magyarázzák a hullámot. E szerint egy alperiódus 25-30 éve egy ember aktív, munkában töltött életének felel meg, azaz egy nemzedéknyi időnek. Mások nagyobb, hosszú távú beruházások, átfogó gazdasági szerkezetváltozásoknak tulajdonítják a ciklust. Ilyen voltak a XIX. században a vasútépítés, a XX. században az olajipar és autógyártás. Az utolsó ilyen meghatározó fordulópont a 70-es években kezdődő informatikai forradalom volt. Ezek szerint már csak lépések választanak el minket egy újabb Kondratieff ciklus mélypontjától. (Sáfrány, 2011)



2. ábra: A Kondratieff ciklus hullámgörbéje

Forrás: Schätzl 1992

Az fenti ábra a Kondratieff ciklus hullámgörbéjét ábrázolja. Ha helytállóak a ciklus előrejelzései, akkor egy újabb technológiai forradalom előtt állunk, ez pedig az űrkutatás és az alternatív energiaforrások virágkora lesz. A fosszilis energiaforrások kiürülőben vannak, elavulttá váltak. Egyrészt a szűkös rendelkezésre állás, másrészt a környezetben okozott károk miatt.

2. táblázat: A Kondratieff ciklusok

Kondratyev-ciklusok és évszakok jellemzői										Saját előrevezetés vagy feltételezés	
Forrás az 1-4 ciklusra: Ian Gordon: The Long Wave Analyst											
A „Kezdet” adatai naptári években, a „Hossz” adatai években értendők.	1K-ciklus		2K-ciklus		3K-ciklus		4K-ciklus		5K-ciklus		
	Kezdet	Hossz	Kezdet	Hossz	Kezdet	Hossz	Kezdet	Hossz	Kezdet	Hossz	
K-TAVASZ (Új optimizmus és bázis innovációk)	1789	14	1845	14	1898	10	1949	17	2017	14	
	Gőzgépes manufaktúra (Watt)		Morse távíró, Darwini evolúció.		T-modell, fonográf, írógép, rádió, traktor		Tomboló életkedv. Aranykori növekedés.		Zöld energiák. Nanotech. Szerves félvezetők.		
K-NYÁR (Árak és kamatlábak nőnek, háborúk)	1803	18	1859	6	1908	13	1966	16	2031	13	
	Angol-amerikai háború (USA, 1812-15)		Polgárháború (USA, 1861-65)		1. világháború (1914-18)		Vietnami és hidegháború		Globális civilizációs polgárháborúk		
K-ŐSZ (Kezdeti recesszió, majd stagnálás)	1821	16	1865	8	1921	8	1982	19	2044	13	
	Politikai béke (USA, 1817-25)		Újjáépítés (USA, 1864-74)		Újjáépítés (EU, SZU) („Roaring 20s” USA)		Wash. Cons. (WC) és „Új Világrend” építése		Új energetikai és hatalmi Világrend építése		
K-TÉL (Háború, depresszió, nagy felfedezések)	1837	8	1873	25	1929	20	2001	16	2057	17	
	Mexikói-amerikai háború		Spanyol-amerikai háború		Nagy válság és a 2. világháború		Civilizációs terror és etnikai polgárháborúk.		Pánik és küzdelem a klímakatasztrófák ellen		
Teljes K-ciklus (K-hullám)	1789	56	1845	53	1898	51	1949	68	2017	57 év 2074	
Kulcsszavak: a nagy innovációkra és társadalmi változásokra.	Gőzgép (1789), gőzhajó (1807), gőzmozd. (1825). Rabszolga-, és jobbágyfelszabad.		Vasútépítés, acél- és textilipar. Nemzetállamok, gyarmatbirod. munkásmozg.		Kőolaj, gépkocsi, repülő, mozi, telefon, rádió. Gyarmatok felszabadulása.		Atom-, űr-, mikro- és biotech., Internet. Neolib. globalizáció. USA dominancia. Wash. Consensus (WC)		Anyag-, nano-, robot és géntechnika. Zöld energiák, mozgalmak. Globalizáció ázsiai és etatista dominanciával.		

Forrás: Sebestyén, 2010

Amennyiben a Kondratieff ciklus hosszát átlagosan 54 évnék, a Kuznets ciklust 18, a Juglar ciklust 9, a Kitchin ciklust pedig 4,5 évesnek tekintjük, akkor a következő összefüggés látható:

1 Kondratieff ciklus = 3 Kuznets ciklus = 6 Juglar ciklus = 12 Kitchin ciklus

Az elmúlt 100 év alatt a Kuznets csúcs megelőzte a Kondratieffet, és három-három Kuznets ciklus volt az utóbbi két Kondratieff ciklus alatt. A második világháború után a Juglar ciklusok mélypontjai a Kitchin ciklusok mélypontjain voltak. (Sipos, 2005). Más vélemény szerint a négy ciklus egymástól függetlenül hat. (Forrester, 1982) Jelenlegi ismereteink szerint nem lehet megmondani, hogy a két feltevés közül melyik közelíti meg jobban a valóságot. (Van Duijn, 1982)

3.2 A befektetés fogalma és szerepe a gazdaságban

A választott téma kapcsán nagy jelentőséggel bír az alapfogalmak definiálása. Az alábbiakban ezekről szeretnék néhány szót ejteni.

Megtakarításokon a jövedelem el nem költött részét értjük. Ez lehet rendszeres, alkalmi, elsődleges vagy maradvány jellegű. (Sándorné, 2001) A megtakarítások vizsgálatában a legnagyobb hatású elméletek a Modigliani életciklus-hipotézise (1954) és a három évvel később megjelent permanensjövedelem-hipotézis (Friedman, 1957). Mindkét elmélet megszületését az akkori gazdasági környezet segítette. Az életciklus- és a permanens jövedelem-hipotézis feltételezi, hogy egy adott periódusban a hasznosság mértéke csak az ugyanabban a periódusban fogyasztott mennyiségtől függ. A valóságban a fogyasztók döntéseit bizonyos szokások is befolyásolják. A fogyasztó a múltban megszokott szintről a jövőbeli fogyasztás érdekében nem hajlandó lemondani. (Deaton, 1987) Friedman könyvének megjelenése után hosszan tartó, éles

vita bontakozott ki a megtakarítással foglalkozó közgazdászok körében az elméletet, illetve annak megállapításait illetően. (Laumas, 1969; Holmes, 1970; Laumas, 1974)

A keynesi forradalom (Keynes, 1936) előtt a klasszikus elmélet a Say dogma (Say, 1803) alapján működött, miszerint a gazdaságot olyan önszabályozó rendszernek vélték, ahol egyensúlyi állapot uralkodik, ha ez ettől eltér, akkor a rendszer újra az egyensúly visszaállítására fog törekedni. A megtakarításokat társadalmilag hasznosnak és kívánatosnak tekintették, hiszen ez jelentette a tőkefelhalmozást, azaz a gazdasági növekedést. A 19-20. század fordulóján már figyelembe vették a megtakarítás pszichoszociális tényezőit is. Az ekkor született legtöbb elmélet alapja az ún. „önmérséklet-koncepció” (concept of self control): a megtakarítás abból a képességből adódik, hogy az emberek ellen tudnak állni a költekezés kísértésének, amely képesség a korrallal és az iskolai képzettséggel nő. (Lunt - Livingstone, 1991) Az 1929-es Nagy Gazdasági Világválság és az azt követő években megváltozott a megtakarítások megítélése. Ezek szerint a megtakarítás károsan hathat a gazdaság fejlődésére, mivel ennek növekedése csökkenti a kereslet egyik összetevőjét, a fogyasztást. Ha pedig ezt a folyamatot nem ellensúlyozza a beruházások automatikus és rendszeres expanziója, elégtelen kereslet is kialakulhat. Ezért a megtakarítást irracionális viselkedésnek tartották, míg a fogyasztást racionálisnak ismerték el.

Duesenberry (1949) nevéhez fűződik a relatív jövedelem hipotézise, amely szerint a háztartások nem az abszolút, hanem a referenciacsoporthoz (Referenciacsoportok azok, melyekkel az egyén közvetlenül azonosítja magát, és amelyek viselkedésére modellek és normák felállításával jelentős befolyást gyakorolnak. Nem szükséges, hogy a tagjai közé kívánkozzék az egyén.) viszonyított jövedelmük alapján fogják meghozni a fogyasztással és megtakarítással kapcsolatos döntéseiket. (Wärneryd, 1989) Az 1950-es években újabb fordulat következett be a statikus szemléletet felváltotta a dinamizálás, vagy az idő figyelembevétele.

Napjaink piacgazdaságának egy legfontosabb szereplői a vállalkozások. Ahhoz, hogy egy vállalkozás – méretétől függetlenül – tovább fejlődhessen, időről időre növelnie kell befektetéseinek arányát. A befektetés a mai és a jövőbeni gazdagság növelés érdekében történik.



3. ábra: A megtakarítások áramlásának irányai

Forrás: Internetes forrás, saját szerkesztés

A **befektetés** az a gazdasági tevékenység, amikor a befektető pénzt investál valamilyen vagyoni értékű jogok vagy anyagi eszközök megszerzésére vagy megvásárlására, azaz ideiglenesen lemond a pénzéről, annak használatáról, annak érdekében, hogy a jövőben még több pénzt szerezzen vele, vagyis nyereségre tegyen szert. A befektetést a beruházásoknál tágabb értelemben használjuk, beleértjük a pénzügyi eszközökbe történő befektetéseket is. (Borszéki, 2004/b)

Jellemző befektetés a beruházás. A **beruházás** alapvető célja olyan reáleszközöket létrehozni, vásárolni, melyek a bekerülési költségeiknél többet érnek. Bármely eszköz értékét azok a remélt jövőbeni hasznok határozzák meg, amelyeket a tulajdonosa élvez az eszköz birtoklása során. A tárgyi eszközök (gépek, berendezések stb.) értékét, azon jövőbeni várható pénzáramlások alapján lehet valószínűsíteni, amelyeket az eszköz hasznos élettartama alatt „termel” a vállalkozás számára. A befektetett pénzügyi eszközök (pl. részvény, kötvény) értéke pedig azokon a várható hozamokon (kamat, osztalék, tőketörlesztés) alapul, amelyeket tulajdonságuk alatt biztosítanak. (Papp - Szűcs, 2013)

A megtakarítás (saving) a jövedelem, fogyasztásra fel nem használt része. Leegyszerűsítve (zárt és adók nélküli gazdaságban) a megtakarítások egyenlők a beruházásokkal. (Borszéki, 2004/a)

$$S=Y-C$$

A befektetések alapvetően befolyásolják egy ország gazdaságának működését. A befektetések alakulását befolyásoló egyik legfontosabb tényező, az adott gazdaság megtakarításainak alakulása. A megtakarítások alapvető formái lehetnek az anyagi beruházás, értékpapír vásárlás (részvény, kötvény), pénz lekötött bankbetétbe helyezése, pénzkészlet tartása, amely lehet készpénz vagy látra szóló betét formájában.

A megtakarítók jelenbeli pénzt kínálnak a felhasználók jövőbeni pénzéért. Tehát a pénzügyi piacon különböző időpontbeli pénzek cserélnek gazdát. A befektetés magába foglalja azokat a tranzakciókat, amelyek révén jelenbeli pénzt jövőbenire váltunk. A kamatláb és az infláció szintje egyaránt befolyásolja a megtakarítási hajlandóságot és a beruházásokon, fejlesztéseken keresztül a hitelkeresletet, ezáltal a gazdaság növekedését. (Borszéki, 2010)

A **pénzügyi piac** a pénz cseréjének helyszíne, a pénz cseréjének közvetítésében szerepet játszó szereplők (egyének és intézmények), pénzügyi eszközök, mechanizmusok, valamint törvények, szabályozók és szokásjogok összessége. Elsődleges feladata a gazdaságban keletkező szabad pénzeszközök (szélesebb értelemben vett megtakarítások), tőkék eljuttatása a felhasználókhoz. A felhasználók ui. keresletet támasztanak a megtakarítók jelenleg rendelkezésre álló, azaz jelenbeli pénzére, a megtakarítók pedig jelenlegi pénzt kínálnak a felhasználók jövőbeni pénzéért. A pénzügyi piacon tehát különböző időpontbeli pénzek cserélnek gazdát.

A közvetítőrendszer szerepét illetően a tőkeáramlás két formáját különböztetjük meg:

- **Közvetlen tőkeáramlás:** a megtakarítás közvetlenül cserél gazdát a végső felhasználó jövőbeni pénzével, azaz az ő fizetési ígéretével, pl. valamely értékpapírral. A különböző értékpapírok szabványosításának köszönhetően a megtakarító és a felhasználó igényei könnyen megfeleltethetők egymásnak, így csak összetalálkozásukat kell elősegíteni. Ezt segíthetik elő az értékpapír-piaci közvetítők, az ügynökök (dealerek, brókerek).
- **Közvetett tőkeáramlás:** a megtakarításokat először egy közbeeső intézménynek össze kell gyűjtenie, hogy azokat a végső felhasználók nagyságrendre, kockázatra, lejáratra és likviditásra vonatkozó igényei szerint átalakítva továbbadja.

A közvetítő intézmények a következők:

- **Kereskedelmi bankok:** a legszélesebb profilú pénzügyi intézmények, amelyek a bankügyletek szinte mindegyikével foglalkoznak.
- **Betéti intézetek:** a megtakarításokat hosszúlejáratú hitelforrásokká alakítják (pl. lakásépítést finanszírozó takarékpénztárak...).
- **Biztosítók, nyugdíjalapok:** fő funkciójuk, hogy az általuk összegyűjtött pénzalapjukból kártérítéseket fizessenek, illetve nyugdíjat folyósítsanak ügyfeleiknek. Alapfeladatuk minél színvonalasabb ellátásához viszont az kell, hogy az általuk összegyűjtött tőkét biztonságosan és jövedelmezően fektessék be. A nyugdíjalapok bevételei és kiadásai, ezáltal szabad pénzeszközei hosszú távon is nagy pontossággal számszerűsíthetők, így lehetőségük nyílik hosszú lejáratú és nagy hozamú befektetésekre, elsősorban vállalati kibocsátású kötvények és részvények vásárlására is.
- **Befektetési társaságok és alapok:** arra specializálódnak, hogy az értékpapírt vásárolni szándékozók sok kis tőkéjét összegyűjtsék abból a célból, hogy az így összegyűlt megtakarításokat nagy szakértelemmel, pontos információkkal, kis tranzakciós költségek mellett, jövedelmezően befektessék. Portfóliójukat úgy alakítják, hogy a kockázatokat megosztva a lehető legnagyobb jövedelmet realizálják. Az ügyfelek a társaság által elért jövedelemből befektetéseik (befektetési jegyeik) arányában részesülnek.
- **Finanszírozási társaságok:** forrásaik értékpapír-kibocsátásból és kölcsöntőkéből származnak. Az így szerzett tőkét kis összegű, zömmel rövidlejáratú fogyasztási vagy üzleti célú hitelek nyújtására fordítják.
- **Egyéb közvetítő pénzintézetek:** állami hivatalok, intézmények, brókercégek, jelzálogbankok, lízingtársaságok.

A pénzügyi piac eszközei

A pénzügyi piacon zajló cserében jönnek létre, a megtakarítás ideiglenes átadásakor, formájukat tekintve értékpapír, utalvány, szerződés, vagy egyéb jogi dokumentum alakjában. A pénzügyi piac legfontosabb eszközei a különféle értékpapírok.

A pénzügyi piacok csoportosítása:

- **Időbeliség szempontjából: pénzpiac és tőkepiac**
Az előbbibe a rövid lejáratú (egy éven belüli), utóbbiba a hosszabb lejáratú (egy éven túli) vagy lejárat nélküli ügyletek tartoznak.
- **A kibocsátás alapján: nyílt és zárt piac**
Az előbbi esetben a pénzügyi eszközök értékesítése nyilvános kibocsátással, utóbbinál zártkörű forgalmazással történik.
- **A piac funkciója alapján: elsődleges és másodlagos piac**
Az előbbinél a pénzügyi termék közvetlenül a felhasználótól, tehát a kibocsátás során kerül a megtakarítóhoz, utóbbinál már közvetítéssel, azaz másodkézből, egy olyan befektetőtől, aki korábban jutott hozzá.
- **Az ügyletek esedékessége szerint: azonnali és határidős piac**
Az azonnali vagy prompt piac jellemzője, hogy a szerződéskötéssel egyidejűleg megtörténik a teljesítés is. A határidős vagy termin piac olyan ügyletek lebonyolításának színtere, amelyeknél a szerződéskötéstől időben külön válik a teljesítés (amely valamely jövőbeli időpontban válik esedékessé). A határidős piac szereplőit gyakran az elérhető spekulációs nyereség, illetve a kockázatkezelési szándék motiválja.
- **A pénzügyi eszköz jellege alapján: értékpapírpiac**
Amely az értékpapírok adásvételének a helyszíne. Ez a piac is lehet elsődleges vagy másodlagos, azonnali vagy határidős, nyílt és zárt.

3.3 A befektetési alapok

Napjainkban a befektetési, megtakarítási formák piacán nem könnyű kiigazodni és megtalálni a számunkra legmegfelelőbb befektetési formát. A legjobb lehetőség kiválasztása nagy szakértelmet és odafigyelést kíván a befektetőtől. Ennek a bonyolult folyamatnak a megoldását kínálják a befektetési alapok, melyek kis- és nagybefektetők megtakarításait gyűjtik össze. A kisebb-nagyobb befizetéseket egyszerre, egy tömegben kezelik. Ezzel egy jó alapkezelő ki tudja használni a nagy pénztömeg jelentette előnyöket. Tehát egy-egy alapba, akár már 10 000 forintot is be lehet fizetni. A termék legnagyobb vonzereje, hogy minimális befektetett összeg mellett egy jól diverzifikált alapot kaphatunk. Egyedi befektetés esetén nem kivitelezhető egy sok száz, vagy akár ezer eszköz között megosztott portfólió.

A befektetési alap egy jogi személyiséggel rendelkező vagyontömeg, amelyet a befektetési alapkezelő a befektetők érdekében a meghirdetett befektetési elveknek megfelelően kezel. Ez tehát azt jelenti, hogy egy előre meghatározott célra összegyűjtik több befektető pénzét és az így létrejövő vagyontömeget (befektetési alap) fektetik be, az előre lefektetett elvek szerint. Az alap befektetési jegyet bocsájt ki, és ennek megvásárlásával kerül a tőke az alapba. A befektetések koncentrálsának több előnye van: a nagyobb, felhalmozott tőke könnyebben felosztható a különböző befektetési lehetőségek között, a befektetési összegek viszonylag könnyebben kezelhetők és ennek eredményeként a befektetési kockázat is jelentősen csökkenthető. Gazdasági kockázat alatt a következőket értjük: Minden gazdasági tevékenységgel együtt jár bizonytalansági tényező, amely magába foglalja a károk és veszteségek lehetőségét is. (Brüll, 1987) A befektetési alap a fejlett pénzügyi kultúrával rendelkező országokban az egyik legnépszerűbb, mind a lakossági, mind az intézményi befektetők körében. Az összegyűjtött tőkéből és elért hozamából a befektetők eredeti befektetésük arányában részesülnek.

Megkülönböztetünk hagyományos, azaz nem tőzsdén kereskedett és tőzsdén kereskedett befektetési alapokat (ETF). A legfőbb különbség abban rejlik, hogy az ETF-eknél nincs aktív befektetés kezelés, azaz az alapkezelő nem válogat a portfólió kialakítása során, nem alakítják azokat, azaz nincs szakértői hozzáadott érték. Ennek köszönhetően az alapkezelés költsége alacsonyabb lesz, viszont a tervezésnél figyelembe kell venni, hogy az ETF célja a mögöttes termék követése. Az utóbbi időben egyre nagyobb számban jelennek meg olyan ETF termékek, melyek kialakítása mögött tudatos, szakértői tevékenység van a háttérben. Ezek az úgynevezett alternatív ETF-ek, melyek nagy mértékben hasonlítanak a hagyományos abszolút hozamú befektetési alapokra. Míg a hagyományos befektetési alapokhoz bárki hozzájuthat pénzintézetekben, addig az ETF jegyeket kizárólag olyan brókercegen keresztül érhetjük el, melyek a külföldi tőzsdékkal is kapcsolatban állnak, mivel likvid ETF jegyeket jellemzően külföldi tőzsdéken találunk.

3.3.1 A befektetési alapok története és szabályozása

Az Egyesült Államokban az 1920-as évek óta működnek ilyen jellegű intézmények. Az így kezelt befektetési alapok állománya 2015-ben elérte a 71,4 milliárd USD-t.



4. ábra: A világ befektetési alapjainak alakulása 2002 és 2015 között

Forrás: The Boston Consulting Group, Portfolio

A következőkben a befektetési alapok történetéről szeretnék néhány szót ejteni. Annak ellenére, hogy a pénzügyi piac legmeghatározóbb szervezeti formái többnyire Angliában vagy az Egyesült Államokban jött létre, a befektetési alapok Hollandiában alakultak. A XVII. században I. Vilmos irányításával alakult meg az első befektetési társaság. Létrejöttének célja, hogy a kis tőkével rendelkező befektetők a diverzifikáció megvalósulásával csökkenthessék a kockázatot.

Később Angliában is megjelent ez a befektetési forma. Londonban 1868-tól jegyzik a Britain' Colonial Government Trust-ot, míg az Egyesült Államokba egy kicsit megkésve az I. Világháborút követő gazdasági fellendülés hívta világra az első alapokat. Az első zárt végű befektetési alap 1924-ben indult az USA-ban. Ugyanekkor megszületett az első nyílt végű alap is Massachusetts Investors Trust (MIT) néven. Az év végére már több mint 200 tulajdonosa volt, és eszközértéke megközelítette a 400 millió USD-t. Az 1929-es évre már több mint száz alap működött, bár ezek java részt zárt végű konstrukciók voltak. Az ebben az évben bekövetkezett gazdasági világválság természetesen a piac e területét is súlyosan érintette. A legnagyobb vesztesek a zárt végű alapok befektetői voltak. Így nem csoda, hogy a mélypont után - amire egészen 1940-ig várni kellett - inkább a nyílt végű alapokat részesítették előnyben. Ebben az évben megjelent az első garanciális háttérrel biztosító intézmény, a Investment Company Act (ICA).

Az USA-ban az 1950-es évektől megindult a fellendülés. Egyre inkább a nyílt végű alapok domináltak. Az 1940-1970 között a százszorosára nőtt, és közel 47,6 milliárd USD-t tett ki. Az olajválság hatására növekvő infláció és a volatilis részvényárfolyamok csökkentették a kockázatosabb termékek iránti keresletet. Végül az 1974-re megjelent új konstrukció, a pénzpiaci alapok hatalmas sikert értek el, és eszközértéke 1985-re megközelítette a 250 milliárd USD. A megnövekedett igények következtében egyre bővült a termékválaszték. Megjelentek az első helyhatósági kötvény-, opciós alapok, az úgynevezett Ginnie Mae-(jelzálog) alapok, majd nagy sikert értek el a fedezeti és iparági alapok.

Ez a befektetési lehetőség Európában is teret hódított, amely megteremtette a szabályozási közösséget is. Az Európai Tanács 1985-ös és 1988-as direktívája foglalkozott először a kérdéssel. Az ilyen szabályok alapján működő – mára uniós – konstrukciókat UCITS-alapoknak nevezik.

Ma Magyarországon a befektetési alapokat a 2001. évi CXX. Tőkepiaci törvény szabályozza. A következőkben a magyar szabályozást és gyakorlatot ismertetem.

A befektetési alap olyan szervezet – Magyarországon jogi személy, Amerikában befektetési társaság -, amely összegyűjti a befektetők pénzét egy adott, az alap által meghatározott befektetési cél megvalósítása érdekében. Befektetése során részvényeket, vállalati és államkötvényeket és értékpapírokat vásárolhat, határidős ügyletet köthet, vagy akár nemesfémet vagy ingatlanokat is vásárolhat, amennyiben ezt befektetési politikája megengedi. Az alap természetesen készpénz jellegű eszközöket is tarthat átmeneti likviditási tartalékként, vagy abból a célból, hogy egy hirtelen adódó befektetés előtt ne kelljen likvidálni valamely más befektetést. Az alap értéke a benne lévő eszközök értékének változásával együtt változik. Tehát, ha nő az alapon lévő értékpapírok vagy eszközök értéke, azzal együtt nő az alapot megtestesítő befektetési jegyek értéke is. A magyar szabályozás szerint az alap arányos részét a befektetési jegyek testesítik meg, azaz a befektetők a befektetési jegy megvásárlásával vállnak tulajdonossá. Külföldön az alapok befektetési társaságok formájában jönnek létre, a befektető részvényeket vásárol és így csatlakozik az alaphoz. A befektető olyan arányban tulajdonosa a befektetési alapnak, amilyen arányban az általa megvásárolt befektetési jegyek névértéke aránylik az alap össz-névértékéhez. A befektetési politika tartalmazza, hogy mit tekint az alap elérendő célnak a hozamok terén. Ezt referenciahozamnak, vagy benchmarknak hívják, és egy vagy több részvény-, kötvény-, illetve egyéb pénzpiacokat leképző index teljesítményét jelenti.

Az indexkövető alapok kifejezetten arra törekszenek, hogy pontosan a kitűzött benchmarkhozamot nyújtsák befektetőiknek, míg az aktívan kezelt alapok célja ezzel szemben, hogy legalább a referenciaindex hozamát elérje, de lehetőség szerint túlszárnyalja úgy, hogy mindig egy kicsit módosítja az alap befektetéseit az indexhez képest. Ha egy alap például magyar részvényekbe fektet, akkor referenciaként a BUX indexet jelöli meg, azaz a benchmarkja a BUX index lesz. A hazai kötvényekbe fektető alapok pedig általában a - magyar állam kötvények alakulását jelző - MAX kötvényindexek közül választják ki a megfelelő referenciaindexet.

3. táblázat: Jellemző benchmarkok a befektetési alapoknál

Piacok	Benchmark neve
Hosszú lejáratú állampapírok	MAX
Rövid lejáratú állampapírok	RMAX
Diszkont-kincstárjegyek	ZMAX
Magyar részvény	BUX
Magyar részvény kis és közepes papírok	BUMIX
Németország részvény	DAX
USA technológiai papírok	Nasdaq
USA 500 legnagyobb társaság papírjai	S&P500
Japán részvény	Nikkei

Forrás: Internetes forrás, saját szerkesztés

3.3.2 A befektetési alapok előnyei és hátrányai

A befektetési alapok az utóbbi évtizedekben világszerte hatalmas fejlődésen mentek keresztül, gyakorlatilag minden fejlett országban népszerű és széles körben alkalmazott pénzügyi terméké váltak. Habár történetük Magyarországon még csak alig több mint 10 évre terjed ki, fejlődésük hazánkban is látványos volt, mára a lakossági megtakarításokon belül 10%-os arányt mondhatnak magunkénak. Sikerüket egyértelműen azoknak az előnyöknek köszönhetik, amelyekkel az alapok rendelkeznek az egyéb befektetési lehetőségekkel összehasonlítva.

A befektetési alap igen egyszerű és kényelmes konstrukció a befektető számára, és egyidejűleg számos előnnyel jár. A nyílt végű alapok magas likviditása, az alacsony költségek, a kedvező hozamok, a tetszőlegesen befektethető összegek lehetősége mind növelte az alapok népszerűségét. (Somi, 2007)

Méretgazdaságosság, költséghatékonyság: Nyilvánvaló, hogy egy adott méret alatt nem igazán éri meg közvetlenül értékpapírba fektetni. Ennek oka az, hogy az egyszeri befektetések relatív költsége lényegesen magasabb. A befektetések összpontosítása a relatív költségek mérséklésével igen jelentős hozamnövelő tényező.

Kockázatok megosztása (diverzifikáció), kedvező hozam: A befektetések különböző eszközök közötti megosztásával a kockázat hatékonyan csökkenthető, ezzel párhuzamosan ugyanakkor nem csökken a várható átlagos hozam. Gyakorlati tapasztalatok mutatják, hogy minél több eszközből állítunk össze egy portfoliót, az ebből fakadó kockázatcsökkenés annál nagyobb lesz. Ilyen szintű kockázatmegosztásra ugyanakkor az egyes befektetők nem képesek, ezt az előnyt a befektetési alapokon keresztül tudják csak elérni. A portfolió diverzifikáltsága és a minél nagyobb likviditás az, ami leginkább vonzóvá teszi a befektetési intézményeket. (Szepesi, 2009/b)

Likviditás és rugalmasság: A nyíltvégű befektetési alapok egyik behozhatatlan előnye minden más megtakarítási formával szemben az egyedülálló likviditás, azaz a befektetők minimális költséggel, rugalmasan tudják változtatni a befektetésük nagyságát.

Szakértelem: Az értékpapírpiacon jelenlegi fejlettségi szintje mellett a befektetésekhez szükség van megfelelő szakértelemre, ezt viszont csak megfelelő szakemberek tudják nyújtani. Jellemző, hogy egy-egy alapkezelőn belül az egyes részpiacokkal is különböző, erre specializálódott portfóliómenedzserek foglalkoznak.

Nyilvánosság, információk: Az alapok esetében van a legszélesebb körű információszolgáltatás a befektetők felé a különböző jelentéseken, tájékoztatókon keresztül. Ezáltal az alapok a befektetők számára a legátláthatóbb kollektív befektetési formának tekinthetők.

Biztonság, intézményi garanciák: A befektetési alapokra, alapkezelőkre szigorú törvényi szabályozás vonatkozik, melyet tovább erősít, hogy mind az alapok, mind az alapkezelők működése az egyéb pénzügyi intézményekkel összehasonlítva sokkal áttekinthetőbb és ellenőrizhetőbb. A befektetések biztonságát az alapok esetében egyedülálló, szigorúan szabályozott intézményrendszer garantálja, amelyet a 2008-as gazdasági világválság hatására tovább szigorítottak. Ennek lényege, hogy az egyes főbb feladatok különböző intézmények között vannak megosztva, - amelyek ezáltal egymást is folyamatosan ellenőrzik – ezzel még magasabb biztonsági színvonalat nyújtva. Törvényi előírás, hogy a tőke több különböző értékpapírba kerüljön befektetésre a kockázatok megosztása érdekében. (Somi, 2007)

A befektetési alapok előnyei mellett mindenképp beszélni kell azok hátrányáról is. Mivel a befektetési jegyhez semmiféle irányítói jogkör nem kapcsolódik, így a befektetési jegyek

tulajdonosainak nincs beleszólásuk abba, hogy mit vásároljanak a pénzükön. Csakis az alapkezelő döntésén múlik, hogy mi kerül az adott alap portfóliójába, illetve mikor és mennyiért veszi, vagy adja el azt. Természetesen az alap kezelője megfelelő szaktudással és tapasztalattal rendelkezik ahhoz, hogy a lehető legjobb módon kezelje azt. Emellett ott a szigorú szabályozási rendszer is, amely megfelelő háttérrel biztosít a tevékenység szakszerű végzéséhez. Legnagyobb hátránya az alapok jövőbeni hozamainak előrejelzése, melyre nem lehet garanciát vállalni. Egyetlen lehetőség az alapok múltbéli teljesítménye alapján készített becslések elemzése. Az azonos befektetési politikát követő, azonos alapkategóriába sorolható alapok összehasonlítására legegyszerűbb módszer, különböző időintervallumokat kiválasztani és megnézni, hogy ezen időszakok alatt hogyan változott az alapoknál az egy jegyre jutó nettó eszközérték. A befektetők is ezt a számot fogják megnézni, sőt hajlamosak lesznek ez alapján meghozni későbbi választási döntéseiket. (Bakonyi – Décsy – Lauf – Tasnádi, 2004)

3.3.3 A befektetési alapok csoportosítása

A befektetési alapokat többféle szempont szerint csoportosíthatjuk.

A befektetési kör szerint:

- **Nyilvános kibocsátású alap:** Az értékpapír korlátozás nélkül forgalomképes, azaz bárki vásárolhat belőle.
- **Zártkörű kibocsátási alap:** Az alapra kibocsátott befektetési jegyeket csak a tájékoztatóban meghatározott befektetői kör vásárolhatja meg, és ők csak egymás között adhatják-vehetik az értékpapírt, amely így korlátozottan forgalomképes.

Időtartamuk alapján:

- **Nyílt végű alapok** (kötvényalap, részvényalap, pénzpiaci alap, vegyes alap, speciális alap): Az alapok tőkéjének nagysága előre nem meghatározott, hanem a befektetői igényekre reagálva folyamatosan változik, az újonnan kibocsátott befektetési jegyek értékével nő az alap, a visszaváltott jegyek értékével pedig csökken. Ennek hatására a forgalomban lévő befektetési jegyek száma minden forgalmazási napon változhat. Ennek az alapfajtának az előnye, hogy nagyon likvid, hisz a forgalmazó bármelyik forgalmazási napon eladja, illetve visszaváltja a befektetési jegyeket az alap egy jegyre jutó nettó eszközértékén.
- **Zárt végű alapok:** Ez a fajta alap kibocsátási eljárás során előre meghatározott számú befektetési jegyet bocsát ki, amelyek száma később sem változik. Ebből következik, hogy nem bocsátanak ki újabb jegyeket, illetve a kibocsátott jegyeket sem váltják vissza a futamidő lejártáig. Ez alatt az idő alatt a befektetési jegyeiktől úgy lehet „megszabadulni” illetve hozzájutni, hogy azt más befektetőnek eladjuk, vagy megvesszük tőle. Annak érdekében, hogy a kereslet és kínálat könnyebben rátaláljon egymásra, az alap jegyeinek kereskedését megpróbálják a nyilvános piacon koncentrálni, azaz az ilyen típusú befektetési alapokat be kell vezetni a tőzsdére. Mivel a befektetési jegy árát az aktuális kereslet és kínálat határozza meg, értéke lehet magasabb vagy alacsonyabb, mint az adott napon érvényes egy jegyre jutó nettó eszközérték.

A befektetés irány, jellege szerint:

- **Ingyatlanbefektetési alap:** Az ingatlanalap saját tőkéje ingatlanba, fejlesztés alatt álló ingatlanba, bankbetétbe illetve legfeljebb 1 éves futamidejű állampapírba fektethető. Az alap által kötött ingatlan adás-vételi szerződés csak akkor érvényes, ha azt kötelezően megbízandó letétkezelő ellenjegyzzi. Az ingatlanalap-kezelőnek független ingatlanértékelő szervezetet kell megbízni ingatlanai rendszeres értékelésével (a kész ingatlanok értékét legalább háromhavonta, az építés alatt álló kéthavonta kell megállapítania). Az ingatlanértékelő szervezetnek azt is ellenőriznie kell, hogy az ingatlanok tehermentesek-e.

- **Értékpapír-befektetési alap:** Olyan nyilvánosan kibocsátott vagy forgalomba hozott értékpapírokba fekteti összegyűjtött tőkéjét, amely a nettó eszközérték megállapítására alkalmas árfolyammal rendelkezik. (Ide sorolandók a részvényalapok, kötvényalapok, pénzügyi alapok és a vegyes alapok.) Az értékpapírok nettó eszközértékét az alap tulajdonában lévő értékpapírok előző napi árfolyamának, valamint likvid eszközei értékének alapulvételével számítják ki. A nettó eszközértéket a letétkezelő állapítja meg, közzétételéről pedig az alapkezelő gondoskodik. Megállapítása és közzététele lehetőséget ad arra, hogy az alap tulajdonosai folyamatosan nyomon kövessék az alap teljesítményét, és így közvetett módon kontrollálják annak működését.

Az értékpapír eredete szerint:

- **Belföldi alapok:** Kizárólag magyarországi vállalatok papírjait vásárolja.
- **Külföldi alapok:** Kizárólag külföldön fekteti be tőkéjét.
- **Deviza alapok:** Mind hazai, mind külföldi vállalatok papírjai megtalálhatóak portfóliójukban. Azon befektetőknek ajánlott ez a lehetőség, akik bizonytalannak tartják a magyar gazdasági helyzetet vagy számítanak a forint jelentős gyengülésére és emiatt a magyar gazdaságtól független befektetési lehetőséget keresnek. Azok számára is ideális lehetőség, akik pénzüik hosszú távú vásárlóértékét devizában kívánják megőrizni.

A jövedelem szétosztása szerint:

- **Jövedelmet rendszeresen felosztó:** Kezelési szabályzatukban az alapok pontosan rögzítik, hogy milyen időközönként, mikor és hol fizetik ki a többletjövedelmet.
- **Jövedelmet automatikusan újra befektető:** Az alapok nem fizetnek hozamot az alap tőkenövekménye terhére, a keletkező jövedelmet mindig újra befektetik egészen az alap esetleges megszűnéséig. A keletkezett jövedelmet a befektetési jegy visszaváltása révén kapja meg a befektető és nyeresége a vásárlási, valamint a visszaváltási ár (az alap működési költségeivel csökkentett) különbsége. (Bakonyi – Décsy – Lauf – Tasnádi, 2004)

A földrajzi kitérttség szerint:

- hazai
- Közép-Kelet-Európa
- feltörekvő Európa
- egyéb feltörekvő
- fejlett
- globális

Az alapok kategorizálásának egy legfontosabb szempontja az alapok tényleges eszközösszetétele, ezen belül is az elsődleges besorolási szempont a fix, kalkulálható jövedelmet biztosító (kötvényjellegű) eszközök, illetve a részvény-típusú és egyéb (ingatlan, árupiaci, stb.) (előre nem kalkulálható jövedelmet biztosító) eszközök portfólióbéli aránya. Egyes, speciális alapokat külön kategóriába lehet sorolni. Az ezek alapján megállapított kategóriákon belül az adott alap neve mellett fel kell tüntetni a portfólió meghatározó devizális, földrajzi és egyéb kitérttségét.

Azon alapok, ahol a tőkeáttétel mértéke nem haladja meg a 30%-ot, a hagyományos alapok közé sorolandó, de az egyéb kitérttségnél a tőkeáttétel meglétét jelölni kell. Azon alapok, ahol a tőkeáttétel 30%-nál nagyobb, a speciális alapok közé sorolódnak.

Az alapok elnevezése nem tartalmazhat utalást olyan kategóriára, amelybe az alap nem tartozik. Az egyes alapokat a **portfóliójuk eszközösszetételének megfelelően** az alábbi kategóriákba kell sorolni.

4. táblázat: A BAMOSZ szabályzata a befektetési alapok kategorizálására

Hagyományos alapok		
Pénzpiaci alapok	Likviditási/rövid lejáratú pénzügyi alapok	A portfolióban lévő eszközök súlyozott átlagos hátralévő futamideje a 60 napot, az eszközök súlyozott átlagos hátralévő élettartama a 120 napot nem haladhatja meg. Emellett az egyes értékpapírok hátralévő futamideje legfeljebb 397 nap lehet. Ezen belül „rövid lejáratú pénzügyi alapnak” minősíthetők azon alapok, melyek megfelelnek az MNB pénzügyi alapokról szóló (EU) 2017/1131. számú rendeletben foglalt egyéb feltételeknek.
	Pénzpiaci alapok	A portfolióban lévő eszközök súlyozott átlagos hátralévő futamideje a 6 hónapot, az eszközök súlyozott átlagos hátralévő élettartama a 12 hónapot nem haladhatja meg. Emellett az egyes értékpapírok hátralévő futamideje legfeljebb 2 év, a legközelebbi kamat-meghatározási időpontig legfeljebb 397 nap lehet.
Kötvényalapok	Rövid kötvényalapok	A portfolióban lévő eszközök átlagos hátralévő futamideje 6 hónap és 3 év közötti.
	Hosszú kötvényalapok	A portfolióban lévő eszközök átlagos hátralévő futamideje meghaladja a 3 évet.
	Szabad futamidejű kötvényalapok	Olyan alapok, amelyek nem ragaszkodnak egy előre meghatározott durációs limítethez.
Vegeyes alapok	Kötvénytúlsúlyos (vagy Óvatos) vegyes alapok	A portfolióban lévő nem kötvény típusú eszközök aránya nem haladja meg a 35%-ot. A nem részvény típusú eszközök kategóriánként (pl. ingatlan-típusú, árupiaci típusú, stb.) legfeljebb 20 %-ot tehetnek ki – ebből a szempontból a befektetési jegyek teljes egészében a kategóriának megfelelő kitettséget jelentenek, függetlenül az alap feltöltöttségétől.
	Kiegyensúlyozott vegyes alapok	A portfolióban lévő nem kötvény típusú eszközök aránya 35-65%. A nem részvény típusú eszközök kategóriánként (pl. ingatlan-típusú, árupiaci típusú, stb.) legfeljebb 40 %-ot tehetnek ki – ebből a szempontból a befektetési jegyek teljes egészében a kategóriának megfelelő kitettséget jelentenek, függetlenül az alap feltöltöttségétől.
	Dinamikus vegyes alapok	A portfolióban lévő nem kötvény típusú eszközök aránya meghaladja a 65%-ot. A nem részvény típusú eszközök kategóriánként (pl. ingatlan-típusú, árupiaci típusú, stb.) legfeljebb 40 %-ot tehetnek ki – ebből a szempontból a befektetési jegyek teljes egészében a kategóriának megfelelő kitettséget jelentenek, függetlenül az alap feltöltöttségétől.
Részvényalapok		A portfolióban lévő részvény-típusú eszközök aránya meghaladja a 80%-ot.
Speciális alapok		
Árupiaci alapok		Azon alapok, amelyek legalább 50%-ban árupiaci kitettséget jelenítenek meg (ami lehet alapokon vagy származékos ügyleteken keresztül).
Abszolút hozamú alapok		Azon alapok, amelyek tőkepiaci környezettől függetlenül pozitív hozam elérésére törekednek, és kiinduló pontként a kockázatmentes hozam meghaladását tekintik.
Tőkevédett alapok		Hozamot, illetve tőkemegővást ígérő, garantáló alapok.
Származtatott alapok		Azon származtatott ügyletekbe fektető alapok, amelyek nem tartoznak a fenti alapok közé.
Ingatlanalapok	Közvetlen ingatlanokba fektető alapok	Azon alapok, amelyek az ingatlankitettséget közvetlen ingatlanok tartásával valósítják meg.
	Közvetett ingatlanokba fektető alapok	Azon alapok, amelyek a 40 %-ot meghaladó ingatlankitettséget közvetett módon (alapokon, ingatlanrészvényeken, stb.) keresztül valósítják meg.

Forrás: BAMOSZ, saját szerkesztés

3.3.4 A nyílt végű befektetési alap bemutatása

A következőkben egy a magyar befektetési piacon működő befektetési alapkezelő által forgalmazott Pénzpiaci Nyilvános Nyíltvégű Befektetési Alapot szeretnék ismertetni. Bemutatom azt, hogy milyen gazdasági folyamatok formálták az alap helyzetét a piacon.

A termék, amely 2008. augusztus 11-én jelent meg a piacon az alacsony kockázatú befektetések közé tartozik. Célja, hogy kiszámítható árfolyam-alakulású, rugalmas, bármely forgalmazási napon visszaváltható befektetési formát biztosítson, mely magas likviditású, és alacsony

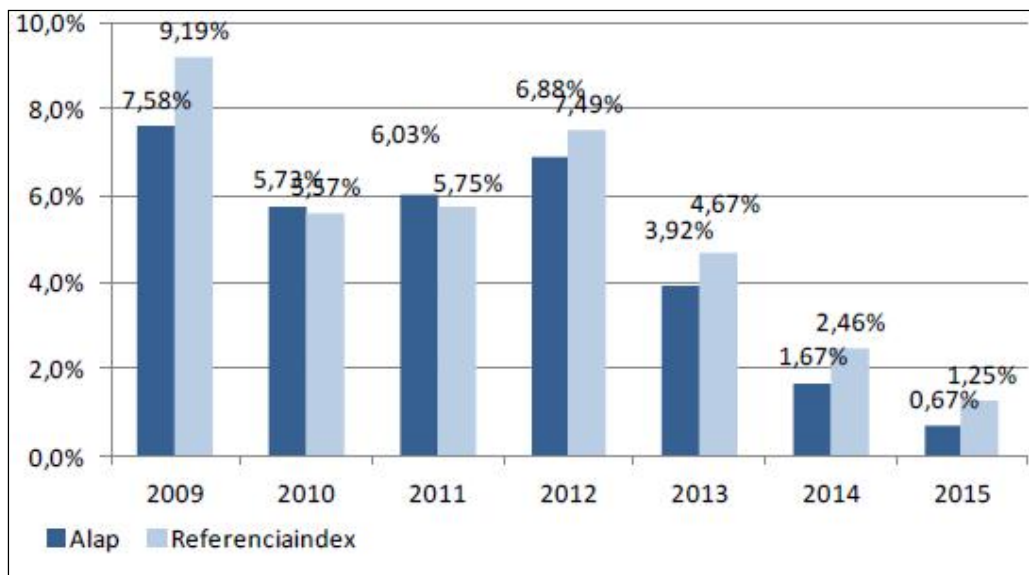
kockázatú rövid lejáratú eszközök segítségével lehetővé teszi az átmenetileg felszabaduló pénzeszközök tetszőleges időtartamú, versenyképes hozamú befektetését. Az alap alapkezelője az egyes befektetők összegyűjtött befektetéseit, az intézményi nagybefektetők számára elérhető kedvező kondíciók mellett, egyszerű, de szigorú szabályok alapján fekteti be a lehető legnagyobb biztonságot nyújtó eszközökbe (rövid lejáratú állampapírok, bankbetétek). Az Alapkezelő a forgalmazók által összegyűjtött pénzeszközöket állampapírokba, diszkontkincstárjegyekbe, jelzáloglevelekbe, vállalati kötvényekbe, kollektív befektetési értékpapírokba, Magyar Nemzeti Bank által kibocsátott kötvényekbe, és banki betétekbe fekteti. Az alap portfóliójának átlagos hátralévő futamideje nem haladhatja meg az 1 évet.

5. táblázat: A portfólió megengedett eszközcsoportjai

Megengedett eszközcsoportok megnevezése	Min. súlya	Max. súlya	Célsúlya
Bankbetét, folyószámla	0,00%	100,00%	50,00%
Állampapírok	0,00%	100,00%	50,00%
Vállalati kötvények, jelzáloglevelek, repó ügyletek	0,00%	20,00%	0,00%
Deviza	0,00%	20,00%	0,00%
Kollektív befektetési értékpapírok	0,00%	10,00%	0,00%

Forrás: Allianz Alapkezelő Zrt. hivatalos honlapja, saját szerkesztés

A következőkben bemutatom, hogy milyen tényezők hatottak az alap befektetési politikájára az elmúlt 2009 és 2015 között. Az Alap befektetési politikájának megfelelően nagyon rövid lejáratú pénzügyi termékekben így bankbetétekben és magyar diszkontkincstárjegyekben tartja befektetési eszközeit, így a jegybank monetáris politikája nagyban meghatározza a jövőbeni hozamok alakulását.



5. ábra: A Pénzügyi Nyilvános Nyíltvégű BA múltbéli hozamteljesítménye (HUF)

Forrás: Allianz Alapkezelő Zrt.

2008-ban elérte országunkat a válság szele. A befektetők az egyre alacsonyabb kockázatú befektetési lehetőségeket keresték. Az év második felében a hozamok emelkedni kezdtek mind a bankközi, mind az állampapírpiacra. A globális hangulat nagymértékben leromlott, a likviditási helyzet kritikussá vált, és ahogy már említettem a FED közvetlen tőkeinjekcióra kényszerült az amerikai pénzügyi piac. A befektetői magatartás az egyre kisebb kockázatvállalás irányába hajtott az eszközöket, így a gazdaság ismét a tönk szélére került: a bankok már egymásnak sem hiteleztek, a pénzügyi piac teljesen kiszáradt. A pénzügyi válság terjedése jóval nagyobb ütemű volt,

mint ahogy azt korábban sejteni lehetett, és a folyamatot a forint gyors és meglepően erőteljes értékvesztése kísérte. A piaci folyamatokból látszott, hogy a rövidebb lejáratú diszkontkincstárjegyek esetében a forintgyengülés kezdetével a jegyzések feljebb kúsztak. Az októberi sokk-szerű kamatemelés előtt a pénzpiacon érdekes helyzet alakult ki, mivel a nominális és az effektív kamatszint élesen elvált egymástól. Decemberben a recessziós félelem csökkentése érdekében mind az európai, mind az angol központi bank csökkentette irányadó kamatszintjét, ezzel teret engedve az MNB-nek a kamatszint további csökkentése érdekében.

2009 során a globális befektetői hangulat javulást mutatott. A befektetői bizalom úgy tűnt visszatér. A termelő szektor mutatószámai azonban azt mutatták, hogy a korábban nem látott korrekció csak a likviditásbőség következménye. A rendkívül kedvező körülmények ellenére a világ gazdaságai nem álltak talpra. A hitelezési tevékenység nem bővült, a munkahelyek száma tovább csökkent. A megtakarítási hajlam ugyan emelkedést mutatott, azonban a fogyasztás jelentős mértékben visszaesett. Csak az év utolsó hónapjában mutatkoztak biztató jelek. A német export éledezni kezdett az erősödő kínai kereslet miatt. Hazánk bruttó nemzeti összterméke éves szinten 6,3%-os csökkenést mutatott. A rendkívül alacsony adat, a hazai ipari termelés összeomlásának következménye.

2010-ben kiemelt kérdés volt a bankrendszer stabilitása. Mivel a CHF/HUF árfolyam további gyengülése kritikus szint alá vihette a teljes hazai bankrendszer tőke megfelelési mutatóját. Ezt a folyamatot tovább súlyosbította a bankokra kirótt különadó is.

Alacsony növekedési ütem mellett vészelt át a gazdaság a 2011-es évet. Az eredetileg tervezett növekedési ütem elmaradt. A fogyasztás gyenge volt, a kiskereskedelmi forgalom szinte nulla körül mozgott, nominális szintje meg sem közelítette a válság előtti értékeket. Egyedül az export volt az, amely kiemelkedően teljesített.

2012-ben jelentős mértékű „menetnek” lehettünk tanúi a rövid kötvények és diszkontkincstárjegyek piacán. A 3 hónapos benchmark hozam az év eleji 7,5%-ról december végére 5,33%-ig csökkent, elsősorban a megnövekedett globális likviditás, javuló befektetői megítélésünk – melyet tovább erősített a 2012-ben is 3% alatt tartott költségvetési hiány - és a megkezdett jegybanki kamatcsökkentés miatt. 2012 augusztusában a Monetáris Tanács kamatcsökkentési periódust kezdett. Év végére 5,75%-ig csökkent az alapkamat. Az enyhítést a következő indokokkal támasztották alá: gyenge növekedés és alacsony fogyasztás oldali inflációs nyomás.

2013-ban a 3 hónapos benchmark hozam tovább csökkent, 5,35%-ról december végére 2,86%-ig. A 2012 augusztusában megkezdett kamatcsökkentési periódus egész 2013-ban folytatódott. Év végére 3,00%-ig csökkent az alapkamat.

2014 év közepére a kamatemelés megindulására lehetett számítani. Ez pedig növekvő hozamokat eredményezhetett volna a rövidpapíroknál. A 2013 év végi alacsony hiányszám alapján esélyes lehetett egy felminősítés is 2014 során, ezt a döntést befolyásolta az első hónapok hiányszámai, gazdasági növekedésünk alakulása, a devizahiteles mentőcsomag és a tavaszi választások.

Végül a várakozásokkal ellentétben, 2014-ben jelentős hozamesésnek lehettünk tanúi a rövid kötvények és diszkontkincstárjegyek piacán. A 3 hónapos benchmark hozam az év eleji 2,85%-ról december végére 1,43%-ig csökkent. A rövid instrumentumok hozama elsősorban a nagy jegybankok lazító intézkedései, itthon pedig a kéthetes MNB betét megszüntetése miatt piacra áramló extra likviditás, illetve a júliusig folytatódó kamatcsökkentések miatt került alacsony szintre. Mivel a rövid papírok hozamai az alapkamat szintje alá kerültek, így a folyamat megállni látszott.

2015-ben azonban további, nagymértékű hozamesésnek lehettünk tanúi a rövid kötvények és diszkontkincstárjegyek piacán. A 3 hónapos benchmark hozam az év eleji 1,65%-ról december végére 0,8%-ig csökkent. Ezek alapján már egyértelművé vált, hogy ilyen hozamszint mellett a pénzügyi piac befellegzett. Az ezáltal felszabaduló likviditás nagyobb része az új három hónapos jegybanki eszközbe áramlott, de még így is több százmilliárdnyi keresletet sikerült az állampapírok felé terelni, amely ezzel az egyik legnépszerűbb befektetési terméké avanszálódott.

3.3.5 A befektetési alapok intézményi háttere

A 2014. március 15. napján hatályba lépett a kollektív befektetési formákról és kezelőikről, valamint az egyes pénzügyi tárgyú törvények módosításáról szóló 2014. évi XVI. törvény (Kbftv.), amely a befektetési alapkezelők működését, tevékenységét változatlanul előzetesen MNB engedélyhez köti, azonban jelentő változás, hogy az új törvény – követve a releváns uniós jogszabályi változásokat – megkülönböztet két befektetési alapkezelői formát: ÁÉKBV-alapkezelőket és az alternatív befektetési alapkezelőket (ABAK). Ezeket együttesen alapkezelőként nevesíti a Kbftv. (MNB, 2015)

„ABA: alternatív befektetési alapkezelő, azaz rendszeres gazdasági tevékenységként egy vagy több ABA-t kezelő befektetési alapkezelő. Minden olyan befektetési forma, amely nem minősül ÁÉKBV befektetési formának.” (MNB,2015)

„ÁÉKBV:

- Olyan nyilvános nyílt végű befektetési alap, amely megfelel az e törvény felhatalmazása alapján kiadott, kollektív befektetési formák befektetési és hitelfelvételi szabályairól szóló 78/2014. (III. 14.) kormányrendelet ÁÉKBV-kre vonatkozó előírásainak, vagy
- Olyan nyilvános nyílt végű kollektív befektetési forma, amely az ÁÉKBV-irányelv szabályainak más EGT-állam jogrendszerében történő átvétele alapján jött létre.” (MNB,2015)

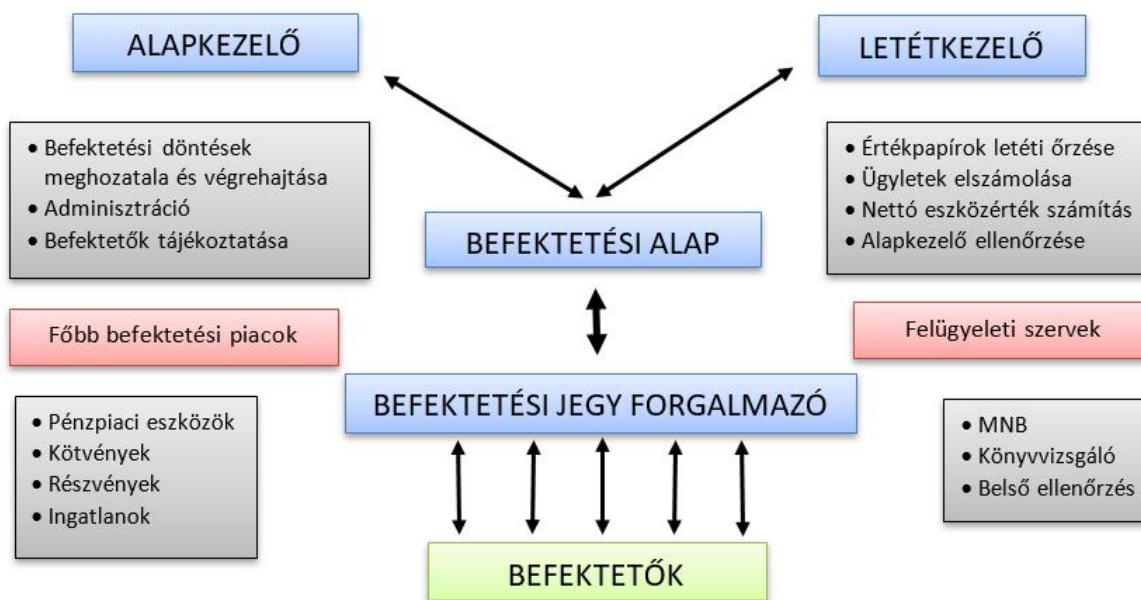
A befektetési alapok működtetéséhez kapcsolódó legfontosabb szervezetek az alapkezelő, letétkezelő és forgalmazó. Ezen kívül a könyvvizsgálónak, a felügyeletnek, az ingatlanértékelőnek és a tanácsadónak kiemelt szerepe van. Összefogó érdekképviseleti szervként lényeges megemlítenünk a BAMOSZ-t, azaz a Befektetési Alapkezelők és Vagyonkezelők Magyarországi Szövetségét.

A befektetési szolgáltatások azok a törvényben meghatározott tevékenységek, amelyek befektetési eszközök adásvételére, kezelésére, és a velük kapcsolatos más műveletekre irányul. (Sóvágó, 2006)

Az **alapkezelő társaság** feladata az alap létrehozatala, a befektetési döntések meghozatala, végrehajtása és adminisztrálása, továbbá a befektetők tájékoztatása. Fontos, biztonságot növelő szabály, hogy az alapkezelő az alap számára értékpapírszámlát nem vezethet, így közvetlenül nem rendelkezhet az alap eszközei felett, e feladat a letétkezelő bankra hárul.

A letétkezelő bank legfontosabb feladata az alap eszközeinek őrzése, az értékpapírügyletek technikai lebonyolítása, az alap nettó eszközértékének megállapítása és közzététele. Feladatainak ellátásával egyúttal ellenőrzi is az alapkezelő tevékenységét.

A **forgalmazók** feladata a befektetési jegyek forgalmazása, a befektetők információkkal, tájékoztatókkal való ellátása. A **könyvvizsgáló** gondoskodik az alap éves beszámolójának auditálásáról, nyilvántartásainak ellenőrzéséről. A **felügyelet** engedélyezi az alapok létrehozatalát, folyamatosan ellenőrzi az alapkezelő és a letétkezelő tevékenységét. Az **ingatlanértékelő** feladata az ingatlanalapok tulajdonában lévő ingatlanok értékének megállapítása. Az alapkezelő a befektetési alap portfoliójának kialakításához egyéb **tanácsadókat** is igénybe vehet. A tanácsadókat szintén be kell mutatni az alap tájékoztatójában. A következő ábra befektetési alapok intézményi háttérének felépítését foglalja össze.



6. ábra: A befektetési alapok intézményi háttere

Forrás: internetes forrás, saját szerkesztés

3.4 Vállalati befektetések

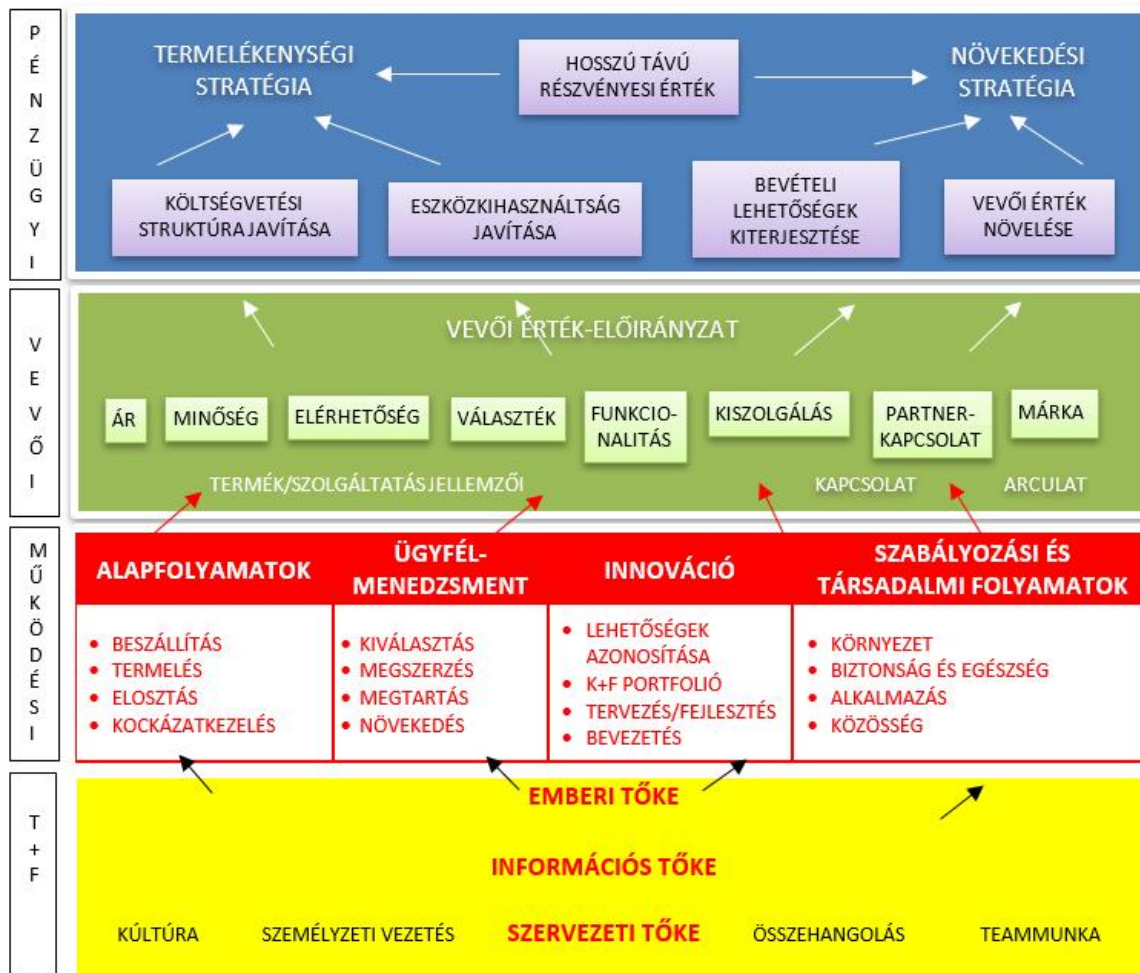
A befektetők két nagy csoportja különböztethető meg: az egyéni és az intézményi beruházóké. Az utóbbiak sorába tartoznak a befektetési bankok, a nyugdíjalapok, a biztosítótársaságok és a viszontbefektetési alapok. Az intézményi befektetők abszolút jelentősége és relatív súlya az utóbbi évtizedekben jelentősen megnövekedett. Az intézményi befektetők kettős kapcsolatban vannak az egyéni befektetőkkel. Egyik oldalról az egyéni befektetők közvetett hasznélvezői az intézményi befektetők tranzakcióinak, hiszen birtokolják azok portfólióit, s profitálnak azokból. Másrészt a mindennapi befektetési gyakorlatban az egyéni befektetők „versenyeznek” az intézményi befektetőkkel abban az értelemben, hogy mindketten értékpapírok portfólióit menedzselik, s az értékpapírok adásvételével jól akarnak járni. (Bélyácz, 2007)

Egy vállalat legfontosabb törekvése, az értékének növekedése. Ennek megvalósításához két, tágra megfogalmazott kérdéssel szembesül: Milyen beruházásokat (befektetéseket) valósítson meg? Milyen módon finanszírozza ezeket a beruházásokat? Az első kérdés a források elköltésére, míg a második a források megszerzésére vonatkozik. (Brealey - Mayers, 2005)

3.4.1 Intézményi befektetők, befektetési politikájuk és teljesítményük

Ahogy minden vállalat életében, úgy az intézményi befektetőknél is kiemelt fontosságú az, hogy milyen a megítélésük. Ugye senki nem fektetné be a pénzét egy megbízhatatlan társaságnál? Emiatt és persze a cég hosszú távú és hatékony működéséhez nagyon fontos a teljesítménymérés, valamely tevékenység eredményességének és gazdaságosságának mérési folyamata. (Neely – Gregory – Platts, 1995) Célja, hogy a vállalat működésével kapcsolatos döntéseket, cselekvéseket támogassa megfelelő tartalmú adatok összegyűjtésével, feldolgozásával, elemzésével és értelmezésével. Egyrészt a múltbeli döntések hatékonyságát és eredményességét számszerűsíti. Az eredményesség a célok elérését, míg a gazdaságosság a célok eléréséhez kapcsolódó erőforrás-felhasználás minőségét fejezi ki. Másrészt előre vetítheti a vállalat jövőbeni teljesítményének alakulását is, támogatva ezáltal a vállalat vezetését a stratégia minél hatékonyabb megvalósításában. A teljesítménymérés tehát nemcsak döntéstámogató eszköz, hanem a döntéshozatali rendszer minden szintjének befolyásoló eleme is egyben, amely hatással van az érintettek cselekvéseire. Veszélye és fontossága abban rejlik, hogy a nem megfelelő működése (a nem megfelelő mérce alkalmazása) a vállalat céljaival ellentétes működést eredményezhet. (Wimmer, 2004)

A pénzügyi mutatók önmagukban nem alkalmasak arra, hogy irányítsák a szervezetet, hiszen az intenzív verseny és a gyorsan változó környezet a visszatekintő, pénzügyi jellegű mutatókat már a felhasználásuk pillanatában elavulttá teszi. (Imre, 2004) Ezért célszerű, sőt szükséges a teljeskörűsre törekvő irányítási rendszer kialakítása. A helyes számvetési politika feltétele a vállalkozás teljes áttekintő ismerete. (Malasics, 2002; Francsovcics, 2009) A számvetési politika biztosítja azon szabályok végrehajtását, melyek során alakítható a vállalkozás bemutatás információs rendszere. Ennek végeredményében a beszámolón keresztül megbízható és valós képet kell mutatni a vállalkozás vagyoni, pénzügyi és jövedelmi helyzetéről, annak változásáról. (Adroján, 2002; Bíró - Pucsek – Sztanó, 2010) A felmérési eredmények is igazolják, hogy azok a vállalkozások, melyek figyelembe vettek nem pénzügyi teljesítménymutatókat és ezek összefüggéseit kimutatták pénzügyi eredményességükkel, sikeresebben teljesítettek a piaci versenyben. (Ittner - Larcker, 2004) A vállalati stratégia kialakítása lépésekben történik, számszerű 8 lépcsőfoka van (Antal - Mocos - Balaton – Drótos - Tari, 2004). Ezzel egy időben került kialakításra a teljesítmény mérésére alkalmas rendszer. Az egyik legátfogóbb ezek közül a BSC (Balaced Scorecard), amely a szervezet stratégiáját helyezi a folyamatok középpontjába (Wimmer, 2004). A BSC rendszer biztosítja a vállalat vezetése számára, hogy a stratégia megvalósulása ellenőrizhető és befolyásolható, kibernetikai fogalmakkal élve megfigyelhető és irányítható legyen. Célja, hogy felszámolja a stratégia megvalósulásának fő akadályait (Kaptan - Norton, 2000). A BSC rendszerrel kialakított mutatók egyensúlyt teremtenek a tulajdonosok és a vevők számára fontos külső és belső mutatók között (Boda - Szlávik, 2001).



7. ábra: Stratégiai térkép alapmodell

Forrás: Saját szerkesztés Kaplan-Norton 2005 nyomán

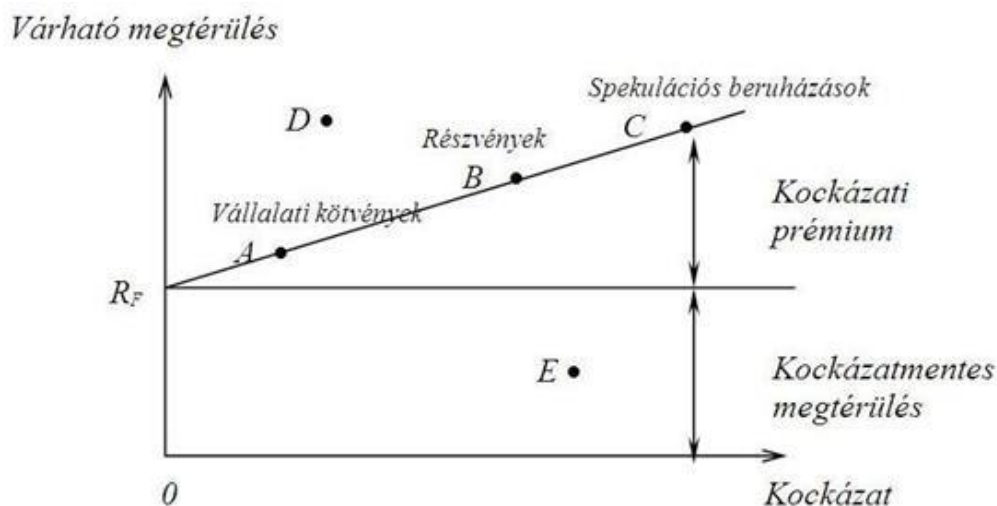
A stratégiai térkép a Balanced Scorecard négy nézőpontos modellje alapján alakult ki. Megmutatja a stratégia időbeli dinamikáját, ezáltal lehetőséget biztosít annak további finomítására. A stratégiai térkép biztosítja a stratégia leírásának egységes és következetes módszerét, lehetőséget biztosít a különböző célok és mércék meghatározására és kezelésére, valamint a kialakított stratégia megvalósítására. A stratégiai térkép sablonja egy normatív listát is kínál a stratégia lényeges összetevőiről és a köztük fennálló kapcsolatokról. Ha a sablonon szereplő valamely elem hiányzik a stratégiából, akkor az a stratégia valószínűleg hibás. (Kaplan - Norton, 2005)

A befektetés/beruházás kifejezés tevékenységek széles skáláját fogja át. A befektetés általában pénz beruházását jelenti befektetési jegyekbe, kötvényekbe, közönséges részvényekbe vagy befektetési alapokba. Professzionális befektetők ide értenek még az olyan „papír”-beruházásokat is, mint a fedezeti ügyletek, eladási és vételi opciók, határidős befektetési ügyletek, konvertálható értékpapírok, de ugyanígy idetartoznak a tapintható eszközök, az arany és az ingatlanbefektetések. A befektetés átfogja a viszonyulások széles sávját a konzervatív befektetési attitűdtől az agresszív spekulációig. A beruházás definiálható pénzalapok több jövőbeli periódusban birtokolt eszközökben történő lekötéseként. A befektetés a tulajdonos vagyonának, gazdagságának menedzselését igényli. A vagyon és gazdagság a jelenlegi jövedelem és az összes jövőbeli jövedelem jelenértékének összege. A befektetés egyszerre jelenti a lehetőségek elemzését s a meglévő vagyon menedzselését. A beruházások körébe egyaránt sorolhatók

finanszírozási eszközök és reálbefektetések. A finanszírozási eszközök olyan papírberuházások, amelyek követelést testesítenek meg valamely kibocsátóval szemben. A reálbefektetések közé fizikai eszközök sorolhatók, mint az arany, az ingatlan, vagy a termelőeszköz. A piacképes értékpapírok a finanszírozási eszközök egyik változatát képezik. Ezek könnyen és veszteség nélkül adhatók-vehetők szervezett piacokon. A befektetők érdeke – gazdagságuk növelése érdekében – finanszírozási eszközök optimális kombinációjába beruházni. A befektetői gazdagság értékelése és menedzselése portfóliók kontextusában történik. A portfólió a befektető által birtokolt eszközök összerendezett egysége, kompozíciója. A befektetés a mai és a jövőbeli gazdagság növelése érdekében történik. A befektetésre kerülő pénzalapok vagy saját tulajdonúak, vagy kölcsönvételből származnak. Az eredetük lehet a fogyasztás elhalasztása miatt képződő megtakarítás. A mai fogyasztás elhalasztásával, a megtakarítás befektetésével a beruházók jövőbeli fogyasztási lehetőségük növelését remélik azáltal, hogy növelik gazdagságukat. A befektetők vagyonuk hatékony menedzselésére törekszenek, hogy a legtöbbet hozhassák ki abból, védve azt az inflációtól, az adóktól és egyéb mérséklő hatásoktól.

A befektető természetes törekvése, hogy pénzével megtérülést realizáljon. A beruházásokkal összefüggésben különbséget kell tenni a várható megtérülés (jövőbeli periódusok anticipált megtérülése) és a realizált megtérülés (múltbeli időszakok aktuális megtérülése) között. A befektetők a jövő érdekében ruháznak be, – olyan megtérülésért, amelyet realizálni remélnek – ha viszont a befektetési időszak lezárult, akkor már a realizált megtérülés birtokában vannak. Ezen a ponton ragadható meg a befektetési folyamat lényege: a befektetők mindig kell, hogy számoljanak a folyamatban foglalt kockázattal. A befektetők a lehető legnagyobb megtérülés elérésére törekszenek, ezt a célt azonban a kockázat korlátozza. A kockázatnak különféle definíciói és változatai vannak. E helyütt a kockázatot olyan esélyként tekintjük, hogy a befektetés aktuális megtérülése különbözhet annak várható megtérülésétől. Egyszerűen kifejezve: a befektetők nem szeretik a kockázatot, tartózkodnak a kockázattól. A kockázattól tartózkodó befektető az, aki csak akkor hajlandó kockázatot vállalni, ha számára megfelelő kompenzációt helyeznek kilátásba. A kockázatvállalás önmagában nem irracionális, még a nagyon nagy kockázaté sem, amíg vállalásáért kompenzáció remélhető. A valóságban a befektetők anélkül nem remélhetnek nagyobb megtérülést, hogy nagyobb kockázatot vállalnának. A befektető (implicit vagy explicit értelemben) a kockázat akkora mértékét választja, amekkorát viselni hajlandó. Néhány befektető a kockázat nagy mértékét választja a nagymérvű megtérülés elérése reményében. Más befektetők nem hajlandók nagyobb kockázatot vállalni, így azok nem is remélhetnek nagyobb megtérülést.

A befektetők rendszerint a megtérülés maximalizálására törekszenek. Mondhatjuk-e ugyanígy azt is, hogy a kockázatot pedig minimalizálni akarják? Azért nem mondhatjuk, mert a kockázat minimalizálásának ára van, mégpedig az, hogy a befektetőnek be kell érnie a kockázatmentes megtérüléssel, azaz az alacsony hozammal. Emiatt helyesebb a várható megtérülés-kockázat átváltási kapcsolatban gondolkodni, amely közvetlen kapcsolatot teremt a beruházás két fontos jellemzője között. A befektetőknek pozíciót kell választaniuk az alább ábrázolt várható megtérülés-kockázat mezőben.



8. ábra: Kockázat-megtérülés átváltási kapcsolat

Forrás: Bélyácz, 2007

Az R_F pontból kiinduló, várható megtérülés-kockázat átváltási egyenes az összes olyan befektetőre vonatkozik, aki finanszírozási eszközökbe akar beruházni. Az átváltási egyenes pozitív meredekségű, ami azt fejezi ki, hogy a racionális befektető csak akkor hajlandó többletkockázat vállalására, ha ezt megfelelő mértékű megtérülési ígéret kompenzálja. Arra azonban nincs garancia, hogy a pótlólagos kockázatot ellentételező többletmegtérülés valóban realizálódik is. Az ábra R_F pontja a kockázatmentes megtérülést mutatja, amit például a kincstári kötvényen lehet nyerni. E pozícióban zérus kockázat mellett olyan várható megtérülés realizálható, amely a kincstári kötvényen realizálható megtérüléssel azonos. Hangsúlyoznunk kell azt, hogy az ábrán látható kockázat-megtérülés átváltási kapcsolat „ex ante” jellegű, azaz a tények bekövetkezte előtti feltételezés. Eszerint a befektető a beruházás végbevétele előtt nagyobb megtérülést remél a nagyobb kockázatú befektetésekből. Ez az attitűd jellemzi a kockázatkerülő befektetőket. „Ex post” (azaz a tények bekövetkezte után) azonban kiderülhet, hogy az átváltás minimális mértékű vagy egyenesen negatív. Ez szorosan összefügg a kockázatos befektetés természetével.

A döntési folyamat másik fontos komponense a **portfólió-gazdálkodás**. Az értékpapírok egyenkénti értékelése után sor kerülhet portfóliók kialakítására, s ezt követően szükséges azok folyamatos felülvizsgálata. A portfóliók menedzselése lehet passzív és aktív. A passzív portfólió-menedzselési stratégia a portfólióbeli eszközök és arányaik meghatározását, ez utóbbiak fenntartását-megőrzését, és mindössze kisebb változtatások eszközölését jelenti. A passzív stratégiát követő befektetők számára megoldandó kérdések között az adók, a tranzakciós költségek és az elfogadható kockázati szint fenntartása szerepel. Az aktív befektetési stratégia keretében döntés születik a portfólión belüli befektetési arányok megváltoztatásáról, egyes értékpapírok kicseréléséről abban a reményben, hogy ezáltal profit nyerhető. Aktív stratégia követésekor figyelembe kell venni a piaci hatékonyságot; ha az árak gyorsan és teljes körűen reagálnak az új információkra, akkor a befektetőknek figyelniük kell azt, hogy ez miként befolyásolhatja adásvételi döntéseiket. Nagy esélye van annak, hogy a részvényt piac hatékony és jelentős befolyással bír a befektetőkre. Az erre vonatkozó tudást vagy a benne való hitet a hatékony piac hipotézisének (efficient market hypothesis) nevezik, ami közvetlenül befolyásolja azt, hogy a befektetők miként tekintenek a beruházási folyamatra, s milyen megfontolások alapján hoznak beruházási döntéseket. Akik erősen hisznek a piac hatékonyságában, azok – bár változó mértékben – passzív befektetési stratégiát választanak, annak nagy valószínűsége folytán, hogy nem lennének képesek találni alulárzott értékpapírokat. E befektetők a tranzakciós költségek, az adók, az értékpapír-elemzésre fordított idő és erőforrás minimalizálására

törekcszenek, mivel a hatékony piac hipotézisét elfogadva úgy vélik, hogy az értékpapírok korrekt értékelésük/árázásúak. A hatékony piac hipotézisét el nem fogadó vagy azzal szemben kétségeket megfogalmazó befektetők aktív menedzselési stratégiát követnek, bízva abban, hogy képesek azonosítani alulárázott befektetéseket, s azt gondolják, hogy az értékpapírárak piaci korrekciója időbeli késedelemmel reagál az új információkra. Az ilyen befektetők több időt, keresési és tranzakciós költséget áldoznak abban a hitben, hogy a marginális hasznok nagyobbak lesznek a felmerülő marginális költségeknél. Végül az összes befektető érdekelt az általa birtokolt portfólió teljesítményének ismeretében, ami egyben a befektetési folyamat legvégső eredménye is. A portfólió-teljesítmény mérése – a mai piaci viszonyok között különösen – gondos mérlegelést igényel.

A befektetési környezet bizonyos tényezői minden befektetőt érintenek, s ezeket folyamatosan figyelembe kell venni a beruházási döntési folyamatban résztvevőknek. A legfontosabb annak ismerete, hogy minden befektető bizonytalansággal néz szembe. A befektetők azért vásárolnak finanszírozási eszközöket, hogy a jövőbeli birtoklással megtérülést realizáljanak. E megtérülési várakozások – kevés kivétellel – általában nem teljesülnek. A befektetések világát az a – teljességgel soha el nem ismert – tény uralja, hogy az eszközön realizált megtérülés, a hozzá kapcsolódó kockázattal, eltérhet a várttól, időnként egészen nagy mértékben. Jobb esetben a becslések pontatlanok, rosszabb esetben teljességgel hibásak. Minden befektetőt befolyásol a bizonytalanság, s a legtöbb, amit tehetnek, a lehető legmegalapozottabb kockázat-megtérülés becslések sorát képezni, s érzékenyen reagálni a körülmények változására. Függetlenül attól, hogy milyen gondos és megalapozott a befektetői előrejelzés, a jövő mindenképpen bizonytalan, s az előrejelzési hibák is elkerülhetetlenek. Minden piaci résztvevő, mind az egyéni, mind a hivatásos befektetők elkövethetnek, hozhatnak rossz döntést.

3.4.2 Befektetési alapkezelők, nyugdíjbiztosítók és általános biztosítók

Magyarországon az alapkezelés iparága még csak két évtizedes múltat tekint vissza. Hazánkban az alapokat befektetési alapkezelő cégek hozták létre, amelyek 2001 végéig kizárólag alapkezeléssel (illetve nyugdíjpénztári vagytonkezeléssel) foglalkozhattak. Tevékenységüket a Tőkepiaci törvény kibővítette, így ma már bármilyen portfólió-kezelési tevékenységet végezhetnek. Mivel a korábbiakban már szót ejtettem a befektetési alapokról, így csak röviden mutatnám be az alapkezelők működését és munkáját.

Az alapkezelő társaság alapvető feladata a rábízott pénztömeg kezelése és befektetés, azaz az alap létrehozatala, a befektetési döntések meghozatala, végrehajtása és adminisztrálása, továbbá a befektetők tájékoztatása. Ez annyit jelent, hogy ő határozza meg a törvényi kereten belül – először az alapkezelési szabályzatban, majd ezt tovább szűkítve a gyakorlatban – hogy milyen eszközökbe, értékpapírokban fekteti be az adott alap vagytonát. Fontos szabály, hogy az alapkezelő az alap számára értékpapírszámlát nem vezethet, így közvetlenül nem rendelkezhet az alap eszközei felett, e feladat a letétkezelő bankra hárul. A magyar gyakorlatban az alapkezelő a piaci igényekre alapozva dönt új befektetési alap indításáról. Ezután elkészíti az alap kibocsátási tájékoztatóját és kezelési szabályzatát, amelyben meghatározza, hogy az alap befektetési politikáját és azt, hogy ennek alkalmazása milyen kockázattal jár. A befektetési jegyet vásárlónak, azaz befektetőnek jogában áll a befektetési alapban meglévő részesedésük arányában az alap vagytonának őket megillető, a befektetésükkel arányos részéhez, és joguk van ahhoz, hogy meghatározott formában információhoz jussanak az alap és az alapkezelők működéséről. A befektetési alap jegyeinek megvásárlásával ugyanakkor nem szerzünk jogot arra, hogy az alap működésébe beleszóljunk. Ez a feladat az alapkezelő menedzsereinek joga, akiknek minden esetben figyelembe kell venniük és be kell tartaniuk az alapkezelési szabályzatban foglalt előírásokat és szabályokat. Tehát a befektetőnek sem az alapkezelő napi működésébe, működtetésébe, sem személyzeti politikájába nincs beleszólása. Ez természetesen nem jelenti azt, hogy az alapkezelő kontroll nélkül végezheti tevékenységét, mivel nagyon szigorú törvényi

előírások védik a befektetők érdekeit. Az alapkezelési szabályzat pontosan meghatározza az alapkezelő befektetési politikáját, valamint a működéssel kapcsolatosan felmerülő költségek mértéke és köre is szigorúan szabályozott.

A tőkepiacon az intézményi befektetők között kiemelkedő szerepet játszanak a nyugdíjpénztárak. A nyugdíj alapértelmezésében egy élethosszig tartó, rendszeresen folyósított jövedelem, melyre a munkában eltöltött évek alapján leszünk jogosultak. Ez a jövedelem biztosítja az inaktív népesség megélhetését. (Matits, 2000) Létezésüket, kialakulásukat jelentős mértékben meghatározza az adott országban lévő nyugdíjrendszer, illetve a nyugdíjpénztárak működését szabályozó jogszabályok.

Alapvetően két fajta nyugdíjrendszerről beszélhetünk. Az egyik a felosztó-kirovó rendszer, amelyben a mindkor járulékfizetők teremtik meg az éppen nyugdíjban lévők számára járó nyugdíj szolgáltatások pénzügyi alapját, azaz a beáramlott társadalombiztosítási befizetéseket fizetik ki a nyugdíjban lévő emberek részére.

A másik fajta nyugdíjrendszer a tőkefedezeti elven működő nyugdíjrendszer. Itt az aktív népesség tagjai nyugdíjjárulékaikat – vagy annak egy részét – nyugdíj célú megtakarításként felhalmozzák, azaz tőkésítik, majd ez a felhalmozódott befizetéseikből származó, hozammal megnövelt összeg szolgál az egyén későbbi nyugdíj szolgáltatása alapjául. Tehát itt mindenki a saját jövőbeni nyugellátására gyűjt.

A felosztó-kirovó és a teljes mértékben előfinanszírozott tőkefedezeti rendszer mellett meg kell említenünk egy harmadik nyugdíjfinanszírozási módszert is, amely Európában még igen gyakori. Ez az úgynevezett könyv szerinti tartalékból (book reserve) finanszírozott nyugdíj. Ebben a rendszerben a nyugdíjfizetési kötelezettségeket az adott munkáltató mérlegében szereplő tartalékok fedezik. Ez lehetővé teszi a vállalat számára, hogy használja a tőkét a saját működéséhez, miközben gondoskodik a munkavállalóinak öregkori jövedelméről is.

Napjainkban az általános biztosítók által kezelt biztosítási ügyleteket a hazai és a nemzetközi szakirodalom különböző ismérvek alapján rendezi.

A biztosítási ügyletek legfontosabb csoportosítása a biztosított személyéből, „alanyiságából” ered, azaz különbséget teszünk, ha biztosított „személye” egy másik biztosító, vagy ha egy „nem-biztosító”, mint pl. természetes személy, szervezet, intézmény.

Direkt (első) biztosítás alatt az olyan ügyleteket értjük, melyeknél a biztosító és a szerződő (biztosított) között létrejövő megállapodás alapján a biztosítási védelem nyújtására irányul (Asztalos, 1997).

Ezzel szemben a viszontbiztosítás, egy a biztosítók között zajló kockázat elhárítás.

Közjogi szabályozás alapján (Bit.) megkülönböztetünk élet- és nem életbiztosítást. (Illés B. – Megyeri, 2005).

3.5 A 2008-ban kirobbant gazdasági válság

A 2007-2010-es globális pénzügyi válságot - ami becslések szerint is több trillió dollárnyi veszteséget hagyott maga után szerte a világon - nem háború és nem is nagyobb recesszió okozta, hanem az amerikai egyesült államokbeli „árnyék bankrendszer”, vagyis a befektetési bankok, fedezeti alapok és szupermarketek saját bankjainak „animal spirit-je” és azok az elegáns matematikai modellek, amelyek irreleváns premisszákon alapulnak, és amelyeket a legtöbb pénzügyi vezető valójában meg sem értett (Végh, 2013).

- A dereguláció az Egyesült Államokban már Ronald Reagan elnöksége idején vett nagy lendületet, és a pénzügyi szektort illetően olyan lépésekben tetőzött, mint az 1933-ban életbe léptetett Glass-Steagall törvény eltörlése. (Andor, 2009) Ez a törvény Franklin D. Roosevelttel kormányának reformja volt, válaszul az 1929-es nagy gazdasági világválságot követő bankcsőd hullámra. (Stiglitz, 2005) Losoncz Miklós (2008) elemzése szerint a válság

ciklusának első szakasza már a 2000-es évek elején elkezdődött a kamatlábak világméretű csökkenésével.

- A válság maga, valójában 2007 márciusában ütötte fel fejét, mígnem 2007 augusztusában bekövetkezett az összeomlás. (Király – Nagy - Szabó, 2008) Az angolszász jelzálogpiacok összeomlásának fő okozói a lakásépítési hitelek voltak, melyeket az alacsony kamatlábak, minimális hitelfelvevői dokumentáció és hitelőr-képesség megkövetelése, továbbá a hiányos szabályozás miatt könnyen igénybe tudtak venni. (Barth J. et al., 2009; The financial crisis inquiry report, 2011)
- 2008 szeptemberére az átlag amerikai ingatlanárak több, mint 20%-ot estek a 2006 közepi csúcshoz képest, melynek következtében a jelzálogtartozások meghaladták az ingatlanok értékét. (Economist, 2008)
- 2008. szeptember 15-én, hétfőn a Lehman Brothers vezetősége bejelentette, hogy csődvédelmet kért. (Sorkin, 2008) A bejelentést követő egy héten belül a világ nagy nemzeti bankjai (köztük a Japán Nemzeti Bank, a Svájci Nemzeti Bank, a FED és az Európai Központi Bank) mintegy 180 milliárd dollárnyi tőkét fektettek a bankrendszerbe, hogy elkerüljék a pénzügyi piacok teljes összeomlását.
- Az év végére a gazdasági válság világméretűre nőtt és természetesen utolérte a befektetési területet is (Borszéki, 2009), de talán nem sújtotta olyan mértékben, mint a háztartásokat. (Csiszárík, 2011a; 2011b, 2012)

Az amerikai FED egyik vezetője szerint a globális egyensúlytalanság kialakulásában közös felelősség terheli az Egyesült Államokat és azok kereskedelmi partnereit, akik nem tettek meg mindent a globális egyenlőtlenség kezelésére, különös tekintettel a pénzügyi intézmények kockázatvállalásának szabályozása területén. (Bernanke, 2009) Egyes szerzők a pénzügyi intézmények vezetésének személyes felelősségét valószínűsítették azt állítva, hogy a vállalatok társadalmi felelősségvállalására helyezett nagyobb hangsúllyal, illetve a morális kockázatok eredményesebb kezelésével a válság hatásai enyhíthetők lettek volna. (Pezzuto, 2008)

Bello Walden (2008) arról írt, hogy a pénzügyi rendszer összeomlásának egyik oka a túlzottan liberális hozzáállás. Soros György (2008) is hasonlóképpen gondolkodik. Ez a hozzáállás gátolta a kormányt a hatékony intézkedések meghozatalában.

A 2007-ben kirobbant pénzügyi válság rávilágított, hogy a piacot nem lehet magára hagyni. Az intézmények igenis számítanak – ezt már az 1993-as Nobel-díj kitüntetettje, Douglass North fogalmazta meg ilyen lényegre törően. Az intézmények alatt ez a közgazdasági iskola Thorstein Veblen, Walton Hamilton és John R. Commons hagyományait követve minden olyan tényezőt ért, ami hatással van a gazdasági döntésekre. A szabályok és normák jelentőségét hangsúlyozta a 2009-es Nobel-díjas Oliver Williamson is. A gazdasági stabilizációt tovább segítheti a megfelelő intézményrendszer kialakítása is, amely Dani Rodrik nevéhez fűződik.

Kondorosi Ferenc (2009) szerint a válság mögött a túltermelés áll, amit érthetünk kereslethiánynak is, amit a spekulációs pénzek eddig elfedtek. Ezeknek a pénzeknek a nagy része a válság miatt megsemmisült. Mások szerint a mohóság és óriási nyereségvágy a gazdasági világválság kiváltó oka. (Bánfy – Kürthy - Bánfy, 2011; Losoncz - Nagy, 2010; Gyórfy, 2009) 2009-re a háztartási hitelállomány (leginkább jelzáloghitelek) elérte az 51%-ot az összes hitelen belül, a devizahitelek aránya pedig 60%-ra nőtt a háztartási hitelállományon belül. (Steiner, Q1/11) A Közép-európai régióban nem csupán euróban felvett hitelek voltak a jellemzőek, hanem a svájci frankban is, habár ezek aránya az euró bevezetését követően kisebb lett. (Yesin, 2013; Frait et al., 2013) Egy új típusú válság ütötte fel fejét tehát, amely a mesterségesen legyengített állam működés következtében állt elő. (Garber, 2000; Kindleberger et al., 2005) A válságnak „köszönhetően” előtérbe kerültek a devizában történő eladósodás problémái az EU országaiban. Magyarországot is mélyen érintette ez, a már nem újkeletű dolog. A devizahitelek felfutásában és átmeneti sikerében nagy szerepet játszott a keresleti és kínálati oldal tényezői.

(Basso et al 2007; Rosenberg-Tirpák, 2008) Végül 2013-ra csökkent az összes hitel belüli devizahitelek aránya. A 60% feletti arányról eljutott 51%-ra. Fontos megemlítenünk, hogy Magyarországon napjainkban szinte alig bocsátanak ki új devizahitelt. (Klein, 2013)

Sokakat foglalkoztatott a kérdés: Előre lehetett volna jelezni a válságot? Ha jobban belegondolunk jogos a felvetés, ha figyelembe vesszük a tényt, hogy nem először, de nem is utoljára következett be. Magas István válasza nemleges. Ugyan léteznek ciklikusságot generáló modellek, azonban az amerikai gazdaság jövőbeni aggregált teljesítményét, a növekedés és recesszió kiterjedését, és a szakaszok pontos időbeli megvalósulását nem lehet precízen előre jelezni. Jobbára ugyanis csak indikatív statisztikus megfigyeléseink voltak. Konkrét, a szereplőkhöz időben eljuttatott ilyen mértékű válságra vonatkozó előrejelzést ezért sem az USA-ban, sem a nagy nemzetközi kutatóintézetekben 2008 júniusáig nem lehetett olvasni. (Magas, 2009) A válsághullám olyan katasztrofális erővel söpört végig a világon, hogy egyik napról a másikra hihetetlen módon megugrottak a kockázati indexek. Ennek mértékét pedig össze sem lehetett hasonlítani az 1990-es évek végi orosz válsággal, az iraki háborúval, vagy a 2001. szeptember 11-i terrortámadás pénzügyi következményeivel. (Bogár - M. László, 2008/b)

A válságot nem kerülték el a gazdaságpolitikai reakciók sem. Az első szakaszra (2008-2010) egyedi bankmentő akciók voltak jellemzőek és ugyanebben a szakaszban volt megfigyelhető az államháztartás működési szabályainak, intézményrendszerének, szerkezetének megváltoztatása. A második szakaszban a pénzügyi szektorra irányított különadók jelentek meg. (Kovács – Halmosi, 2012) Utóhatásaként egy igazi szabályozói árhullám indult meg, főleg az Európai Unió szintjén, melynek jelei a 2010-es évben jelentkeztek először. Az Európai Unióban 2008. november 26-án fogadta el a Bizottság az európai gazdasági fellendülés tervéről szóló közleményt, amelynek célja, hogy elősegítse Európa kilábalását a válságból. A fellendülési terv a kereslet ösztönzésére, a munkahelyek megőrzésére és a bizalom helyreállítására irányuló rövid távú intézkedéseket foglalt magába, valamint olyan „okos” beruházásokat, amelyek célja, hogy hosszú távon magasabb növekedést, fenntartható jólétet biztosítsanak. (Európai Bizottság közleménye, 2008)

3.5.1 Gazdasági reakciók a válság hatására

Annak ellenére, hogy a válság kirobbanásáért nem a befektetési szektor volt a felelős, mégis a legnagyobb horderejű változások ezen a területen jelentek meg. Sokak szerint a globalizáció túl messzire ment, a nemzetközi tőkepiacok rendkívül ingadozóvá váltak a „túlzott” fellendülésükkel és összeomlásukkal buborékokat és pénzügyi válságokat váltottak ki és felnagyították az üzleti ciklust. Ezzel szemben a hagyományos nézet azt állítja, hogy a nemzetközi tőkepiacok lehetővé teszik a növekedést és a termelékenységet és ezáltal a tőkét a legvonzóbb célsország áramoltatják. Még ha a nemzetközi tőkeáramlások nem is váltanak ki túlzott volatilitást a hazai pénzügyi piacokon, továbbra is igaz, hogy a nagy tőkebeáramlás rögzített árfolyam mellett inflációt indíthat el. Ezenkívül az átmeneti tőkebeáramlás torzíthatja a relatív árakat, és a hazai gazdaság veszíthet versenyképességéből, a reálárfolyam felértékelődésének következtében. Ezért nem csoda, hogy a politikai döntéshozók különféle eszközöket alkalmaztak ezen áramlások kezelésére. (Kaminsky, 2005)

Az ÁÉKBV-k szabályozását azzal a szándékkal dolgozták ki, hogy a befektetők számára biztonságosabb, transzparens, magas szintű védelemmel ellátott piacot biztosítsanak és mindezzel egyidejűleg elősegítsék a nemzetközi tőkeáramlást az EU-n belül. Ez volt az UCITS I. Ezt követte az még ambiciózusabb UCITS II, amelyet végül - a tagállamok kellő támogatásának hiányában - nem hajtottak végre. 2001-ben megszületett a UCITS III és végül 2011 júliusában a befektetési alapokat szabályozó törvény mellett az Európai Parlament és Tanács új irányelve, a UCITS IV, amely már Magyarországra is kötelezettséget jelentett. A UCITS (átruházható

értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozások, magyar rövidítés szerint ÁÉKBV) szabályozás alapvetően arra szolgál, hogy az Európai Unió belül könnyebbé tegyék a befektetési alapok értékesítését. A legjelentősebb változás, hogy az alapok egy európai útlevelet kaptak, ennek segítségével pedig elég csak egy országban az alapkezelőnek bejegyeztetnie az alapot. (Cumming et al., 2013) Azt még nem tudhatjuk, hogy hosszútávon ezek a módosítások milyen következményekkel fognak járni, segítik-e a befektetési piac fejlődését vagy sem. A szabályozó hatóságok szerepe megnő és ezek a szabályozások egyre inkább EU-s szinten fognak megvalósulni. (Szabó - Végh, 2011)

A kirobbanó recesszió nagymértékben sújtotta a nemzetgazdaságok mindegyikét. Magyarországot 2008-ban érte el a válsághullám, amely különösen súlyosan érintette hazánkat. Ennek alapvető oka, hogy az ország sebezhetőnek számít a magas külső adósságállománya és a magas államadósság miatt. Igaz, a 2006 óta folytatott fiskális szigor javított az egyensúlyon, de nem oldotta meg a megelőző öt év problémáit. Tovább rontotta a helyzetet az, hogy az egyébként kis és nyitott gazdaságtól idegen inflációs célkövető monetáris politika magasán tartott forintkamatokon keresztül csak ösztönözte az eladósodást. (Andor, 2008) Mindezeket tetéztve 2008. október közepén spekulatív támadások célpontjává vált az ország. A hatalmas pénzeket mozgató kockázati alapok (hedge fundok) és más befektetők hatalmas haszon reményében elkezdtek újabb lehetőségek után nézni és keresték a gyengébb láncszemeket. Ennek során nem csak a meglévő magyar részvényeiktől, állampapírjaiktól és forintjaiktól kezdtek el megszabadulni, de még másoktól is kölcsön vettek ezekből az eszközökből, hogy annál többet adhassanak el az azonnali és a határidős piacokon. Arra számítottak ugyanis, hogy a gazdaságilag törekenynek számító Magyarország nem lesz képes megvédeni magát a ránehezedő nyomással szemben, feladja a forint védelmét, amelynek árfolyama így drámai módon meggyengül és ők hatalmas nyereséget könyvelhetnek el maguknak. (Szabó, 2008)

Azonban, ahogy szokták mondani „Minden rosszban van valami jó”, ez az összeomlás is hozott pozitív dolgokat. Társadalmilag felelős alapok kezdtek mind szélesebb körben elterjedni, melyek alapvető célja a pusztán pénzügyi kritériumok mellett a társadalmi, környezeti és kormányzati szempontok mind egyre tudatosabb és szélesebb körű alkalmazása. Varma (2014) arra a következtetésre jutott, hogy az ilyen típusú befektetések jobban teljesítettek a válság időszakában a „hagyományos” alapokkal szemben. Optimális választás volt azon befektetők számára, akik meg akarták védeni önmagukat a veszteség kockázatától. Ezzel szemben Bauer et al. (2005, 2006) szerint az SRF (socially responsible funds) nem teljesített jobban, sem az Egyesült Királyságban, sem az USA-ban. Néhány újabb eredmény azonban azt igazolja, hogy az SRF-ek teljesítménye az adoptált befektetési stratégia típusától függ. (Bacchetti et al., 2015) Az az egy mindenesetre biztos, hogy a válság változást hozott és cselekvésre ösztönözte az embereket, hisz a világ 20 vezető gazdasága kötelezte el magát, hogy közösen, együttműködve keressék a megoldást, hogy a jövőben hasonló helyzet többé ne állhasson elő.

3.5.2 Az árnyékbankrendszer

A 2007–2009-es globális pénzügyi válság óta az árnyékbankrendszert szoros figyelemmel kísérik, hogy milyen mértékben járult hozzá a pénzügyi instabilitáshoz. Ez különösen igaz a globális vagyongazdálkodási iparágra – többek között a befektetési alapokat és a fedezeti alapokat foglalja magában –, amely az elmúlt évtizedekben mind méretét, mind fontosságát tekintve óriásit nöött (Fricke - Fricke, 2021). Ahhoz, hogy megértsük a 2008-ban bekövetkezett világválságot irányító folyamatokat, mindenképp szót kell ejtenünk az árnyékbankrendszerről. Az elnevezést először McCulley pénzügyi szakember használta 2007-ben egy konferencia keretében. Az árnyékbank fogalmát mindazon nem-banki pénzügyi intézmények összességéként határozta meg, amelyek lejáratú transzformációt végeznek. A bankok alapvető szerepet játszanak a rövid és hosszú távú igények összehangolásában, azaz lejáratú transzformációt hajtanak végre.

Ezt a nagy volumenű, de általában rövidtávú tőke elhelyezés miatt tehetik meg. A nagy számok törvénye alapján nem fogja mindenki egyszerre kivenni a pénzt (kivéve bankpánik esetén), így mindig rendelkezésre áll annyi forrás, hogy a hosszabb távú hiteligényeket is ki lehessen elégíteni. Ehhez a funkcióhoz szorosan kapcsolódik a likviditási transzformáció, amelynek lényege, hogy a megtakarítások likviditásának megőrzése mellett (látra szóló betétek) a bank illikvid eszközöket (pl. beruházási hitelkihelyezéseket) tart a mérlegében. A lejárat transzformáció jelentése lényegében az, hogy a rövid lejáratú pénzügyi eszközöket hosszú lejáratúvá alakítja át. Ugyan ezeket a tevékenységeket a kereskedelmi bankok is végzik, azonban a jelentős eltérést a kettő között az állami garancia és a jegybanki forrásokhoz történő hozzáférés jelenti. (Guttmann, 2016)

A Financial Stability Board (FSB) megközelítése szerint a meghatározás minden olyan banki szereplőt és tevékenységet magába foglal, amely a hagyományos bankrendszeren kívül esik. Alanyát tekintve ide tartoznak azok a gazdasági szereplők, melyek az alábbi tevékenységeket végzik: betétjellegű forrásgyűjtés, lejárat és/vagy likviditási transzformáció, hitelezési kockázat áthelyezése közvetett vagy közvetlen tőkeáttétel használatával. Tárgyát tekintve a következő finanszírozási formákat határozza meg: értékpapír-kibocsátás, értékpapír-kölcsönzés, értékpapírviszavásárlási megállapodás használata (repoügylet). (FSB, 2011)

Fontos lépés volt a rendszer megismerésében annak feltérképezése. A New York-i FED keretein belül végzett tanulmány 2010-ben jelent meg először, majd 2012-ben átdolgozták. (Pozsár et al., 2012) Az anyag úgy határozta meg az árnyékbankrendszert, mint ahol a hitelezés és finanszírozás több, nem banki, hanem közvetítő intézményen keresztül történik. A teljes rendszert három alrendszerre bontották:

1. Kormányzati támogatott: Ez az alrendszer az Egyesült Államokra jellemző, a ingatlanfejlesztések támogatására létrehozott GSE-hitelek értékpapírosításán alapul.
2. Belső: Az értékpapírosítás és hitelnyújtás is bankholding társaságok keretein belül történik.
3. Külső: A hitelek keletkezése egy nem banki pénzügyi vállalkozás keretében történik.

Nesvetailove (2018) az árnyékbankrendszer három megközelítési módját vázolja fel.

1. Szervezeti alapú: meghatározható az intézményi kör, amely lefedi az árnyékbankrendszer definícióját. (Gabor, 2018)
2. Tevékenység alapú: nagyobb hangsúlyt kap a rendszer tevékenységeinek összefonódása és rávilágíthat arra, hogy egy tevékenység függetlenül attól, hogy banki vagy nem banki szervezeten keresztül valósult meg. (Harutyunana et al., 2015)
3. Hálózat alapú: E szerint az árnyékbank vs. nem árnyékbank dilemma implicit módon azt sugallja, hogy a két rendszer elkülönül egymástól, miközben a valóságban szorosan összefonódhat, és ennek megfelelően az intézmények közötti kapcsolatrendszernek kiemelkedő jelentőség tulajdonítható. (Guttmann, 2018)

Az árnyékbankrendszer mérésére két szervezeti alapú megközelítés alakult ki. Az egyik a Pénzügyi Stabilitási Testület módszertana, amely alapvetően intézményi szemléletű, azonban a 2013-ban kialakított az árnyékbankrendszer tevékenységének nyomon követésére vonatkozó elemzési keretrendszer lehetővé tette, hogy a következő években fokozatosan elmozduljon ez a tendencia a tevékenységi megközelítés irányába (FSB, 2013) Kiindulópontjának a nem banki pénzügyi intézményi rendszert tekinti. Ide tartoznak a biztosítók, nyugdíjpénztárak, és az egyéb pénzügyi közvetítők, vagyis a teljes pénzügyi intézmény szektora, a központi és kereskedelmi bankok kivételével. Ugyanakkor az FSB az állami forrásokból tevékenykedő intézményeket, pénzügyi kiegészítő tevékenységet végzőket, biztosítókat és a nyugdíjpénztárakat (mivel ezek nem végeznek hitelközvetítést) elsőként kiszűri az árnyékbankrendszerből. Ennek eredményeként eljut az egyéb pénzügyi közvetítők kategóriájához. Idetartoznak a hitelezésben

érintett befektetési alapok, az értékpapír-kereskedő cégek, az SFV-típusú vállalkozások, a hitelt nyújtó pénzügyi vállalkozások (hitelező, lízing- és faktoringcégek) és a CFI-k (captive financial institutions – zártkörű pénzügyi közvetítők), amelyek a nem pénzügyi vállalkozások által rendelkezésükre bocsátott tőkéből végeznek hitelezési tevékenységet. Az FSB szerint ez az a kör, amely potenciálisan a bankokhoz hasonló kockázatot vállalhat, de az azokra vonatkozó jóval szigorúbb prudenciális szabályozás és állami védőháló nélkül.

Először a 2015-ös jelentésében vezette be az FSB azt a közgazdasági szempontú megközelítést, amellyel tovább szűkítette a korábbi, alapvetően intézményi megközelítését, ennek segítségével árnyaltabb képet tud adni az árnyékbankrendszeréről (FSB, 2015).

Az EU tagállamai közül az FSB-módszertannak megfelelő vegyes intézményi/tevékenységi megközelítést csak az FSB hatáskörébe tartozó, a legfejlettebb pénzügyi piacokkal rendelkező tagállamok használják. A többi EU-tagállamban – és így az euróövezet, illetve az EU egészére vonatkozóan.

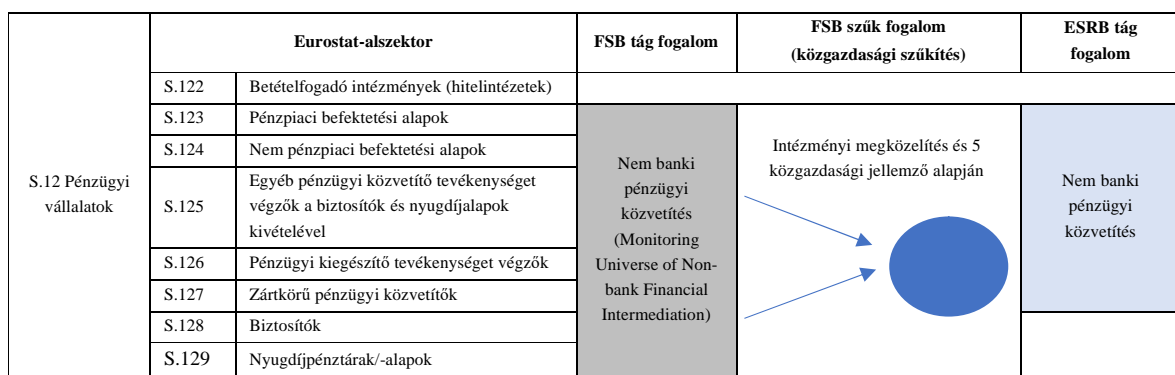
A következő ábrán jól megfigyelhető, hogy a szűken vett árnyékbankrendszeri tevékenység országonként jelentős eltérést mutat a hagyományos banki tevékenységhez képest.

Ország	Bankok	Biztosítók	Nyugdíj-pénztárak	Pénzügyi kiegészítők	Egyéb pénzügyi közvetítők*	FSB szerint szűkített:	
						árnyékbanki köre	árnyékbanki kör bankokhoz viszonyított aránya (százalék)
milliárd USD							
Belgium	1 183,7	372,3	40,2	83,0	958,3	176,1	15
Egyesült Királyság	15 114,0	2 739,5	2 999,5		10 176,9	1 932,9	13
Franciaország	9 593,7	3 207,9		480,6	2 946,0	1 635,1	17
Hollandia	2 550,8	543,3	1 689,1		7 140,6	579,7	23
Írország	2 990,5	355,2	1 949,6	102,6	1 275,7	833,1	28
Luxemburg	898,8	229,8	2,4	22,6	16 501,3	3 564,2	397
Olaszország	4 029,2	1 016,5	124,5	352,1	1 204,0	651,7	16
Németország	9 575,9	2 428,1	742,3	104,4	3 282,9	2 050,0	21
Spanyolország	3 100,0	375,7	167,2	90,3	982,2	382,7	12
Kína	32 808,6	2 573,8	96,0	11 762,1		8 254,0	25
Törökország	813,2	18,3	21,0		89,4	56,1	7
Brazília	2 138,5	58,8	533,3		1 466,5	930,6	44
FSB29**	147 612,7	31 972,9	33 599,5	2 333,6	117 045,4	51 575,6	35

9. ábra: A teljes pénzügyi rendszer (központi bankok kivételével) és az árnyékbankrendszer az európai országok, valamint három fejlődő ország vonatkozásában, 2017

Forrás: FSB, 2019

A másik megközelítés az Európai Rendszerkockázati Testület (ESRB) módszertana. Az EU intézményi megközelítése az árnyékbankrendszer számbavételét tekintve két fő adatforrásra támaszkodik: a pénzügyi számlákra és a monetáris statisztikára. Mindkét adatforrás adatgyűjtési módszertana az ESA2010-re (European system of accounts) épül.



10. ábra: Az Eurostat (intézményi) alszektori és az FSB/ESRB árnyékbanki fogalmak összehasonlítása

Forrás: Saját szerkesztés Statisztikai szemle, 2020 nyomán

Az FSB és az ESRB számbavételi megközelítése mellett az EBA (European Banking Authority – Európai Bankhatóság) is kialakította a saját árnyékbanki számbavételi módszertanát. Ennek azonban speciálisan az a célja, hogy a kereskedelmi bankok tisztában legyenek azzal, mekkora az árnyékbanki rendszer szereplőivel szembeni kockázati kitettségük, és ennek fedezéséhez mennyi tőkére van szükségük. (EBA, 2016)

A közép- és kelet-európai régió árnyékbankrendszerének struktúrája jelentősen eltér a fejlett nyugat-európai országokétól. Az egyetlen hasonlóság a kettő között az alacsony és csökkenő dinamikájú pénzügyi alapok szerepe. A nem pénzügyi befektetési alapok részvénybefektetésekkel csökkentett aránya – a tőkepiacok és a vagyonkezelői piac jóval fejlettebb szintjével összhangban – már jóval nagyobb a fejlett országokban, míg a KKE-régió árnyékbankrendszerében az egyéb pénzügyi közvetítők a dominánsok.

Mi jelenti a legnagyobb kockázatot az árnyékbankrendszer intézményében? Már az elnevezés is magában rejti a választ. Míg a kereskedelmi bankok képesek pontosan nyilvántartani, hogy eszközeik milyen volumenben állnak rendelkezésre, addig az árnyékbankrendszer esetén a nem megfelelő és kevésbé transzparens nyilvántartás miatt nem követhető az eszközvolumen és az eszközök tárgya sem. A transzparencia hiányának oka a befektetett megtakarítások többszörös transzformációja, vagyis maga a banki tevékenység és a leplezett banki profit összefonódása. Mivel sokszor nyújt a hagyományos banki rendszerhez képest a lobbisták és laikusok számára kecsegtető alternatívákat, és határai elmosódnak, így árnyékot vet a klasszikus bankrendszer működésére.

3.5.3 A válság hatása a befektetési alapokra

A gazdasági válság hatására egyre nagyobb szerepet kapott egy fenntarthatóbb, tudatosabb jövő víziója, amely felelős, átlátható üzleti gyakorlatra sarkallja a vállalatokat – ideértve a tisztességes munkakörülményeket, a környezettudatos gyártási folyamatokat, az egyenlő bérezést és a felelős gazdálkodási módszereket. Ez a lendület magával ragadta a pénzügyi világot is. Ahogy a fogyasztók újra gondolták vásárlási döntéseiket, úgy egyre több befektető is arra kezdett törekedni, hogy befektetéseit morális és etikai értékeihez igazítsa. A gazdasági válságot eredményező pénzügyi összeomlás óta, a pusztán a megtérülés maximalizálására irányuló stratégia érvényét veszítette. Ehelyett egyre nagyobb hangsúlyt kapnak mai tőkeallokációs döntéseinkben a nem pénzügyi szempontok is. (Bouri et al., 2018)

Nicolescu et al. (2020) megállapította, hogy a válság időszakában az általuk vizsgált három ország (Románia, Szlovákia, Magyarország) esetében is jobb teljesítményt nyújtottak az alacsony kockázatú alapok (kötvény- és monetáris alapok) mind a hozam, és kockázat tekintetében, mint a magas kockázatú alapok. Ez a megállapítás is megerősítette más tanulmányok azon következtetéseit, miszerint az alacsony kockázatú alapok jobban teljesítenek a gazdaság recessziós időszakában, mint az expanziós időszakokban. (Kosowski, 2011; Salganik-Shoshan, 2017)

Ennek egyik oka a kiemelt kockázat kerülés a gazdaságilag instabil időszakokban és a volatilitás. Wang et al. (2018) azt tapasztalta, hogy a befektetők negatívan reagálnak az alapok volatilitására. A csökkenés statisztikailag szignifikáns és a nagy volatilitású alapok esetén a legjelentősebb. Az alacsony volatilitású alapoknál tapasztalható a legerősebb flow-teljesítmény kapcsolat, ami arra utal, hogy nagyobb nettó áramlást generál a múltbeli teljesítményhez képest.

A válságot magába foglaló 10 évben új befektetési alapok (NIF) jelentek meg a piacon, magántőke, fedezeti alapok (HF-ek) és szuverén befektetési alapok formájában, és azok a világgazdaság fontos, de ellentmondásos résztvevőivé váltak. Obama 2012-es újjavaslati

kampányában a magántőke alapokat „vérszívó tőkéseként” aposztrofálta. Az ilyen jellegű kritikák a NIF-eket - melyeket néha alternatív befektetési alapokként is neveznek - aláássák a vállalatok, azok alkalmazottainak és a szélesebb közvélemény érdekeit, hogy spekulatív befektetők kisebb csoportjának, magasabb hozamra való törekvései érvényesüljenek. Tágabb értelemben ezeknek az alapoknak a fejlődése a növekvő világgazdaság „finanszírozásának” egyik fontos jelenségeként tekinthető, ami által a pénzügyi szereplők és eszközök egyre nagyobb hatással vannak a vállalatok és a nemzetgazdaságok jólétére. Néhány kritikus (ETUC, 2009; Lysandrou, 2012) szerint, ezen alapok egy része felelős részben spekulatív tevékenységük és közvetítői szerepük által a pénzügyi piacok összeomlásáért. (Gospel et al., 2014)

Ezzel szemben mások azt állítják, hogy a NIF-ek pozitív értékkel bírnak. Alapkezelők és kutatók azzal érveltek, hogy a NIF-ek segítik a kisebb cégeket és felélnélik az alulteljesítő vállalatokat, ezzel járulnak hozzá a hosszú távú vállalati sikerekhez és a foglalkoztatás növekedéséhez. (BVCA, 2006; EVCA és PriceWaterhouseCoopers, 2001; Gilligan és Wright, 2010)

Gelos (2013) szerint a nemzetközi alapok általában kerülnek az átláthatatlan piacokat és eszközöket. Ez a viselkedés hangsúlyosabbá válik „változó” időkben, és az alapok „menekülnek” (tőkeáramlás) a kevésbé átlátható országoktól a válságok idején.

Koepke (2019) a globális kockázatkerülést és a külső kamatlábat a nemzetközi tőkeáramlást „taszító” tényezőként azonosítja. Ezek legfőképp az adósság és részvény áramlására hatnak, de a banki tőkeáramlásokat is befolyásolják. A „húzó” tényezők, mint a hazai kibocsátás növekedése, az eszközhozamok és az országkockázat az összes tényező közül leginkább a banki tőkeáramlásokra vannak hatással.

Amennyiben egy ország irányába jelentősen megnő a tőkebeáramlás, az az ország pozitív „bizalmi sokkot” élhet át. A tőke beáramlása nominális felértékelődéshez (ha az országnak lebegő árfolyama van) vagy a hazai bérek és árak emelkedéséhez vezet. A nettó eredmény - az árfolyamtól függetlenül - a reálárfolyam vagy a nemzetközi bérszínvonal versenyképességének felértékelődése vagy romlása. A negatív „bizalmi sokk” tőkeáramláshoz vezethet, ami idővel javítja a versenyképességet alacsonyabb bérek, árak és/vagy gyengülő nominális árfolyam révén. Az a megállapítás, hogy a tőkeáramlás rövid távon befolyásolhatja a versenyképesség alakulását míg a fordított hatás mérsékelt vagy nem létező, felveti, hogy a folyó fizetési mérleg alakulása a jövőbeli makrogazdasági teljesítmény fontos mutatója lehet. (Gabrisch – Staehr, 2015)

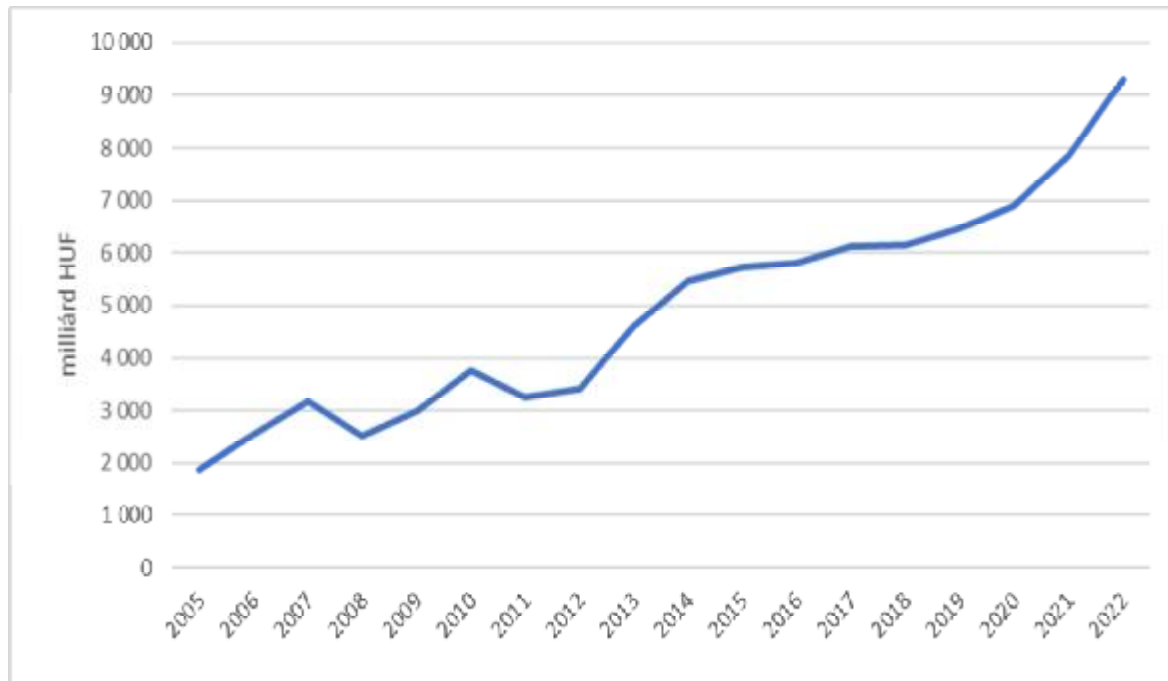
A pénzügyi stressz időszakában a tőkeáramlás volatilitása megnő. Ilyen volt például az ázsiai és a 2008-as pénzügyi és 2011-es euróválság. A fejlett gazdaságokba irányuló tőkeáramlás lényegesen volatilisabb, mint a feltörekvő piacokon. Ez azt mutatja, hogy az ilyen, magasabb jövedelmű országok nyitottabbak a tőkebeáramlásra. Ez Chinn és Ito (2006) is modellezte a tőkemérleg index segítségével. (Converse, 2018)

A befektetési alapok piaca a válságot megelőző időszakban rohamosan fejlődött. Azonban gazdasági válság okozta törés miatt, a tőke a 2007-es év végén érezhetően el kezdett csökkenni és ez a folyamat egészen a 2009-es év közepéig nem is állt meg. A mélypontot követően a piac újra fellendült és egy újabb visszaesés után, amely 2010 és 2012 között volt, a gyarapodás még jelentősebben megindult. Lane és Milesi-Ferretti (2017) is megállapította, hogy a pénzügyi globalizáció „visszavonulóban van” a globális pénzügyi válság óta, a határon átnyúló pozíciók egy jelentős bővülés után 2007-ben érték el a csúcst.

Fratzscher (2012) szerint a gyakori sokkok – például válságok, a globális likviditás és a kockázati feltételek változásai – jelentős hatást gyakorolnak a globális tőkeáramlásra. Sőt, a globális tényezők hatásai is jelentősen megváltoztak a válság során. Különösen a kockázat

növekedése és a válság fontosabb eseményei, melyek a tőkeáramlás irányának megváltozását váltották ki a válság során, számos fejlődő gazdaságból a fejlett gazdaságok irányába, miközben ellentétes hatásuk érvényesült a válság előtti és utáni időszakban. Azonban mindenkor a „flight-to-safety” elv érvényesült, miszerint a befektetők a magas kockázat helyett a biztonságosabb befektetéseket részesítik előnyben.

A következő ábrán jól látható a befektetési alapokban kezelt tőke alakulása az elmúlt 17 évben.

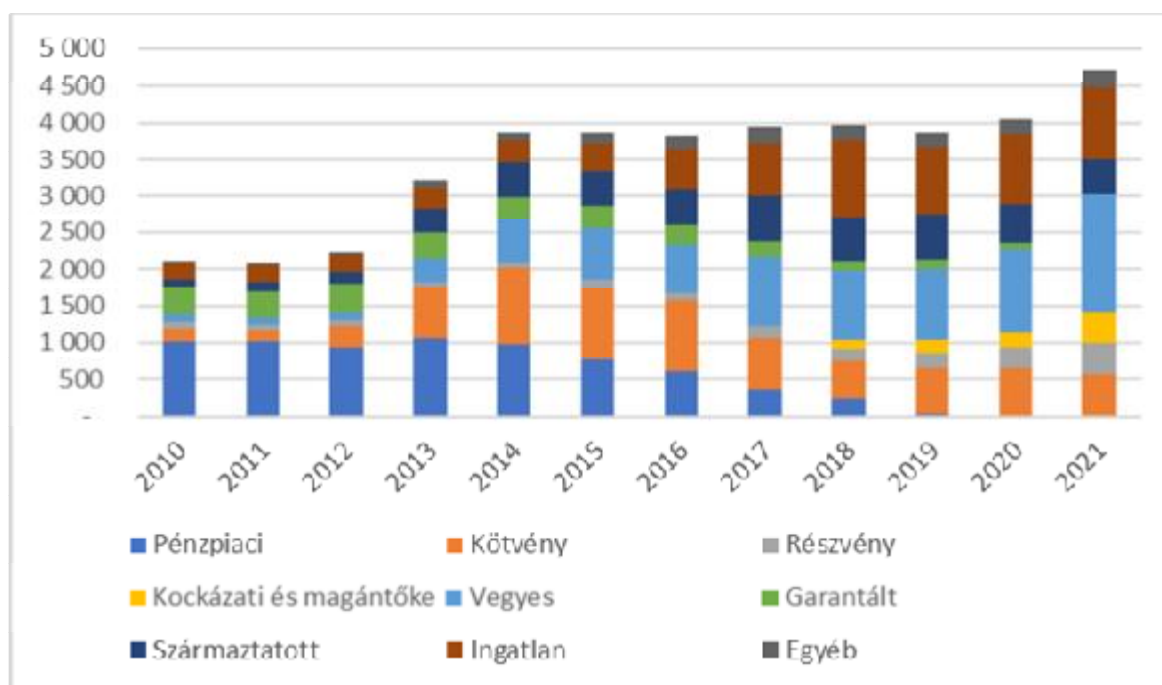


11. ábra: A befektetési alapokban kezelt tőke alakulása 2005 és 2022 között

Forrás: BAMOSZ

A befektetési alapoknak köszönhetően olyan tőke áramlik, amely vagy nem került volna be a gazdaságba, vagy kis vagyontömege miatt nem ekkora mértékben. Ezek, befektetési alapokban összegyűjtve azonban jelentős tőkét képviselhetnek.

A 12. számú ábra a háztartások tulajdonában lévő belföldi befektetési alapok megoszlását mutatja be 2010 és 2021 között. Míg 2010 és 2011-ben a magyar háztartások megtakarításuk legnagyobb részét pénzügyi alapokban helyezték a 2021. évhez közelítve ez az szám nullára csökkent. A vegyes alapok is egyre nagyobb részt kaptak a befektetési piacon. Míg a pénzügyi alapok alacsony kockázatúak a kötvény- és a vegyes alapok közepes kockázatot képviselnek. Ebből látható, hogy mind a befektetési, mind a magasabb kockázatvállalási hajlandóság növekedésnek indult.

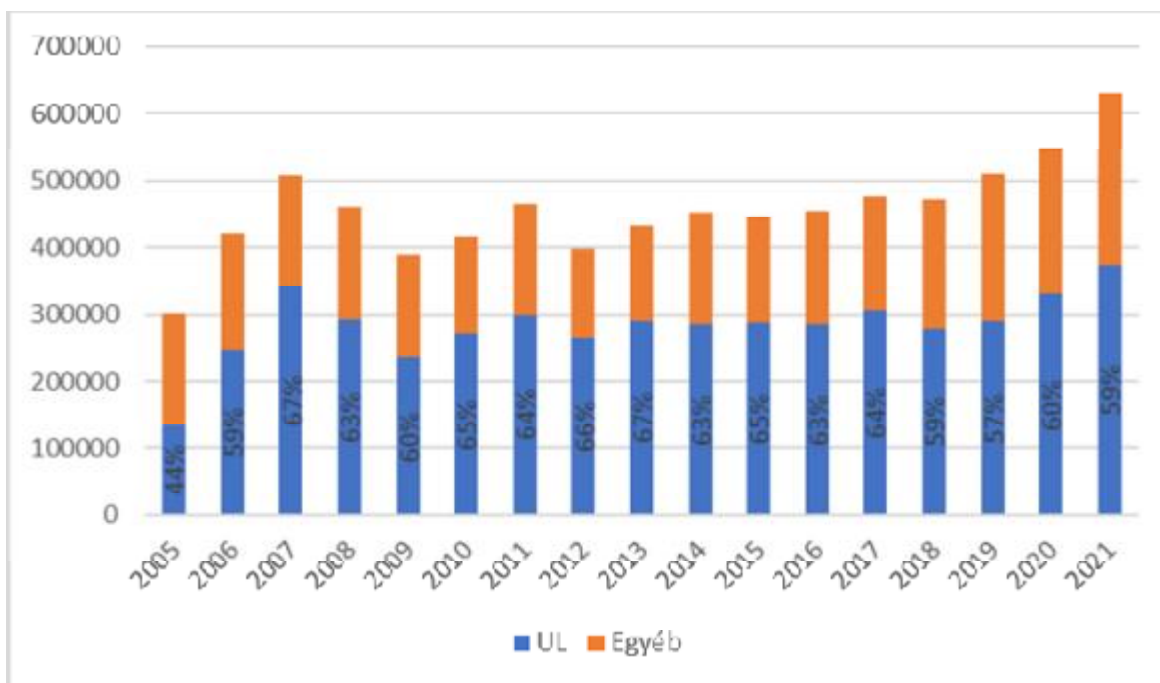


12. ábra: A háztartások tulajdonában lévő belföldi befektetési alapok megoszlása 2010 és 2021 között (mrd HUF)

Forrás: BAMOSZ, saját szerkesztés

2014-től kezdődően a befektetési alapok piacának folyamatos átalakulása tapasztalható. Néhány év minimális csökkenésétől eltekintve a növekedési tendencia egyértelmű, sőt 2021-ben további jelentős emelkedés figyelhető meg.

A biztosítási piacon, az elmúlt években végbement fejlődési folyamatokat megvizsgálva két erős, egymással összefüggő tendencia látható. Az egyik a „unit linked” típusú életbiztosítások értékesítésének dinamikus emelkedése, amely azt eredményezte, hogy a „hagyományos” életbiztosítások mindinkább a háttérbe szorultak, valamint a BEK biztosítások mögötti befektetések kockázatainak növekedése. Az alábbi grafikon jól szemlélteti a „unit linked” életbiztosítások egyre nagyobb térhódítását az életbiztosítási területen.



13. ábra: Az UL biztosítások aránya a teljes életbiztosítási piacon a díjbevételek tekintetében (millió HUF)

Forrás: MABISZ, saját szerkesztés

Ennek a jelenségnek a háttérében valószínűleg a magánszemélyek egyre nagyobb öngondoskodási hajlandósága és a megtakarítások növekedése áll. Az elmúlt években egyre népszerűbbé váltak a „unit linked” életbiztosításokhoz kínált egyre kockázatosabb eszközalapok, melyek a magas hozam reményében egyre nagyobb teret hódítottak a befektetési piacon. Hogy mi számít kockázatosnak és mi nem? Általában azokat tartjuk kockázatos befektetésekként, amelyek értéke képes hirtelen és nagymértékben megváltozni. Minél kisebb egy termék kockázata, annál alacsonyabb hozamot ígér, azonban a nagyobb kockázattal együtt nő a realizálható hozam nagysága is. Természetesen mindenkinek más az a határ, ami felett egy befektetési terméket kockázatosnak ítél meg. Vannak, akik rosszul tűrik a kockázatot, így inkább lemondanak a magasabb hozamról, viszont akadnak olyanok is, akik mindent bevetnek egy esetleges magasabb nyereség elérése érdekében.

Egy, a 2008-as válsághoz hasonló méretű recesszió elkerüléséhez nélkülözhetlenné vált egy széleskörben alkalmazható biztonsági terv kidolgozása. Erre reagálva az Európai Bizottság javaslatot nyújtott be az Európai Parlamentnek és Miniszterek Tanácsának a 2008-ban bekövetkezett válság megismétlődésének megakadályozására. Az alapvető probléma abból gyökerezett, hogy a pénzügyi intézmények nem a nemzetgazdaság működésének elősegítésére összpontosítottak, hanem inkább a rövid távú haszonszerzést helyezték előtérbe. Sőt a felelőtlen kockázatvállalást nyíltan jutalmazták. Az ilyen morális problémák kiküszöbölésére született meg a terv, egy átfogó egységes szabályozási reform kidolgozására, amely az Európai Unió szintjén valósul meg a korábbi nemzeti szabályozással ellentétben és a gazdasági és pénzügyi tevékenységek teljes körét lefedi.

Az új szabályozás 4 alappilléren nyugszik:

- Átláthatóság
- Felelősség
- Felügyelet
- Válságmegelőzés és –kezelés (Végh – Zéman – Lukács, 2014)

A következőkben ezekről szeretnénk néhány szót ejteni.

Az átláthatóság hiányát sokáig a pénzügyi tevékenységek bonyolultságával, szerteágazásával és összetettségével magyarázták. A válság azonban rávilágított, hogy valamennyi pénzügyi szereplőnek megfelelő szabályozás és felügyelet alá kell tartoznia. A korábbi szabályozások átdolgozása vagy megerősítése szükséges. Ennek érdekében több célkitűzés is született. Az alternatív befektetési alap-kezelőkről szóló irányelvre vonatkozó javaslat szerint a bizottság biztosítani akarja, hogy egységes szabályok alapján lehessen nyomon követni a lehetséges kockázatokat, amelyek a pénzügyi stabilitást fenyegetik. A befektetési-alap kezelők csak az átfogó feltételrendszernek eleget téve léphetnek be az Európai Unió piacára. A származékos és short ügyletek vonatkozásában az Európai Bizottság szabványos derivatíva szerződéseket javasol, melyeket központi szerződő feleken keresztül számolnak el, csökkentve a fizetési képzetlenségből származó esetleges kockázatot. Emellett az európai ügyletre vonatkozó információkat jelenteni kell a kereskedési adattáraknak, ezzel biztosítva az adatokhoz való hozzáférést.

A pénzügyi eszközök piacairól szóló irányelv (MiFID – Directive on Markets in Financial Instruments) szerint a bizottság még átláthatóbb kereskedést javasol a pénzügyi eszközök területén. Ezzel könnyítve meg a különböző eszközök Európán belüli kereskedését. A fogyasztók és befektetők pénzügyi rendszerbe vetett bizalma érdekében pénzügyi szolgáltatást nyújtók felelősségvállalásának szigorítása szükséges. Egyrészt a piaci visszaélések megelőzésére érdekében, másrészt, hogy vállalatirányítási szinten javuljon a pénzügyi intézmények kockázatvállalási kultúrája. Fontos, hogy a joghézagok megszűnjenek, és hogy az alkalmazott irányelvek a tőzsdén kívüli származékos és a multilaterális kereskedésben alkalmazott eszközökre is kiterjedjenek.

Vállalatirányítási szinten a vállalkozás hosszú távú pénzügyi érdekeit kell előtérbe helyezni. Ez nagyobb hatáskört és függetlenséget biztosít a kockázatkezelőknek. A részvényesek, auditorok és pénzügyi felügyelők szerepvállalásának előtérbe helyezése szintén fontos lépcsőfoka egy új felelősségteljes működés számára.

A bekövetkezett világválság rávilágított arra, hogy a nemzeti felügyeleti hatóságok között fennálló koordináció terén hiányosságok vannak. Ennek kiküszöbölésére született meg a javaslat egy uniós szintű felügyeleti rendszer kidolgozására. A 2011 elején hatályba lépő Európai Felügyeleti Keret magába foglalja az Európai Rendszerkockázati Testületet, amely biztosítja, hogy a makrogazdasági kockázatokat kellő időben felismerjék és kezeljék. Az EBA (European Banking Authority), EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority) és ESMA (European Securities and Markets Authority) az európai ágazati felügyeleti hatósággal karöltve megkezdte egy egységes „szabálykönyv” kidolgozását. A bizottság a hitelminősítők működésének felügyeletét is uniós szintre kívánja emelni, előírva, hogy az ESMA keretében nyilvántartásba kell venni azokat. A hatóságnak kizárólagos felügyeleti hatásköre van a minősítők felett és a strukturált pénzügyi eszközök kibocsátóinak minden érdekelt hitelminősítő számára hozzáférést kell biztosítania az információkhoz.

A legfontosabb az, hogy a 2008-ban bekövetkezett gazdasági összeomlás ne következzen be újra. Ehhez szükséges, hogy a pénzügyi rendszerbe egy megfelelő előrejelzési metódust kell

kidolgozni. Ehhez a legfontosabb lépések, egy hatékonyabb likviditási rendszer kidolgozása a tőkekövetelmény irányelv (CRD) alapján. A számviteli standardok célja, hogy segítséget nyújtson a felhasználói döntésekhez, jobban tükrözze a kitűzött értékeket. A szanalási alapok létrehozása segítséget nyújt abban, hogy a felszámolással járó költségek nem az adófizetőket terhelje. Ezeknek az alapoknak kellő tőke áll rendelkezésére, hogy fedezetet nyújtson egy átlagos méretű bank csődje esetén. Ezzel kerülve el azt, hogy a fizetéseképtelenség ne lehessen hatással a pénzügyi rendszer stabilitására.

A válság hatására 2014. május 15-én fogadták el a MiFID II, a pénzügyi eszközök piacairól szóló új irányelvet (2014/65/EU). Ezzel hatályon kívül került a befektetési alapkezelőkről és a kollektív befektetési formákról szóló, nem is olyan régen alkotott 2011. évi CXCVIII. törvény. A szabályozás központi eleme az alternatív befektetési alap (ABA) és alapkezelő (ABAK), illetve ezek közül külön kiemeli a nyilvános nyílt végű befektetési alapot (ÁÉKBV), illetve kezelőjét. Az alternatív befektetési alapkezelő rendszeres gazdasági tevékenységként befektetések kezelésével és kockázatkezeléssel foglalkozik, egy vagy több alternatív befektetési alapot, illetve részalapot kezel. Ezen uniós jogszabály a fentebb említett javaslatok szerint pénzügyi piacokon lebonyolított kereskedelmi tevékenységet megfelelően szabályozza, új jogi keretet biztosítva neki, és nagyobb hangsúlyt fektetve a befektetők védelmére. Az irányelv főbb célja a pénzügyi termékek szabályozott kereskedelmének biztosítása nemzetközi szinten. Az átláthatóság megerősítése illetve növelése, mely elsősorban a pénzügyi eszközök árára vonatkozik. Az árupiaci spekulációs lehetőségek „kordában tartása”, korlátozása. Az új technológiák miatti kihívásokra való időbeni reagálás, valamint a befektetők védelme.

A kormányoknak a 2014-es uniós rendeleteket és irányelveket harmonizálniuk kell nemzeti szinten. A pénzügyi eszközök piacáról, piaci visszaélésekről és a befektető-védelemről szóló jogszabályoknak a nemzeti jogrendbe legkésőbb 2016. július 3-ig meg kellett jelenniük, és 2017. január 3-dikával hatályba kellett lépniük.

2013-ra Magyarország kikerült az Európai Unió Túlzott Deficit Eljárásából. A kormány a hiány és az államadósság megfékezését tehermegosztó fiskális politikával kezelte. A kormány és a jegybank célja lakossági devizahitelek mentésén túl, a bankok pénzügyi pozíciójának konszolidálása volt. Az állam konszolidációs tevékenysége a puha költségvetési korlát mentén történt. Az aktív, piacsabályozó állam feladata, hogy a költségvetési szektort és annak szereplőit megmentse a pénzügyi összeomlástól. Következő feladata pedig, hogy az kimentettek újabb eladósodása ellen gazdasági és adminisztratív gátakat építsen. (Kornai, 2014; Fink et al., 2011; Dietrichson et al., 2013)

Sajnos az előzőekben leírt nemzeti és nemzetközi platformokon kidolgozott szabályozások bevezetésének ellenére is jócskán akadtak nemzetgazdaságok, melyek szinte képtelennek bizonyultak a válság megfelelő kezelésére. Ide tartozik Görögország is, amely a növekvő államadósság problémájának megoldásához a korábbiakhoz képes minimális mértékű nemzetgazdasági korrekciókat alkalmazott. (Manolopoulos, 2011) problémát jelentett még a hitelt felvevő, felzárkózni kívánó országok esetében, hogy tömegesen mondott csődöt az IMF által favorizált export-vezérelt neoliberális gazdaságpolitika. (Roubini-Setser, 2004)

A pénzügyi válság európai aspektusát tekintve több szempontból is rejtélyes és fejtörést okozott, mivel kihívás elé állított minket, hogy megértsük a bankok és pénzügyi intézmények szerepét a kapitalizmus európai modelljében és a EU monetáris és pénzügyi integrációjának bonyolult és szövevényes kapcsolatát. Az EU válasza az eseményekre azt mutatja, hogy egyszerre globális élharcosa és áldozata körülményeknek, és felhívja figyelmünket a további cselekvésre. (Hodson – Quaglia, 2009)

3.6 A COVID-19 járvány világgazdaságra gyakorolt eddigi hatása

2020. januárjában felütötte fejét az új szalagcím, miszerint korona vírus járvány tört ki Kínában. Mindenki nyugodtan hátradőlt a fotelben abban a biztos tudatban, hogy „Ugyan már! Mi bajunk lehet, hisz olyan távol van Ázsiának az a része”. Mégis, 2020 márciusára elérte Európát is a korona vírus okozta pandémia, és ezzel kezdetét vette a harc az ismeretlen ellen. A COVID-19 (koronavírus-betegség 2019, coronavirus disease 2019) egy vírusos, légúti, illetve légzőszervi megbetegedés, amelyet a SARS-CoV-2 nevű koronavírus okoz. Az Egészségügyi Világszervezet (WHO) 2020. március 11-én hirdette ki a betegség okozta világgazdasági megjelenését. Ekkor még csak sejtető volt az, ami mára bebizonyosodott, hogy nem csak egy globális szintű járvány kezdete, hanem egy újabb gazdasági világválságé is. A többi világgazdasági járványtól eltérően ez példátlan hatást gyakorolt a munkaerő- és fogyasztói piacra. A járvány, az olajpiaci válsággal kombinálva erőteljes hatást gyakorolt az Egyesült Államok gazdaságára, ami a tőzsdei volatilitásban, munkanélküliségben, a fogyasztói bizalom és fogyasztás visszaesésében, és alacsonyabb ipari termelésben mutatkozott meg. A gazdaság- és monetáris politika olyan mértékű hatásokat és kilengéseket tapasztalt, amelyek hatásukban nagyban hasonlítottak vagy meg is haladták a korábban bekövetkezett 2008-as, 1978-as és az 1929-es globális válságokét. (Zongyun et al., 2021) Mi lehet ennek az oka? A potenciális járvány nagy bizonytalanságot szül, amely a piacok evidens, hogy negatívan reagálnak. A „megszokott” működés és viselkedés korlátozása van a legnagyobb hatással a gazdaságra. A hirtelen megváltozott gazdasági környezethez való igazodás elkerülhetetlen, de időigényes is egyben. A fogyasztás visszaesett, bezártak a gyártósorok, ezáltal az alapanyag és áruforgalom is akadozni kezdett. A vendéglátóipar szinte teljesen leállt és az emberek is sokkal kevesebbet utaztak, mint azelőtt. A fentiek tükrében nem csoda, hogy a piacok csökkenni kezdtek.

2020 első negyedében bevezetett, példátlan egészségügyi intézkedések a COVID-19 járvány megfékezésére súlyos pénzügyi sokkot váltott ki. Feltűnően nagy hatással volt az euróövezet piacainak pénzügyi helyzetére, azok ágazataira és magukra a nemzetgazdaságokra is. A határon átnyúló aktívák csökkenni kezdtek, míg azt a második negyedévben egy hasonló méretű ugrás követte. Ennek köszönhetően az euróövezet szinte minden ágazata csökkenteni, majd a hirtelen növekedéssel párhuzamosan növelni kezdte kitérttségét. (Carvalho – Schmitz, 2021)

A fix kamatozású befektetési alapok likviditásának átalakulása is jelentősen hozzájárult a COVID-19 válság idején, a likvid eszközpiacon tapasztalható hirtelen megugró változókon és koncentrált eladáshoz. A befektetési alapok tömegesen kezdték értékesíteni a likvid eszközöket. A visszaváltható részvények mögött többnyire likvid eszközökből álló portfólió állt. (Ma et al., 2020)

A fenti hatás nemcsak az európai térségben, hanem világszinten észlelhető volt. 2020 márciusában a COVID-19 világgazdasági kitértésekor a befektetők tömegesen kezdték visszaváltani részvényeiket. A nagy visszaváltások az Egyesült Államok befektetési piacát érintette leginkább. Az első közegészségügyi vészhelyzet kihirdetésére 2020. január 31-én került sor, márciusra pedig felerősödtek az igazolt fertőzésekről szóló jelentések. Március 13-án szövetségi szintű vészhelyzetet hirdettek ki az Egyesült Államokban. A pénzügyi piacok az események bekövetkeztekor megdőltek. Különösen vállalati kötvénypiacok váltak súlyos feszültségek és jelentős likviditási problémák színterévé. Az FED (Federal Reserve) március 23-i agresszív reakciója az elsődleges piaci vállalati hitelkeretre (PMCCF) és a másodlagos piaci vállalati hitelkeretre (SMCCF) irányultak, amelyek 300 milliárd dollár értékű befektetési minősítésű vállalati kötvények megvásárlását tűzték ki célul. Április 9-én a FED bejelentette, hogy ezek a programok összesen 850 milliárd dollárra, valamint egyes magas hozamú kötvényekre is kiterjeszti. Ezek az intézkedések példátlanok voltak a FED történetében, hiszen az USA most először szállt be a vállalati kötvények vásárlásába. Ennél fogva a bejelentéseik

nagy hatással voltak a vállalati kötvénypiacokra. Mind a befektetési minősítésű, mind magas hozamú vállalati kötvények felárai - amelyek március 23-ig közel háromszorosára nőttek a járvány előtti szinthez képest - a két politikai bejelentést követően megfordultak. (Falato et al., 2021)

A járvány okozta sokk válsághoz vezetett a pénzügyi rendszerben és az államkötvénypiacokon, melyet csak merész jegybanki fellépéssel lehet enyhíteni. A bizonytalanság súlyos, széles körű problémákat okozott a pénzügyi eszközök volatilitásában valamint stresszt a pénzügyi rendszerek működésében.

A válság a szektor méretéhez viszonyított arány figyelemre méltó volt. A 2008 szeptemberében, a globális pénzügyi válság idején tapasztaltakhoz hasonló, a kiváltó ok eltérő természete ellenére is. 2020. március 6-tól kezdődően hirtelen felgyorsult a tőkekiáramlás, amely a következő napokban, a szövetségi jegybank által létrehozott MMLF-nek (Money Market Mutual Fund Liquidity Facility) köszönhetően lassulásba kezdett. Az MMLF létrehozása segítséget nyújtott a pénzpiaci alapoknak, hogy alkalmazkodjanak a megváltozott piaci helyzethez, a befektetők megnövekedett visszaváltási igényéhez, stabilizálta az Egyesült Államok short-term befektetési piacait és elősegítette a gazdaság hitelezési folyamatait. A csomag struktúrája és célja nagyban hasonlított a 2008-as AMLF-hez (Asset Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility), melyben a igazgatótanács felhatalmazta a bostoni szövetségi bankot, hogy vissza nem térítendő kölcsönt nyújtson az arra jogosult bankok számára eszközök vásárlásához. (Anadu et al., 2021)

2020. március 10-én az Európai Bizottság javaslatot tett két támogatási csomag kidolgozására és bevezetésére. Ezek voltak a Corona Response Investment Initiative (CRII) és Corona Response Investment Initiative Plus (SRII+). A CRII 25 milliárd eurós kezdeményezés célja az egészségügyi rendszerek, kkv-k és a munkaerőpiacok támogatása volt Európa szerte. A javaslat szerint a bizottság 7,5 milliárd eurónyi befektetést és mintegy 17,5-18 milliárd eurónyi strukturális alapot szabadít fel. Ez a kezdet, de további források mozgósítása szükséges az unió költségvetésében a hatékonyság növelése érdekében. (Demertzis et al., 2021)

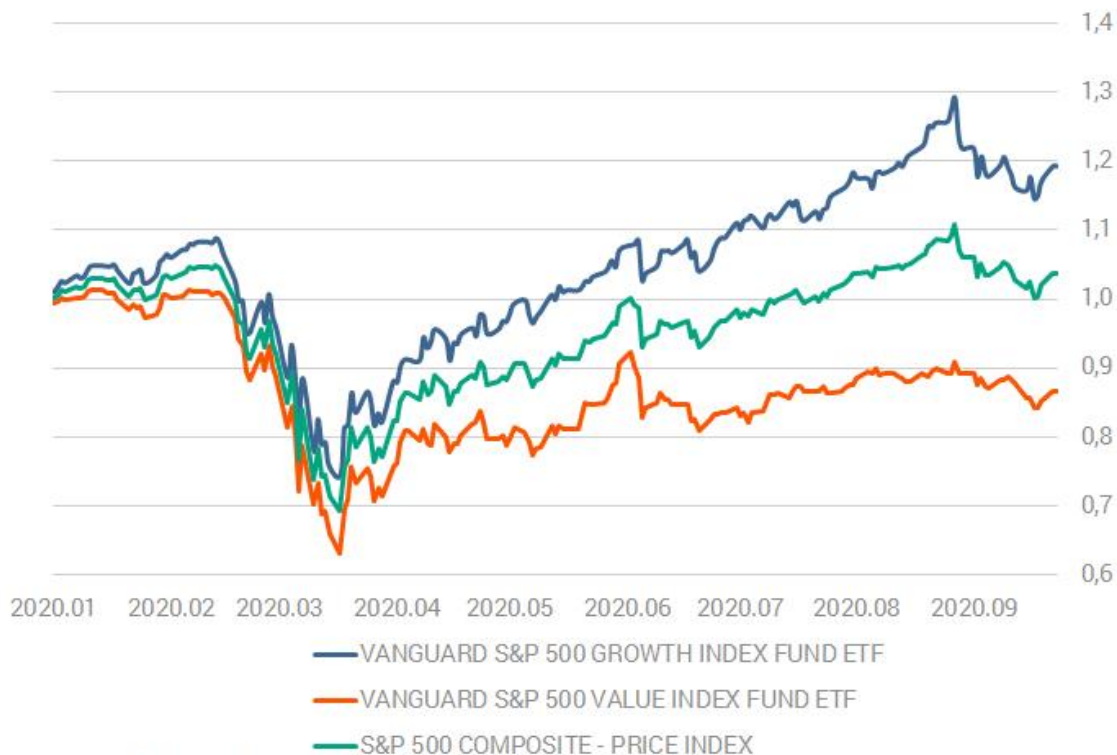
Shehzad et al. (2020) tanulmányában az APGARCH modellt alkalmazva megállapította, hogy a COVID-19 jelentős és káros hatással volt az S&P 500 állományának hozamára, azonban jelentéktelen hatást mutatott a Nasdaq Composite indexre. Az európai és az amerikai piacok nagyobb eltérést mutattak a COVID-19 időszakában, mint a 2008-as gazdasági válság alatt, ellenben az ázsiai piacokkal, melyeket a gazdasági válság alatt produkáltak nagyobb eltérés. Ez azt jelenti, hogy az európai és az amerikai piacokat mélyebben érintette a COVID-19 járvány, mint az ázsiaiakat. Tehát azok még mindig jobb lehetőségeket kínálnak a pénzügyi kockázatok diverzifikálására.

Himanshu et al. (2015) kutatása is alátámasztja, miszerint a COVID-19 járványnak köszönhetően a befektetési preferenciák megváltoztak. A befektetők az alacsonyabb kockázatú vagy kockázatmentes eszközöket részesítették előnyben. A biztosítás bizonyult a legkedveltebb befektetési típusnak, amit az arany, bankbetét és az állami előtakarékosági alapok (PPF) követtek.

A COVID-19 válság a kibocsátás példátlan zsugorodását és a munkanélküliség eddigi leggyorsabb ütemű növekedését eredményezte. A válság szokatlanul nagy ármozgásokat okozott a pénzügyi piacokon. A részvénypiacon az S&P 500 index eddigi léte legmeredekebb süllyedését produkálta, 34%-ot veszített értékéből a 2020. február 19 és a március 23-a közötti 5 hetes időszakban, mielőtt április végére több mint 30%-kal pattant vissza. A kötvénypiacon 2020 márciusában „elpárolgott” a likviditás, nem csak a vállalati kötvények (Kargar et al., 2020;

O'Hara és Zhou, 2020), hanem az általában likvid államkincstárak esetében is. (Schrimpf, Shin és Sushko, 2020) Míg a beavatkozások nyomán javulni kezdett a likviditás, a Szövetségi Jegybanknál fellépő átmeneti hiány hatalmas piaci zavarokat okozott. (Pástor – Vorsatz, 2020)

Ez a viselkedés figyelhető meg a részvénypiacok esetén is. Pozitív hírek megjelenése - pl. oltóanyagot fejlesztés, vagy a járvány lassulása – azonnal hatást gyakorol a szegmensre. Rohamos vásárlásnak és a rövid távú ügyletek (amelyek a piac esésére rendezkedtek be), lezárásának (ún. Short squeeze) lehetünk tanúi. Ezt szemlélteti az alábbi grafikon is, ahol az S&P 500 amerikai részvénypiaci index és ETF-ek alakulását figyelhetjük meg.



14. ábra: S&P 500 és ETF-ek értékének relatív változása 2020 1-3. negyedévében

Forrás: Portfolio, 2020

Forbes és Warnock (2021) szerint a szélsőséges tőkeáramlási epizódok előfordulása nem nőtt a gazdasági válság utáni időszakban, és a legtöbb intézkedés csökkentette azt. Ez a csökkenő tendencia előfordulása még a fokozott piaci volatilitás időszakában is fennállt, - 2020 első felében - amikor a COVID-19 világszerte elterjedt.

A hazai befektetési piacon körül tekintve láthatjuk, hogy a befektetési alapok többsége sértetlenül vészelte át a koronavírus okozta válságot. Az ingatlan portfóliók és rövid kötvényalapok bizonyultak a legstabilabbaknak. A krízis legnagyobb vesztesei a nagy kockázatot hordozó vegyes és abszolút hozamú alapok lettek, mert ezek viszont mélyrepülésbe kezdtek. Az alábbi ábra az OTP Supra árfolyamának alakulását mutatja 2019 és 2020 októbere között.



15. ábra: OTP Supra egyéves árfolyamának alakulása 2019 és 2020 októbere között

Forrás: Portfolio, 2020

A legnagyobbakat a magyar, görög, török és latin-amerikai részvényekbe fektető alapokkal lehetett bukni 2020-ban. A legnagyobb veszteséget viszont az összes alap közül az Axiom alapkezelő egyetlen nyilvános alapja szenvedte el. A 2020-as év legrosszabbul teljesítő, forintos, lakossági befektetési alapjai a következők voltak.

Alap neve	Idei hozam
K&H Navigátor F	-28,4%
AEGON IstanBull A	-28,6%
Amundi Magyar Indexkövető Részvény	-28,7%
K&H Navigátor	-29,0%
CIB Indexkövető	-29,1%
OTP Supra	-29,6%
Generali Amazonas Latin-Amerikai Részvény	-34,7%
Accorde Spartan Görög Részvényalap A	-37,3%
Dialóg Expander Részvény Alap	-45,4%
Axiom Aplus Származtatott Alap	-66,7%

16. ábra: 2020 legrosszabbul teljesítő, forintos, lakossági befektetési alapjai

Forrás: Portfolio 2020

A COVID-19 okozta válságnak köszönhetően, új tőzsdéi termék kezdte meg hódítását a piacon. A befektetési alapok piacán, mint sok más piacon, a darwin-i szabály (azaz természetes szelekció) érvényesül, miszerint a gyengén teljesítők elbuknak, míg a jobban teljesítők még nagyobb előnyt szereznek. Hogy a jövőben a piac és befektetési alapok ne veszítsenek vonzerőjükből, fontos a piac ösztönzése új alapok bevezetésére és a gyengén teljesítő alapok kivonására. Ez biztosítja, hogy a befektetési alapok ágazata továbbra is vonzó, versenyképes és előnyös maradjon a befektetők számára. (Wang et al., 2020)

Az arany korábban egyet jelentett a pénzügyi biztonsággal. A történelem során a háborúk és gazdasági recessziók okozta létbizonytalanság túléléséért aki tehette, aranyat vásárolt. Ez a nemesfém bizonyult a legértékállóbb eszköznek minden helyzetben.

Ez a dicsfény mára elhalványodni látszik és helyette egyre inkább a nagybefektetők új kedvence az ESG-alapok veszik át a vezető szerepet. Ide tartoznak az Environment (környezet), Social (társadalmi) és Governance (felelős vállalatirányítási) szempontokat szem előtt tartó befektetések.

Mirzan et al. (2020) kutatásuk során megállapították, hogy mivel pandémiák nagyon ritkák, ezért a vizsgált időszak egyedülálló bizonyítékot szolgáltat arra vonatkozóan, hogy egy globális fertőzés milyen hatással lehet befektetési alapokra. Eredményeik rávilágítanak a korábban figyelmen kívül hagyott alternatív befektetési lehetőségek létjogosultságára, amelyek biztonságos alternatívát nyújthatnak a befektetők számára a hatalmas globális és pénzügyi stressz idején. Arra a következtetésre jutottak, hogy az ilyen típusú befektetések a válságok különösen magas volatilitású időszakában is életképes versenyzői a befektetési piacnak.

A hagyományos befektetésben az ESG integráció célja nem a társadalmi értékek alkalmazása a befektetési döntésekben, hanem annak mérlegelése, hogy az ESG tényezők hozzájárulnak-e vagy adott esetben csökkentik-e az adott befektetési lehetőség értékét. A fenntarthatóságot szem előtt tartó befektetők számára az ESG beépítése információforrást jelent a mélyebb és átfogóbb elemzésekhez és ezáltal egy jól megalapozott befektetési döntéshez. (Klaiber et al., 2019)

A kibocsátó jelenleg maga ítéli meg, hogy egy befektetési alap megfelel-e vagy sem a fenti minősítésnek, a tőzsdei felügyeletek utólagos jóváhagyásával. Az Internal Association for Sustainable Economy (IASE) által kidolgozás alatt van azonban egy standard minősítési rendszer és az azt ellenőrző testület, amely segít abban, hogy hitelesen megállapítható legyen, hogy egy eszköz valóban megfelel-e a környezetvédelmi és etikai szempontoknak. A fenntartható befektetésekre fókuszáló alapok piaci részesedése ugyan még nem jelentős a teljes piacot tekintve, de a nagyobb fogyasztói tudatosság, környezet- és klímavédelem létjogosultságot biztosít ezeknek a termékeknek.

Még korai felbecsülni a koronavírus hosszútávú gazdasági hatásait, de a magyar befektetési alapokat kezelő szakemberek szerint a 2020 első negyed/fél évén túl már nem lesznek érzékelhető negatív gazdasági következményei a járványnak és az ezt övező pániknak. Hosszabb távú következményekkel nem biztos, hogy kell számolni. Akadnak olyanok, akik szerint erősen túlreagálják a tőzsdék a járványt és olyan is, aki szerint komoly, de inkább csak átmeneti sokkot okozhat a vírus. Ezt a reakciót kihasználva, sokan nyerhetnek helyzettel. Aki rendelkezik kellő tőkével az meglovagolhatja a járványhelyzet okozta hullámokat. Amint eléri a piac a mélypontot, érdemes lesz bevásárolni, abban bízva, hogy az alapok ismét eléri a pandémia előtti pozíciójukat.

Ezzel szemben Gavrilović – Vučeković (2020) már kevésbé bizakodó. A COVID-19 világjárvány okozta pénzügyi válság még mindig tart, és véleményük szerint, végleges következményei csak az elkövetkező években lesznek láthatóak. A folyó fizetési mérleg és a külső adósság megnövekedett, ami a költségvetési hiányban és államadósságban is tükröződik, ezzel félrevezetve a világ országainak gazdaságait, miszerint csak az állami kiadások ellenőrzésével lehet a válságot elkerülni, miközben figyelmen kívül hagyja a magánszektortól származó hitelfelvételt.

4. ANYAG ÉS MÓDSZER

Doktori disszertációmban a magyar befektetési piac fejlődésének trendjeit vizsgáltam, összefüggésben a gazdasági világválság és COVID-19 világjárvány hatásaival. Dolgozatom első részében a vizsgált témához kapcsolódó szakirodalmat dolgoztam fel, amely segít a téma és a végbemenő folyamatok átfogóbb megismerésében és értelmezésben. Ebben a fejezetben a vizsgálatomhoz használt adatok kinyerését és a feldolgozásukhoz szükséges statisztikai módszereket szeretném bemutatni.

A statisztika mint gyakorlati tevékenység a tömegesen előforduló jelenségek egyedeire vonatkozó információk gyűjtése, feldolgozása, elemzése, ennek alapján a vizsgált jelenség egészének tömör, számszerű jellemzése. A statisztika másrészt az információk összegyűjtésének, leírásának, elemzésének, értékelésének és közlésének tudományos módszertana. (Korpás et al., 1996)

A statisztikai munka négy fázisát különíthetjük el.

Tervezés: Először az adatgyűjtés, illetve a statisztikai elemzés célját kell meghatározni. Magyarországon az adatvédelmi törvény tartalmazza a célhoz kötöttség elvét. Ez azt jelenti, hogy személyes adatot gyűjteni, feldolgozni csak pontosan meghatározott jogszerű célra szabad. Az adatkezelés minden fázisában fenn kell állnia e célnak. Tilos az adatok készletezése. Éppen ezért ebben a szakaszban meg kell határozni a gyűjtendő adatok körét. Továbbá meg kell tervezni az adatgyűjtés gyakoriságát, idejét, helyét, módját.

Adatfelvétel: Az adatfelvétel a statisztikai adatok beszerzését jelenti. Ez vagy más adatforrásokból való átvételt, vagy adatgyűjtést jelent. Az adatgyűjtés történhet kikérdezéssel (pl. kérdőívek alkalmazása), megfigyeléssel (pl. mérés), kísérlettel.

Feldolgozás: Itt kell elvégezni az adatok ellenőrzését és helyesbítését; azok osztályozását, az eredmények táblákba foglalását. Ez történhet kézi vagy gépi eszközökkel.

Elemzés: Matematikai és logikai műveletek végzését jelenti. Ekkor különböző mutatók kiszámítása, értelmezése, szöveges elemzések készítése, grafikus reprezentáció készítése történik. (Kovács – Petres, 2006)

4.1 A vizgálathoz felhasznált adatok és elemzési módszerek

„A statisztikai elemzések kiindulópontját képező adatok egy részét adatgyűjtéssel, adatfelvétellel nyerjük. Az alap adatokat szolgáltató adatgyűjtés nagy körültekintést igénylő munka. Az adatfelvétel eredményességéhez a statisztikai tevékenységeket az adatgyűjtéstől egészen a közlésig, illetve a felhasználásig meg kell tervezni. Ennek hiányában adataink a vizsgált jelenségek, folyamatok bemutatására alkalmatlanok lesznek.” (Horváth, 1994)

Elemzéseket és statisztikákat Magyarországon a Magyar Nemzeti Bank és több gazdasági elemzéssel foglalkozó intézmény közöl. A következő statisztikai elemzéshez az adatokat a Befektetési Alapkezelők és Vagyonkezelők Magyarországi Szövetségének (BAMOSZ) honlapjáról szereztem be. Az osztrák befektetési piac vizsgálatához az Osztrák Befektetési Társaságok Szövetségének (Vereinigung Österreichischer Investmentgesellschaften, VÖIG) honlapja nyújtott segítséget.

A kutatási folyamat 4 szakaszból áll.

A vizgálathoz a matematikai statisztikai módszereket, illetve az összehasonlítás módszerét alkalmaztam, ami két vagy több statisztikai adat egymáshoz való viszonyítását jelenti. Az így kapott eredményeket grafikon és táblázat segítségével foglaltam össze, ami segítette az eredmények könnyebb értékelését.

Első szakasz

A 2007 közepén kibontakozott amerikai pénzügyi válság 2008 őszére az európai államokat is elérte, és az egységes európai piac legnagyobb gazdaságai is deflációval, valamint gazdasági visszaesséssel néztek szembe. Az EU tagállamainak legtöbbször, köztük a legnagyobbak is, a stabilitási és konvergenciaprogramjaikban vállalt egyensúlyi célkitűzések feladására, illetve gazdaságélénkítő csomagok bevezetésére kényszerültek, hogy ellensúlyozni tudják a fogyasztás szűkülését, a termelés- és munkahelycsökkenést, valamint a meghatározó ágazatok összeomlását. 2009-re a válság már a globális hitelpiac megroppanásához és reálgazdasági zsugorodásához vezetett. A globális hitelpiacokon bizalmatlanság uralkodott, az államadósságok finanszírozása bizonyos országokban jelentős kihívást jelentett, a kockázatkerülés következtében a kisebb volumenű devizák piacáról menekültek a befektetők, amely jelentős leértékelődést, valutaválságot eredményezett. (Benczes-Kutasi, 2010) A megváltozott gazdasági környezet hatással volt annak minden elemére, többek között a befektetési piacra is. Ebben a bekezdésben a hazai befektetési piac alakulását elemeztem.

A vizsgálat a 2005 és 2020 közötti időszakot öleli fel, ami lefedi a 2008-ban kezdődött gazdasági világválság teljes intervallumát, az azt megelőző és lezárulta utáni éveket valamint a 2019-ben kirobban COVID-19 járvány 2020-ig év végéig tartó időszakát. Fontosnak tartottam ilyen terjedelmes időszakot vizsgálni, mert kizárólag így kaphattam teljes képet ezen időszak gazdasági állapotáról. Megvizsgáltam a 15 év nyilvános, nyíltvégű és egyéb befektetési alapok darabszámának és eszközértékének alakulását és a kezelt állomány darabszámának és eszközértékének megoszlását befektetési politika szerint.

A befektetési politika alapvető fontosságú elem a befektető számára, mivel informál a kockázatról, költséghatékonyságról, időbeli horizontról. Bár ez a három tényező a legfontosabb pillére a befektetési politikának, emellett tartalmazhatja a portfólió összetételét vagy a pénzügyi termékek típusát is.

Második szakasz

Kutatásom e szakaszában a hazai piac 3 alapkezelőjét - 2 piacvezető és 1 középmezőnybeli társaság - vizsgáltam. Azért esett rájuk választásom, mert az általuk közölt adatok voltak alkalmasak az összehasonlítás elvégzésére, szolgáltatott adat és időtáv tekintetében. Mindhárom esetben ugyanaz a 6 szempont volt az elemzés alapja a 2005 és 2020 közötti időszakban.

- 1) A kezelt állomány darabszámának alakulása
- 2) A kezelt alapok megoszlása a befektetési politika szerint
- 3) A kezelt alapok aránya devizanem szerint (HUF, EUR, USD)
- 4) A kezelt állomány eszközértékének alakulása
- 5) A kezelt állomány árfolyamának alakulása
- 6) A kezelt állomány 3 és 5 éves átlag hozamának alakulása szórás hibasáv megadásával

Az első két részben arra kerestem a választ, hogy a válság hatására, a hazai befektetési alapok állományában tapasztalható volt-e változás az öt szakaszra felosztott 15 vizsgálati évben.

Harmadik szakasz

Azt kutattam, hogy az osztrák befektetési piac és alapkezelői is hasonlóan viselkedtek-e a válság hatására, mint a hazai piac szereplői. Az európai térség országainak befektetési kultúrája jelentősen eltér egymástól. Hazánkkal ellentétben sokkal „kiforrottabb” a nyugati országok befektetési piaca és ezzel párhuzamosan a piacot érő hatások kezelése is. Ennek tükrében azt feltételezem, hogy az osztrák befektetési piacot kevésbé rázta meg a gazdasági válság. Az elmúlt években a korábbi keleti blokk országai jelentős, és pozitív irányú gazdasági szerkezetváltáson mentek keresztül. Az egyes országok fejlődésének üteme között viszont akkora különbség van, hogy immáron maga Kelet-Európa is kétpólusúvá vált. Annak ellenére, hogy a befektetési alapok az euroövezeti pénzügyi szektor egyre bővülő területe, az euroövezeti befektetési jegyek

összértékének közel 90%-át mindössze öt országban (Luxemburgban, Németországban, Írországban, Franciaországban és Hollandiában) bocsátották ki. Tehát a többi 14 euroövezeti országra csupán 10% esik.

Vizsgáltam, hogy a „nyugat-európai” és a magyar piac befektetési szokásaiban megfigyelt eltérésekben tapasztalható volt-e változás a válságok következményeként, az osztrák teljes kezelt állomány és egy osztrák alapkezelő darabszámának és eszközértékének alakulását vizsgálva.

Negyedik rész

Disszertációm utolsó kutatási részében az SPSS statisztikai program segítségével klaszteranalízist végeztem. Maga a klaszteranalízis, vagy klaszterezés nem más, mint egy csoportosítási feladat, melynek során egy adathalmaz elemeit különböző csoportokba, úgynevezett klaszterekbe soroljuk. Ezt úgy tesszük, hogy a megoldott feladatnak megfelelően, egy adott csoport elemei hasonló tulajdonságokkal rendelkezzenek, azaz – tágabb értelemben véve – közel legyenek egymáshoz. A feladat megoldásához tehát elengedhetetlen egy alkalmas távolságfogalom definiálása, amely megmutatja, hogy két elem mennyire közel helyezkedik el, azaz bizonyos tulajdonságaikat figyelembe véve, mennyire hasonlítanak egymásra. (Ilonczai, 2014)

A klaszteranalízis (cluster=fürt) tetszőleges objektumok különböző osztályokba (csoportokba) sorolását lehetővé tevő módszereknek és ehhez kapcsolódó algoritmusoknak a gyűjtőneve. (Szűcs, 2002)

Vizsgálatom tárgya a Magyarországon bejegyzett nyilvános, nyílt végű befektetési alapok, valamint egyéb befektetési alapok darabszámának alakulása adott időszakban. Azt szerettem volna megtudni, hogy a recesszió következményei átalakították-e, és - amennyiben igen - milyen módon a befektetési szokásokat.

Az alábbi táblázat a hipotéziseket és a hipotézisekhez tartozó vizsgálati eszközöket és módszereket tartalmazza:

6. táblázat: A hipotézisekhez tartozó vizsgálati eszközök és módszerek

Sorszám	Hipotézisek (H)	Alkalmazott vizsgálat és módszertan
H1.	A világgazdasági válság pénzügyi következménye hatást gyakorolt a hazai befektetési alapok darabszámának és eszközértékének alakulására.	Kvalitatív és kvantitatív módszer: történet forráselemzés, szekunder statisztikai elemzés a BAMOSZ által közölt adatok alapján
H2.	A hazai befektetési alapok darabszámának és eszközértékének alakulását a COVID-19 járvány gazdasági hatása befolyásolta.	Kvalitatív és kvantitatív módszer: történet forráselemzés, szekunder statisztikai elemzés, a BAMOSZ által közölt adatok alapján
H3.	A hazai befektetési alapok állományi összetételében fluktuációt tapasztalhattunk az utóbbi 15 évben, amely a válság által okozott gazdasági folyamatok átalakulásának az eredménye.	Kvalitatív és kvantitatív módszer: történet forráselemzés, szekunder statisztikai elemzés, a vizsgált BAK által közölt adatok alapján
H4.	A válság ellenére továbbra is tapasztalható eltérés a magyar és „nyugati” befektetési kultúrát képviselő ország (Ausztria) darabszámának alakulásában.	Kvalitatív és kvantitatív módszer: történet forráselemzés, szekunder statisztikai elemzés, a BAMOSZ és VOIG által közölt adatok alapján
H5.	A válság következtében a befektetési attitűdben változás tapasztalható, vagyis a piacon található alapok – befektetési politikájukat tekintve – módosultak.	Kvalitatív módszer: szekunder statisztikai elemzés klaszter analízis segítségével a BAMOSZ által közölt adatok alapján
H6.	A gazdasági válság hatására hozott központi intézkedések támogatták a pozitív gazdasági működést.	Kvalitatív módszer: történeti forráselemzés, interjú készítése hazai BAF szakemberekkel

Forrás: Saját szerkesztés

5. A KUTATÁS EREDMÉNYEI

5.1 A magyar befektetési piac alakulása 2005 és 2020 között

Dolgozatom e fejezetében a magyar befektetési piac alakulását vizsgáltam és mutattam be 2005 és 2020 között. Azért ezt a 15 évet választottam, mert öt fontos időszakot ölel fel.

- A gazdasági válság előtt (2005-2007): Ezt az időszakot az optimista gazdasági környezet, dinamikus gazdasági növekedés, és a hozamszintek emelkedése jellemezte. Ebben az időszakban a gazdasági növekedést magasabb infláció kísérte. Ezek a makró tényezők pozitívan hatottak a befektetési alapok volumenének növekedésére.
- A gazdasági válság időszaka (2008-2012): A gazdasági világválság hatása Magyarországon körülbelül 2008-tól 2012-ig volt érezhető. Ebben az időszakban a gazdasági teljesítmény jelentősen visszaesett, ami hatással volt a befektetői piacokra. Kijelenthetjük, hogy abszolút negatív gazdasági környezet jellemezte. A gazdaság minden szereplője "behúzta a keziféket", mindenki mentette azt, ami még menthető volt.
- A gazdasági válság után (2013-2016): Az infláció nélküli gazdasági tevékenység időszaka, ami egyedülálló a magyar gazdaság történetében. Az infláció 0% körül alakult, és ez erőteljes gazdasági növekedéssel párosult. Az alacsony infláció és a magas gazdasági növekedés alacsony kamatok és hozamokat eredményezett a befektetési piacon. A „merjünk újra” időszak. A gazdasági szereplők közül sokan bizalmukat veszítették, így a gazdasági válság előtti optimizmus csak nagyon lassan tért vissza.
- Magas inflációs üzleti ciklus (2017-2019 között)
- COVID-19 okozta válság időszaka (2020): A meglévő adatok alapján elemeztem a 2020-tól 2021 májusáig terjedő világjárvány időszakát. A gazdasági környezetet recesszió jellemzi, de a pénzügyi stabilitás Magyarországon és nemzetközi szinten is megmaradt. A hazai befektetési piacon körülbekintve az látható, hogy a befektetési alapok többsége 2021. május végéig sértetlenül vészelte át a COVID-19 válságát.

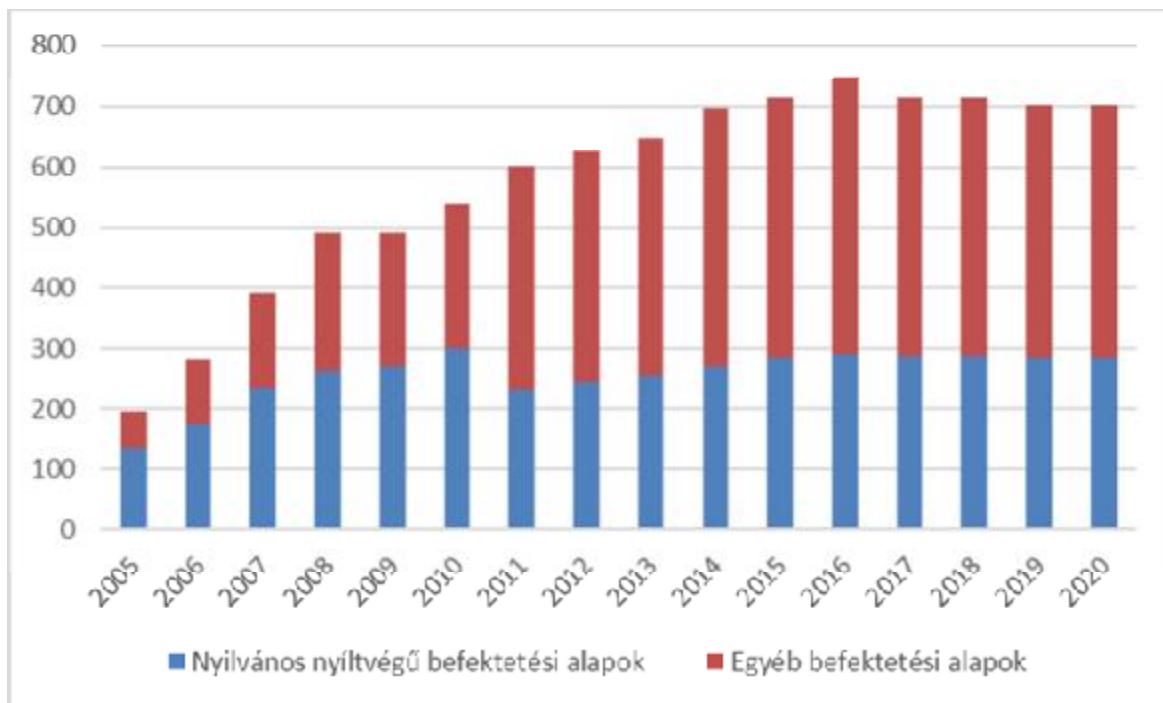
A magyar befektetési piac szokásait inkább az óvatosság jellemezi, főleg a magánszektorban. Az emberek nem mernek kockáztatni, félnek az újtól, így csak kevesen mernek új dolgokba fektetni. Menczel (1999) megállapította, hogy a hazai háztartások fogyasztásműködési törekvése csak korlátozottan valósulhat meg, mert döntő részük likviditás-korlátos. A lakásvagyon a legjelentősebb eszköz a háztartások portfóliójában, értéke hosszú távon megközelítően háromszorosa a nettó pénzügyi megtakarításoknak. (Ábel - Siklós - Székely, 1998)

Természetesen akadnak olyan befektetők is, akik magasabb hozam reményében nagyobb kockázatot vállalnak. Éppen emiatt a kettőség miatt nehéz olyan termékeket a piacra dobni, melyek minél szélesebb befektetői kört fognak meg. Nagyon fontos egy termék esetében a név, a történet és nem utolsó sorban a befektetési politika. Nem gondolom, hogy a hétköznapi emberek racionálisan tud befektetési döntéseket hozni, vagy ha igen, akkor csak abban az esetben, ha széleskörű gazdasági, piaci ismeretekkel és tapasztalattal rendelkeznek. Ebben, valamint a kockázat csökkentésében és kezelésében nyújtanak segítséget a befektetési alapkezelők.

A következő négy ábra segítségével a 2005 és 2020 között Magyarországon a BAMOSZ által nyilvántartott nyílt és zárt végű alapok év végi állományának alakulását vizsgáltam, figyelembe véve az öt, korábban megjelölt időszakot.

Az első ábra a kezelt állomány darabszámának alakulását mutatja. Látható, hogy a darabszám releváns és folyamatos emelkedést mutat két kivétellel. Az egyik a 2009-es év, amikor stagnált a darabszám a 2008-as évhez viszonyítva, valamint 2017, amikor csökkenés tapasztalható az azt

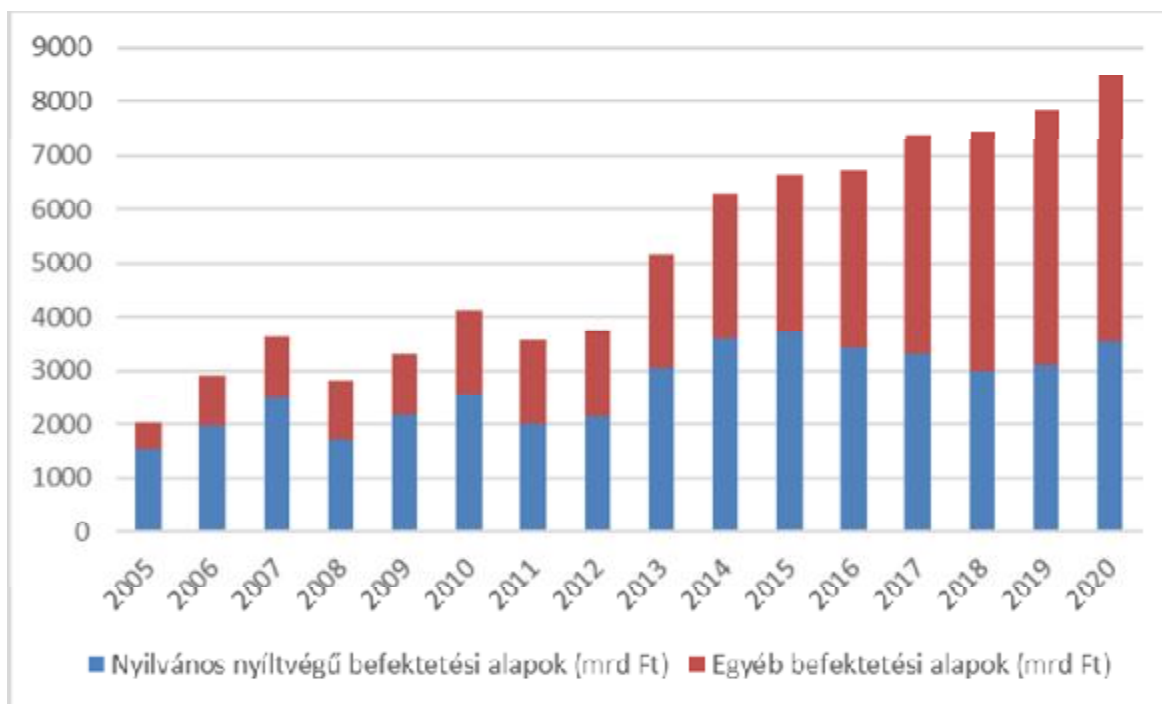
megelőző évhez képest. Az első „fennakadás” okát ismerjük. Ez a 2008-ban kirobban a gazdasági recesszió volt, ami erőteljes megtorpanást eredményezett a gazdaság számos területén, kiemelten a befektetési szektorban. A 492 alapot számláló 2008-as évet követően, 2009-re nem sikerült bővíteni a palettát. Ami önmagában nem tűnik jelentősnek, azonban a 2008-at megelőző évek növekvő tendenciáit figyelembe véve mégis jelentőséggel bír. Megfigyelhető továbbá, hogy hogyan változott a nyilvános, nyíltvégű befektetési alapok és az egyéb befektetési alapok aránya. 2005-től 2010-ig még egyértelműen a nyilvános nyíltvégű alapok hódítottak, azonban a 2008-as évben megfordult az arány az egyéb alapok javára. Ez annak köszönhető, hogy az alapok alapját átsorolták a nyilvános nyíltvégű alapokból az egyéb alapok csoportjába.



17. ábra: A hazai kezelt állomány darabszámának alakulása

Forrás: BAMOSZ, saját szerkesztés

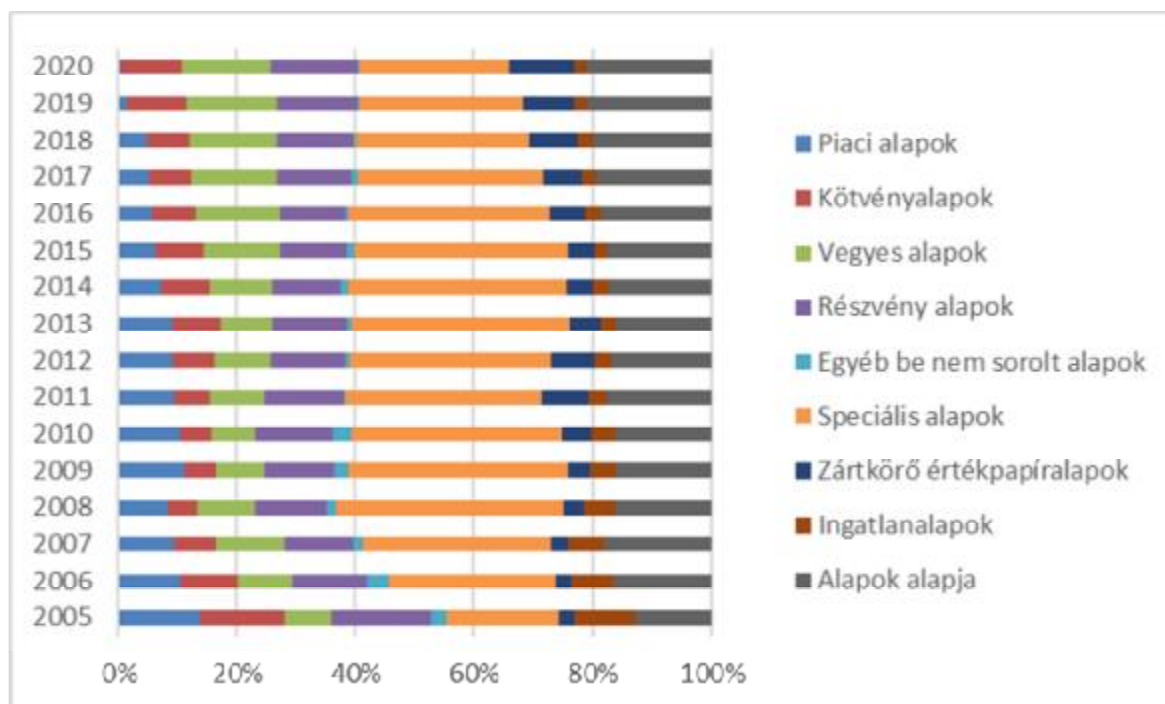
A 2005 és 2020 között kezelt állomány eszközértékének alakulása tartogat érdekességet számunkra. 2005-től kezdődően erőteljes növekedés tapasztalható. Az eszközérték, a vizsgált első három évben közel 56%-os emelkedést produkált. És ekkor jött a 2008-as recesszió és az állomány 22%-ot esett vissza. A következő évek sem hozták meg az átütő sikert, egészen a 2012-es év végéig. Igaz, látható némi növekvő tendencia, de ezt mindig újabb csökkenés követte. Ezen az ábrán nagyon jól megfigyelhető a válság előtti, maga a válság és az azt követő évek. Ahogy 2012-ben „véget ért” a kritikus időszak a állomány eszközértéke megugrotta a 5 173,1124 milliárd forintos határt és az következő évek is további növekedést hoztak. Összetételét tekintve a befektetők egyértelműen a nyilvános, nyíltvégű befektetési alapokat részesítették előnybe, és ide fektették megtakarításaik jelentős részét. Mi lehet ennek az oka? Fontos szempont, hogy ez a fajtájú alap nagyon likvid, ami azt jelenti, hogy a forgalmazó bármelyik forgalmazási napon eladhatja, illetve visszaválthatja a befektetési jegyeket az alap egy jegyre jut nettó eszközértékén. Ez a lehetőség sok befektető számára menekülési utat és nagyobb biztonságot jelent, mivel tapasztalatom szerint a hazai befektető nagy része kockázatkerülő. Emiatt, ha vállalja is a magasabb hozammal kecsegtető, de kockázatosabb alapokat, ha szorul a hurok, mihamarabb meg akar szabadulni tőlük.



18. ábra: A kezelt állomány eszközértékének alakulása (mrd HUF)

Forrás: BAMOSZ, saját szerkesztés

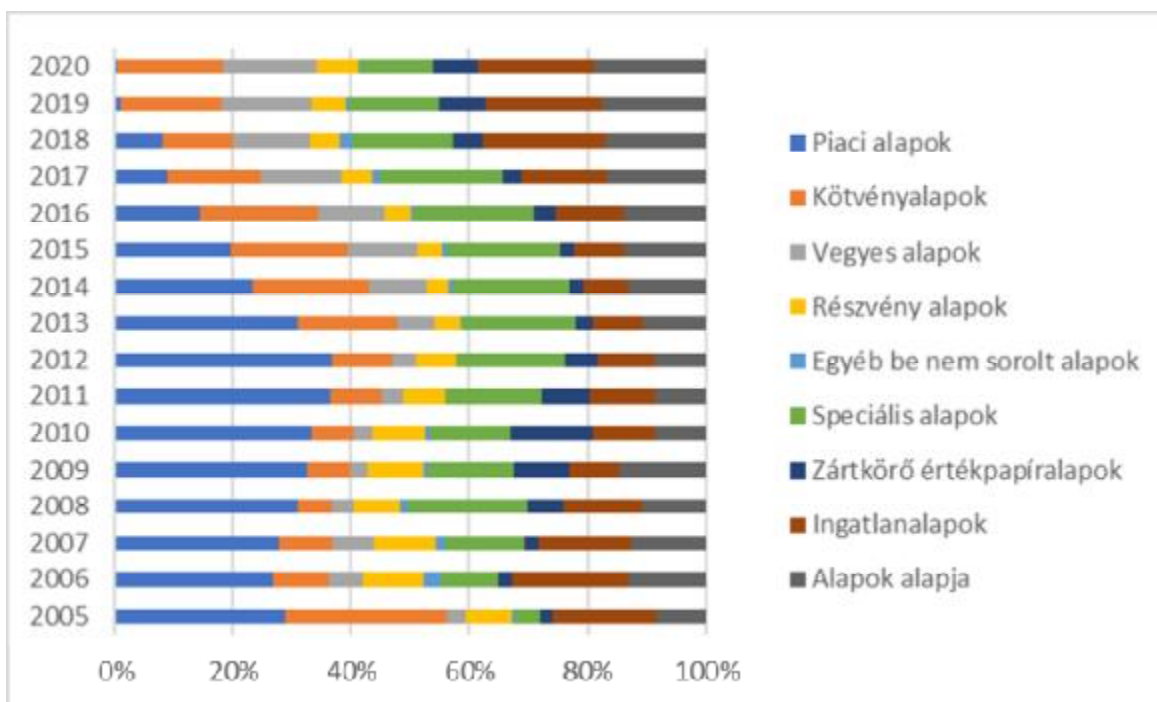
Érdekes megfigyelnünk a következő ábrát, amely a vizsgálati időszak darabszámának százalékos megoszlását mutatja befektetési politika szerint. Kilenc alaptípust tüntettem fel. Ezek között megtalálható az összes kockázati besorolás, úgy mint a pénzügyi alapok, melyek alacsony kockázatot jelentenek, vegyes alapok, melyek mérsékelt vagy közepes kockázati besorolásúak, az ingatlan és részvény alapok, melyek átlag feletti, magas kockázati szintet jelentenek. Látható, hogy az alacsony kockázatot jelentő, de ezáltal minimális hozamot adó alapok darabszámának volumenében nem történt jelentő változás. A piaci alapok 2013 év végre 59 darabbal, a kötvényalapok 2015-ben érték el a csúcst, majd ismét csökkenő tendenciát mutattak. A vegyes és részvényalapok darabszáma folyamatos – kisebb visszaesések mellett – emelkedést mutat. A darabszámok egyértelmű nyertese a speciális alapok. Ide tartoznak a nyilvános, nyílt és zárt, zártkörű garantált és származtatott alapok. A garantált alap egy olyan befektetési alap típus, amely lejáratkor (vagy akár a futamidő alatt) a tőke és esetleg azon felül még valamekkora hozam kifizetését garantálja. Az elmúlt évek legkedveltebb alapja a származtatott alapok, azon belül is főként az abszolút hozamú stratégiát követők voltak. Népszerűségük abban rejlik, hogy szinte minden piaci körülmény között nyereségre törekszik. Ugyan a teljesítményük hagy kívánni valót maga után, ennek ellenére a 2005-ben 37 darabot számláló állomány 2015-re 258 darabra duzzadt. Mivel az elmúlt bő egy évtized gazdasági mélyrepülése bizonytalan gazdasági környezetet teremtett, így elősegítette az olyan alapok térhódítását, melyeknél az alapkezelők relatív szabad kezet kaptak a befektetési politika kialakításánál. Az alapok alapja szintén hódított, mivel a 25 darabos állomány 2020-ra 146-ra bővült.



19. ábra: A kezelt állomány darabszámának megoszlása befektetési politika szerint

Forrás: BAMOSZ, saját szerkesztés

Eszközértéküket vizsgálva is érdemes megemlíteni a speciális alapokat. Míg 2005-ben értékük alig érte el a 89,0185 milliárdot, addig 2017-re már 1 523,0530 milliárdra tornázták fel magukat. Érdekeség a zártkörű értékpapír alapok állományának változása. Ellentétben a többi vizsgált tényezővel fordítottan alakult a volumene. 2005 és 2007 között nagyon gyengén szerepelt. 2007-re eszközértékének száma alig haladta meg a 89,3849 milliárdot. Azonban a 2008-as válság kirobbanásának hatására a 2010-es évig robbanásszerű növekedést mutat, szinte minden évben megduplázódott a száma. 2011-től kezdve ismét csökkeni kezdett egészen 2016-ig, amikor ismét megindult a növekedés, így 2020-ra már 660,1200 milliárdot számlált az állomány. Mind a kötvényalapok, mind a vegyes alapok a válság okozta mélyrepülést követően egyre jobb teljesítményt mutattak. Ugyan a kötvényalapok jól indítottak a 2005-ös évben, 2006 és 2012 között elég gyengén „muzsikáltak”. A 2013-as év azonban ismét kedvező széljártást hozott számukra, így új erőre kapva, azóta növekedő tendenciát mutatnak. A vegyes alapokkal is nagyjából ugyanez a helyzet, a 2005-ös évtől eltekintve, amikor eszközértékük alig érte el a 65,2397 milliárdot. Ránézve az ábrára, jól láthatók kézzel színnel a piaci alapok, mint egy stabil bázis. Megfigyelhető, hogy a 2012-es csúcstól folyamatos csökkenés indult meg, és a 2019-es és 2020-as évre szinte elenyésző szintre csökkent az állomány.



20. ábra: A kezelt állomány eszközértékének megoszlása befektetési politika szerint

Forrás: BAMOSZ, saját szerkesztés

Összevetve az előző négy ábra elemzését megállapítható, hogy a vizsgált öt időszak gazdasági környezetét jellemző attitűdök az alapok alakulását is erőteljesen befolyásolta, főleg a gazdasági világválság által érintett években. Ez alatt a befektetési kedvet, kockázatvállalást és a befektetett tőke mennyiségét értem. A 2005 és 2007 közötti optimista gazdasági környezetet jól szemlélteti a befektetési alapok darabszámának és eszközértékének egyenletes és dinamikus emelkedése. A befektetők nagyobb bizalommal fektették be tőkéjüket a nagyobb kockázattal járó, de magasabb hozamot ígérő alapokba. A 2008 és 2012 év vége közötti időszak negatív és pánik jellemezte gazdasági helyzetét is jól tükrözik az adatok. Egyértelmű megtorpanás tapasztalható minden téren, egy dolgot kivéve. Ez pedig a darabszám és speciális alapok kapcsolata. Ahogy korábban már kifejtettem, aki még továbbra is mert befektetni, az is inkább olyan alternatívát választott, amellyel nem lehet nagyot „bukni”. Ezt jelentette ez a típus, amelynek darab és eszközérték növekedése egy kicsit kozmetikázta, ezen időszak elkeserítő gazdasági adatait. A 2013-tól kezdődő időszakot egyértelműen a stabilizáció és az optimizmus felé vezető út jellemezte. A számokat figyelve látható, hogy lassan visszatért a befektetési kedv és új lehetőségek nyíltak meg a befektetési piacon. Az alapok darabszámának ugrásszerű növekedésének a 2019-es év vetett végét enyhe csökkenéssel, amely kitartott a 2020-as évben is.

A fenti eredmények alapján H1 hipotézisemet elfogadtam, amelynek alapja az volt, hogy a világgazdasági válság pénzügyi következménye hatást gyakorolt a hazai befektetési alapok darabszámának és eszközértékének alakulásában.

A H2 hipotézis azonban - miszerint a hazai befektetési alapok darabszámának és eszközértékének alakulását a COVID-19 járvány gazdasági hatása befolyásolta – megdőlt.

5.2 A magyar befektetési piac három alapkezelőjének összehasonlítása 2005 és 2020 közötti időszakban

A következőkben a magyar befektetési piac három magyar alapkezelőjét fogom elemezni a 2005 és 2020 közötti, vizsgált időszakban. Két társaság a piacvezetőkhez tartozik, míg a harmadik a középmezőnyt erősíti. Ahhoz, hogy összehasonlíthatók legyenek az adatok és egyértelműen megállapíthatók legyenek az egyezések és különbségek, az alábbiakban felsorolt szempontokat alapján fogom megvizsgálni a kiválasztott társaságokat.

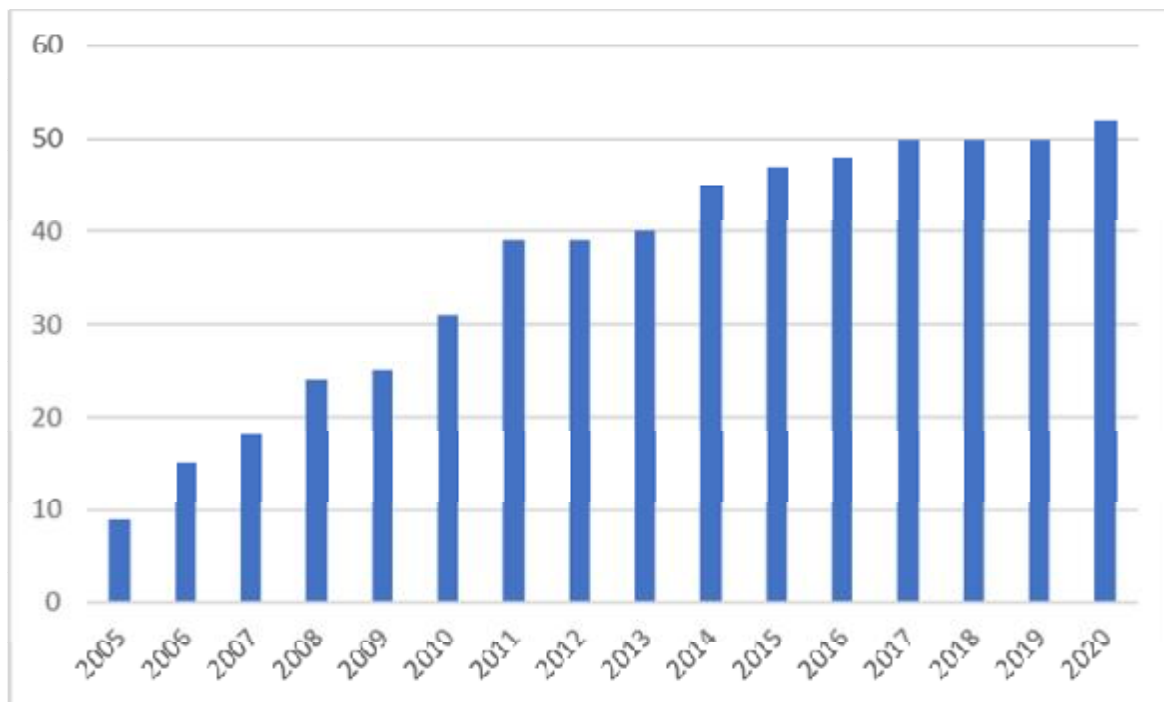
- 1) A kezelt állomány darabszámának alakulása
- 2) A kezelt alapok megoszlása a befektetési politika szerint
- 3) A kezelt alapok aránya devizanem szerint (HUF, EUR, USD)
- 4) A kezelt állomány eszközértékének alakulása
- 5) A kezelt állomány árfolyamának alakulása
- 6) A kezelt állomány 3 és 5 éves átlag hozamának alakulása szórási hibasáv megadásával

5.2.1 OTP Alapkezelő Zrt.

Az OTP Alapkezelő Zrt. az általa kezelt vagyon alapján a legnagyobb alap- és vagyonkezelő társaság a magyar piacon. Az általuk kezelt vagyon 2014 végén meghaladta az 1 700 milliárd forintot. Kezelt vagyonuk nagyobb részét, több mint 1 250 milliárd forintot befektetési alapjaikban kezelik. Piaci részesedésünk meghaladja a 24%-ot. Az OTP Alapkezelő a hazai piacon az elsők között, 1993-ban alakult. 1996 óta kezelnek lakossági ügyfelek számára nyíltvégű befektetési alapokat, ekkor indult az azóta is népszerű OTP Optima Alap, amely ma is a legnagyobb állománnyal rendelkező termékük. Az OTP Bank közép-kelet-európai terjeszkedéséhez kapcsolódva olyan alapokat is indított, amelyek határon átnyúló tevékenység keretében kerülnek forgalmazásra.

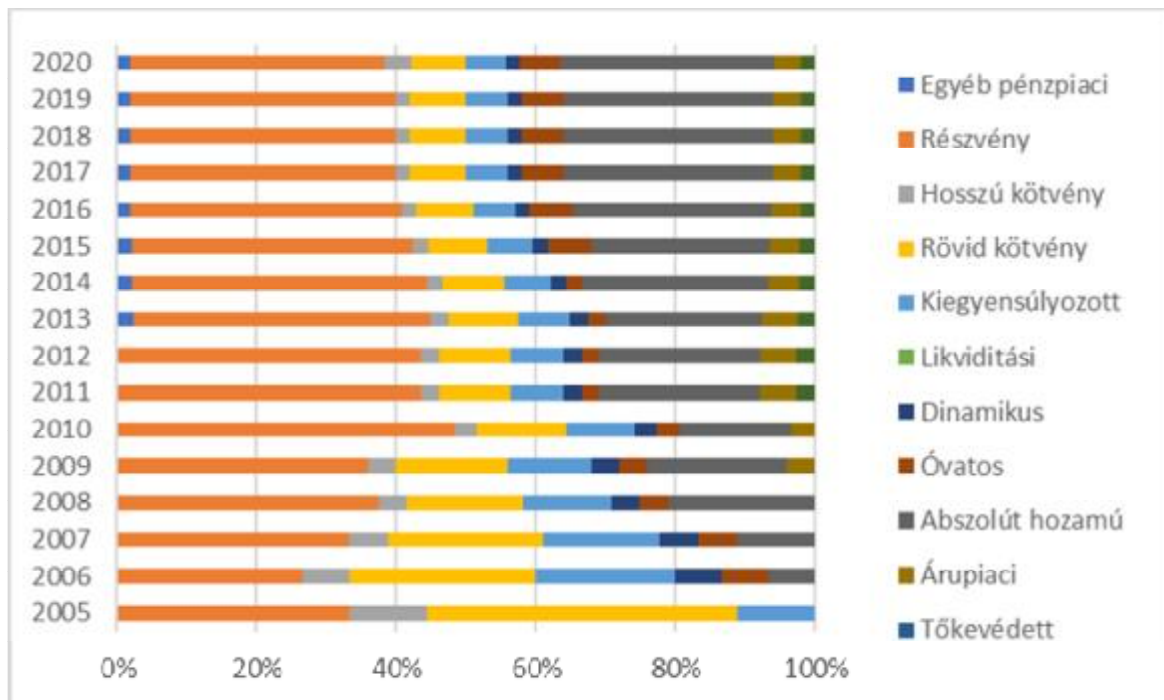
A lakossági forgalmazásra szánt termékek mellett intézményi befektetők részére fejlesztett alapokat, illetve intézményi sorozatokat is kibocsátottak. 2000 októberétől átvették az OTP Bankcsoporton belül 1995 óta folytatott nyugdíjpénztári vagyonkezelési tevékenységet. Az OTP Pénztárak mellett más hazai önkéntes nyugdíjpénztárak számára is nyújtanak vagyonkezelési szolgáltatást. Az OTP Alapkezelő Zrt. 2002 őszén megszerezte a portfóliókezeléshez szükséges felügyeleti engedélyt is. Azóta kezelnek lakástakarék-pénztári, egészségpénztári és biztosítói vagyont is, valamint a Pénztárak Garancia Alapja számára is végezhet vagyonkezelést.

1. Az OTP Alapkezelő Zrt. kezelt állományának darabszáma, a vizsgált időszakban folyamatos növekedés tapasztalható a 2009-ben a növekedés kisebb mértékű volt ugyan, de a válság hatására sem állt meg. A 2011. és 2012. év végi darabszámok megegyeznek ugyan, de a 2013. évtől újra elkezdett bővülni az alapkezelő által kínált alapok skálája.



21. ábra: Az OTP AK Zrt. által kezelt állomány darabszámának alakulása
Forrás: BAMOSZ, saját szerkesztés

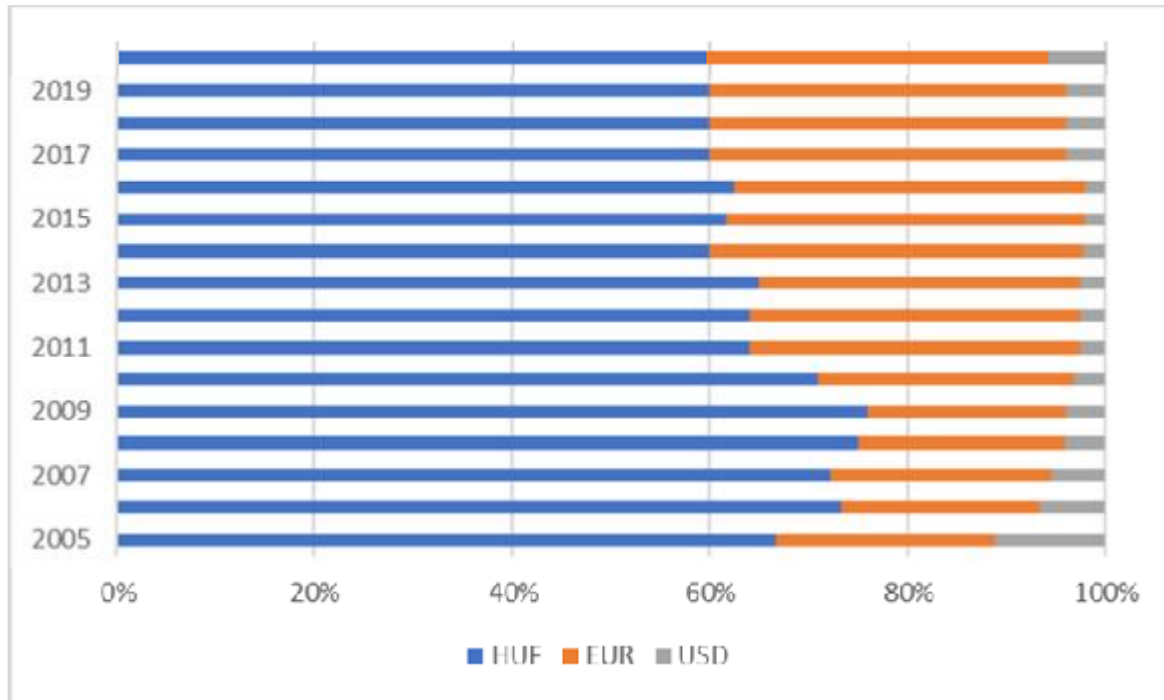
2. A 22. ábra a vizsgált alapkezelő által kezelt alapokat számának százalékos megoszlását mutatja befektetési politikájuk szerint. Megvizsgálva, egyértelműen szembe tűnik a részvények kiemelkedő aránya. A legalacsonyabb arányt a 2006-os évben produkálta 26%-kal. A legmagasabb részarányt 2010-ben hozta, amikor elérte a 48,39%-ot, ami a teljes állomány közel felét jelentette. Az ábrát elemezve látható, hogy a portfólióban megjelent két új alap is. Az abszolút hozamú alap már a válság előtt 2006-ban piacra került, az egyéb pénzügyi alap 2013-ban kezdte meg útját. Ezek megjelenése összefüggésbe hozható a gazdasági recesszióval. Ahogy már korábban írtam az abszolút hozamú alap nem elhanyagolható előnye, hogy csökkenő piacokon is tudnak pénzt keresni. Ez a válság idején elég vonzó hatott, hiszen mind a részvények, mind a kötvények igen kockázatosak. Egy pénzügyi alap esetében az alap befektetési politikája garantálja vonzerejét, mivel az alacsony kockázatú befektetések közé tartozik. Tehát megállapítható, hogy az OTP alapkezelő alkalmazkodott a megváltozott gazdasági környezethez és annak megfelelően alakította át befektetési politikáját.



22. ábra: Az OTP AK Zrt. által kezelt alapok számának megoszlása bef. politika szerint

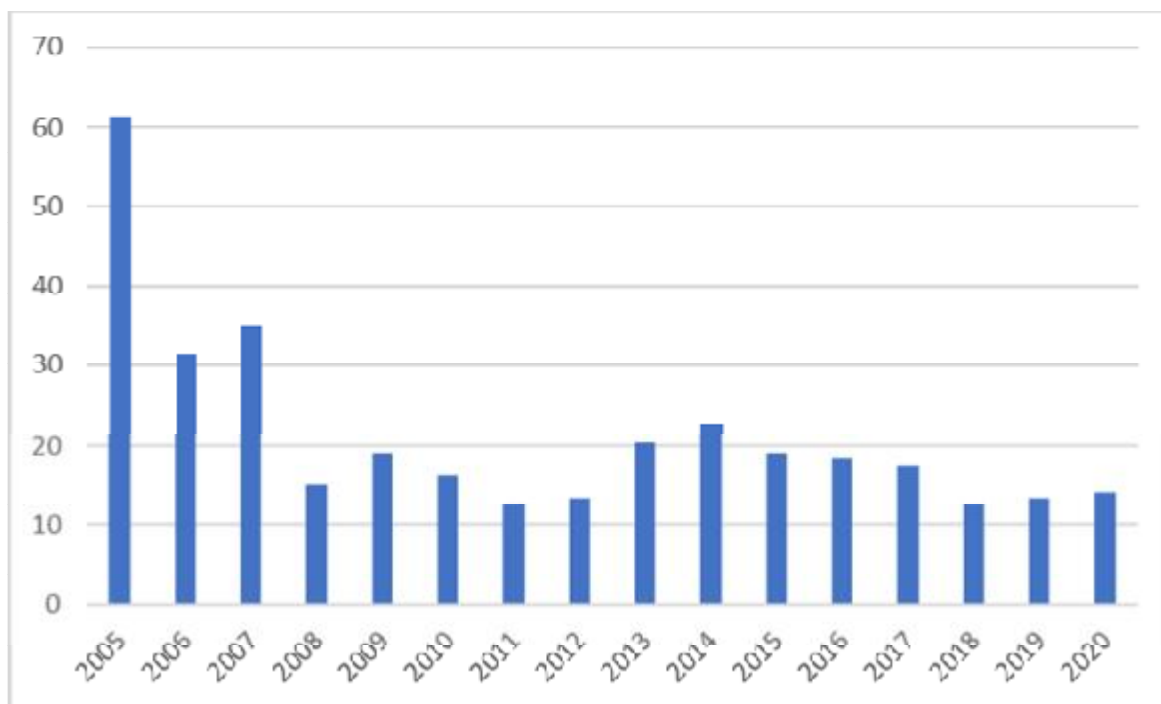
Forrás: BAMOSZ, saját szerkesztés

3. A harmadik vizsgálati szempont a kezelt alapok devizanem szerinti megoszlása. A forintban kezelt alapok egyértelmű többséget mutatnak. Ez érthető, hisz magyar piacon, magyar fogyasztóknak – főleg a lakosság körében – ez tűnik a legészszerűbb megoldásnak. Az USD-ben kezelt alapok aránya 2005-től kezdődően folyamatos csökkenést mutat egészen a 2017-es évig. A recesszió leginkább az EUR-s alapok arányánál érezhető. 2005-2009-ig jelentős csökkenés tapasztalható, majd 2010-től ugyan hullámzó, de növekedő tendenciát mutat arányuk.



23. ábra: Az OTP AK Zrt. által kezelt alapok számának megoszlása devizanem szerint
 Forrás: BAMOSZ, saját szerkesztés

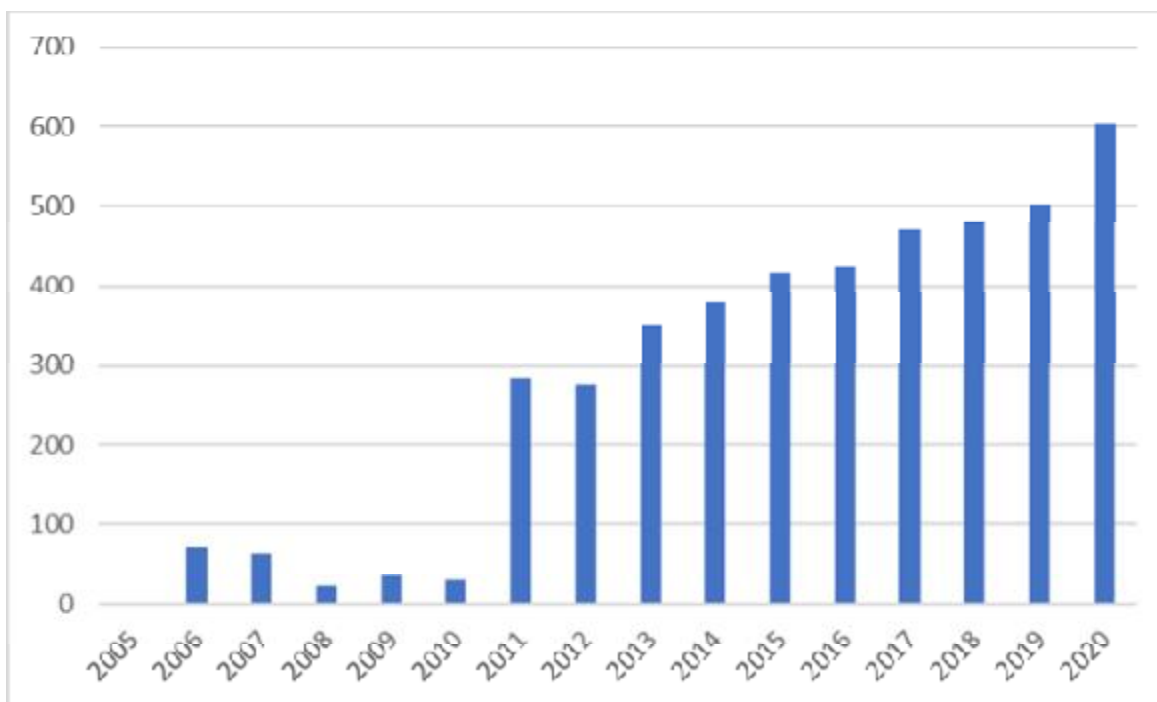
4. Az eszközérték alakulását elemezve szembevető a 2005-ös kimagasló 61,3673 milliárd forint, ami a következő évre a felére esett vissza. A gazdasági válság itt is egyértelműen megmutatta hatását, mivel 2008-ra 15,1965 milliárdra csökkent az eszközérték állomány. A további vizsgált 12 évben sem sikerült elérni a 2005-ös számokat.



24. ábra: Az OTP AK Zrt. által kezelt állomány eszközértékének alakulása (mrd HUF)

Forrás: BAMOSZ, saját szerkesztés

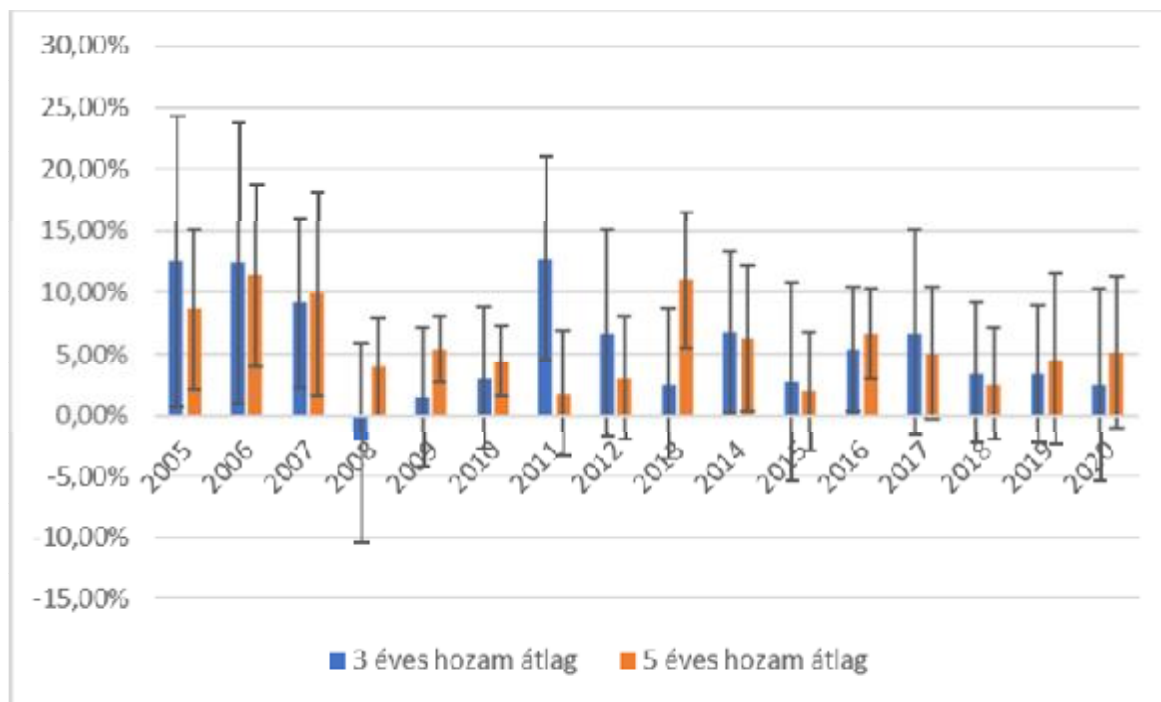
5. Az árfolyam vizsgálatánál folyamatos emelkedés látható, de érdemes megemlítenünk a 2008-at követő három évet, amikor az árfolyam 22,61496 és 37,06674 között mozgott. Ezt követően ismét jól alakult az árfolyam, hiszen folyamatos emelkedést mutatott, sőt 2019 és 2020 között a növekedés elérte a 20%-ot.



25. ábra: Az OTP AK Zrt. által kezelt állomány árfolyamának alakulása

Forrás: BAMOSZ, saját szerkesztés

6. Sokat gondolkodtam, hogy a hozam elemzésére melyik mutató lenne a legmegfelelőbb. A benchmarkhoz és kockázattal normalizált (Sharp mutató) szerinti megközelítéshez a 3 és 5 éves átlag hozam értékeket vizsgáltam. A 2008. évben egyértelmű visszaesés tapasztalható mind a 3, mind az 5 éves hozamoknál. Annak ellenére, hogy a válság ebben az évben robbant ki hazánkban, már ekkor éreztette hatását. A 3 éves hozamok átlaga -2,23%-on zárta az évet. 2011-re az 5 éves hozam is elérte a mélypontot 1,77%-kal. A vizsgált 12 év adataiból egyértelműen látható a válság 3 vesztes éve 2009, 2010, 2011. Az ezt követő évek egy kis enyhülést hoztak a piacon, azonban 2015-ben egy újabb visszaesés volt tapasztalható. A szórásokat vizsgálva 2016 (3 éves hozam átlag) 5,07%-kal és 2009 (5 éves hozam átlag) 2,65%-kal bizonyult a legkiegyensúlyozottabb éveknek.



26. ábra: Az OTP AK Zrt. által kezelt állomány 3 és 5 éves hozam átlagának alakulása szórás hibásáv megadásával

Forrás: BAMOSZ, saját szerkesztés

5.2.2 K&H Alapkezelő Zrt. (Ma már KBC Asset Management N.V.)

2020. július 1-jétől a korábbi K&H Alapkezelő Zrt. tulajdonosa és neve megváltozott. A cég közel 20 éves története 1998-ban kezdődött. A mai napig az egyik legdinamikusabban fejlődő vállalat a kezelt vagyon és piaci részesedés tekintetében. A KBC Asset Management élen jár új típusú befektetési alap innovációk magyarországi bevezetésében és meghonosításában.

A magyar befektetési alap piacon elsőként indította el:

- az indexkövető alapot (Navigátor BUX index követő befektetési alap)
- a tőke és hozamvédelmet ígérő zártvégű befektetési alapokat
- a biztonsági profil szerinti vegyes alapokat
- az árfolyam védelemben mechanizmussal rendelkező vegyes alapcsaládot

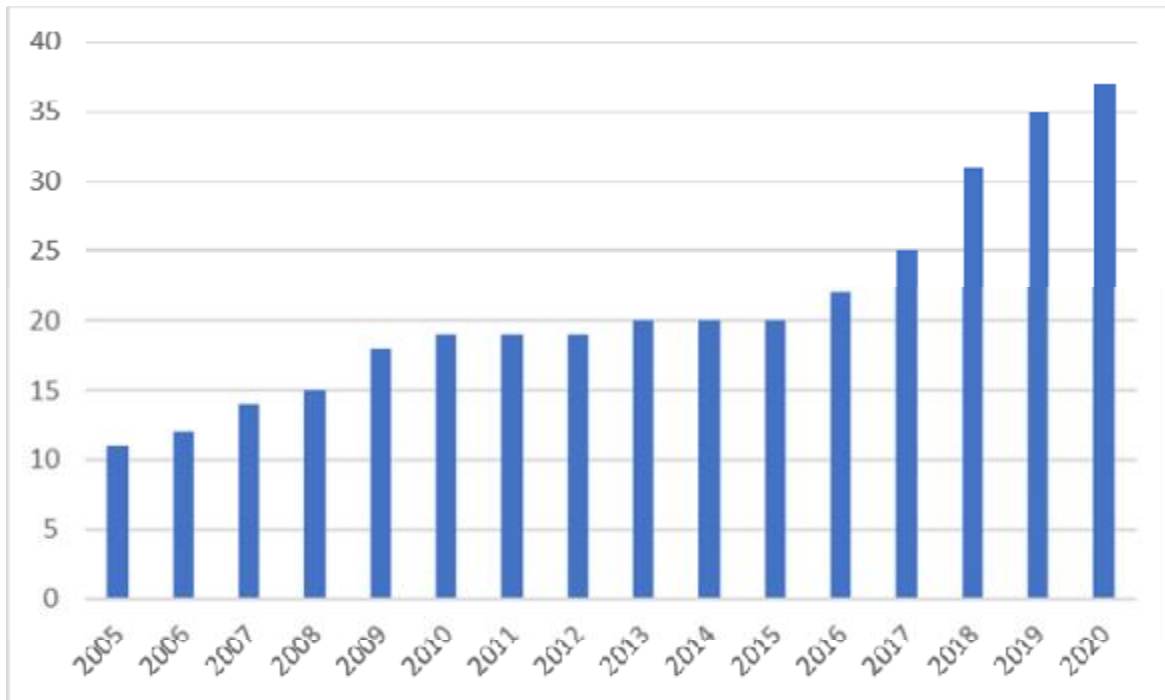
A vizsgálat szempontjából fontos megjegyeznünk, hogy ez az alapkezelő kezeli a tőke- és hozamvédett befektetési alap kategóriában a legtöbb befektetési alapot. A K&H Alapkezelő a KBC bankcsoporton belül szorosan együttműködik a KBC Csoport Alapkezelő/Asset

Management cégeivel. A KBC Csoporton belül öt országban folyik befektetési alapkezelés/portfoliókezelés.

A KBC Csoporton belül az együttműködés kiterjed:

- a globális befektetési stratégia közös kialakítására
- a termékfejlesztésekre
- az értékesítéssel, szolgáltatásokkal kapcsolatos tapasztalatok megosztására

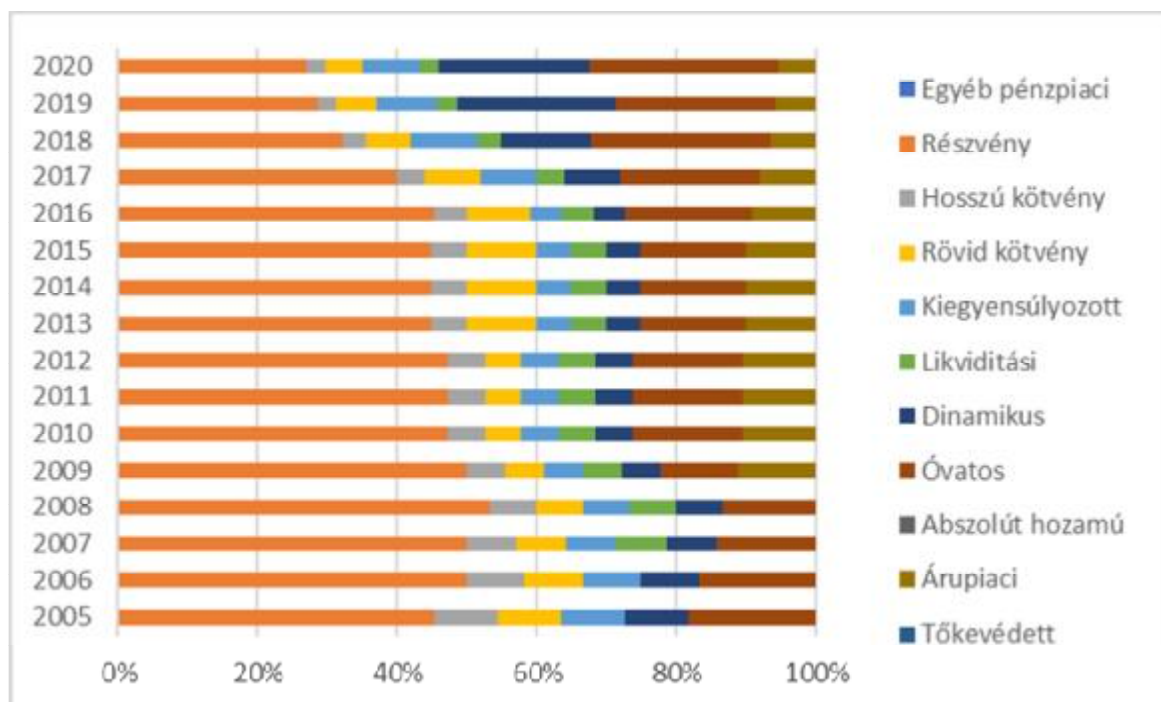
A 2014-es évben az alapkezelő megkapta az Euromoney kiválósági díj 2014 (Magyarország legjobb bankja a K&H Bank) és a Europe Structured Products Awards 2014 (Legjobb európai strukturált alap forgalmazó 2014 – K&H Bank) elismeréseket.



27. ábra: A K&H Alapkezelő Zrt. által kezelt állomány darabszámának alakulása

Forrás: BAMOSZ, saját szerkesztés

1. Az alapkezelő által kezelt alapok darabszáma a vizsgált időszakban mindvégig növekedést mutatott. Míg 2005-től a 2013. év végéig, 8 év alatt az alapkezelő által kínált alapok száma 12-ről 22 darabra nőtt, addig 2014-től 2020-ra majdnem megduplázódott az alapok száma.

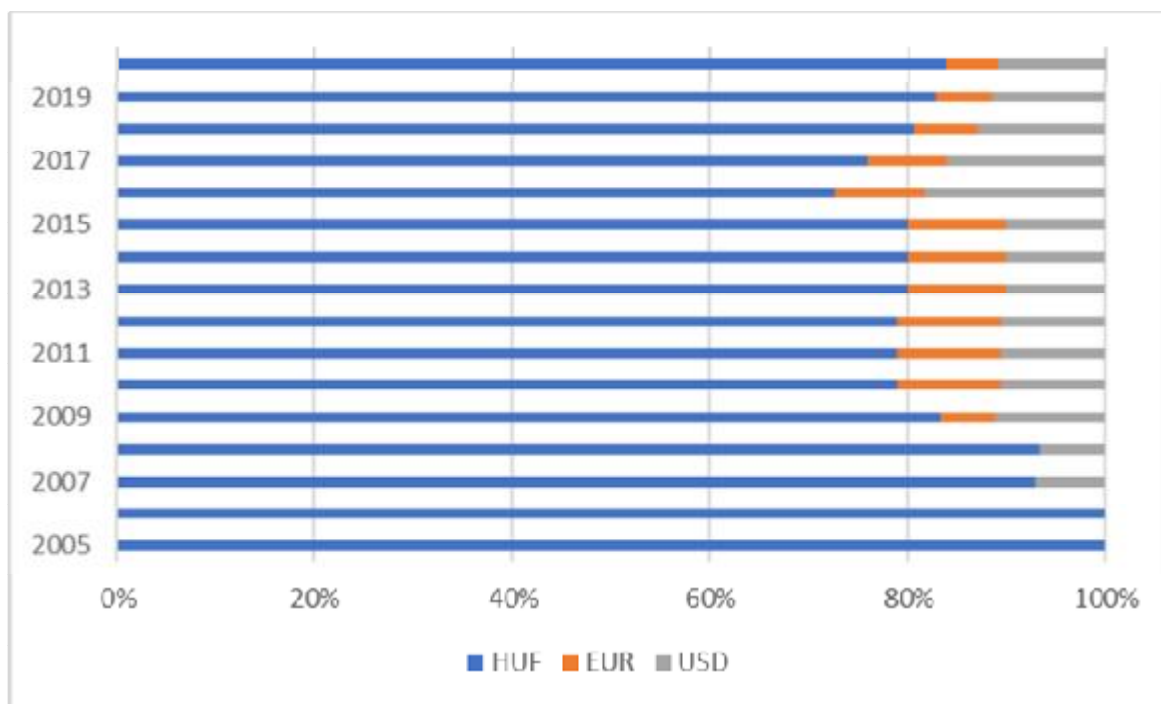


28. ábra: A K&H Alapkezelő Zrt. által kezelt alapok számának százalékos megoszlása befektetési politika szerint

Forrás: BAMOSZ, saját szerkesztés

2. Az előző ábra az alapok megoszlását mutatja befektetési politikájuk szerint. Első pillantásra is szembetűnő, hogy a részvények jelentik a legnagyobb volument. Voltak már meglévő és újonnan megjelenő alapok, amely egyértelmű hangsúlyossá váltak a recesszió lezárulása után. Ezek a dinamikus, óvatos, árúpiaci alapok. Szinte mind-mind olyan befektetési lehetőség, amely a lehetőségekhez képest minimalizálja a kockázatot. Érdekességként érdemes említést tenni azonban a származtatott alapokról. A K&H Alapkezelő 2015-ben dobta piacra ezt a befektetési formát. Hogy miért is teszek róla említést? A származtatott alapok a befektetési alapok legkockázatosabb és egyben legnagyobb hozammal kecsegtető változata. Más néven abszolút hozamú alapoknak is hívjuk őket. Mivel jelentős ingadozással rendelkeznek, így az ezekben történő befektetés csak hosszú távra ajánlott. A minimális javasolt befektetési időtávnak az egy évet szokták meghatározni, de az ajánlott időtáv több, mint három év. A rövidtávú befektetőket kimondottan igyekeznek távol tartani ezektől az alapoktól a magas tranzakciós költségekkel. Népszerűségük - amiről már korábban is szót ejtettem - abban rejlik, hogy szinte minden piaci körülmény között nyereségre törekszik. Csak győzzük kivárni!

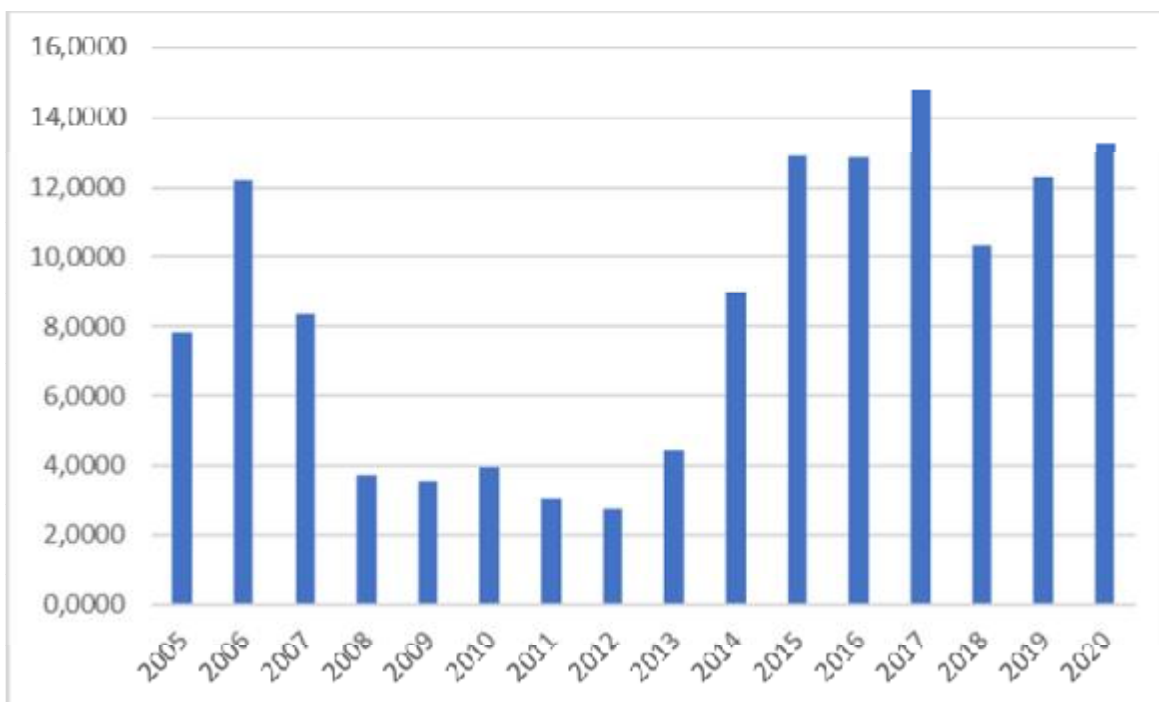
3. A devizanem szerinti megoszlást vizsgálva, megfigyelhető, hogy a 2005 és 2006-ban csak forintos alapokat kezelt a társaság. A következő évben megjelentek az USD-s, majd 2009-ben az EUR-s alapok is. 2009-től kezdődően jelentős növekedést mutat az arányuk, főleg az USD-ban kezelt alapoké.



29. ábra: A K&H Alapkezelő Zrt. által kezelt alapok megoszlása devizanem szerint

Forrás: BAMOSZ, saját szerkesztés

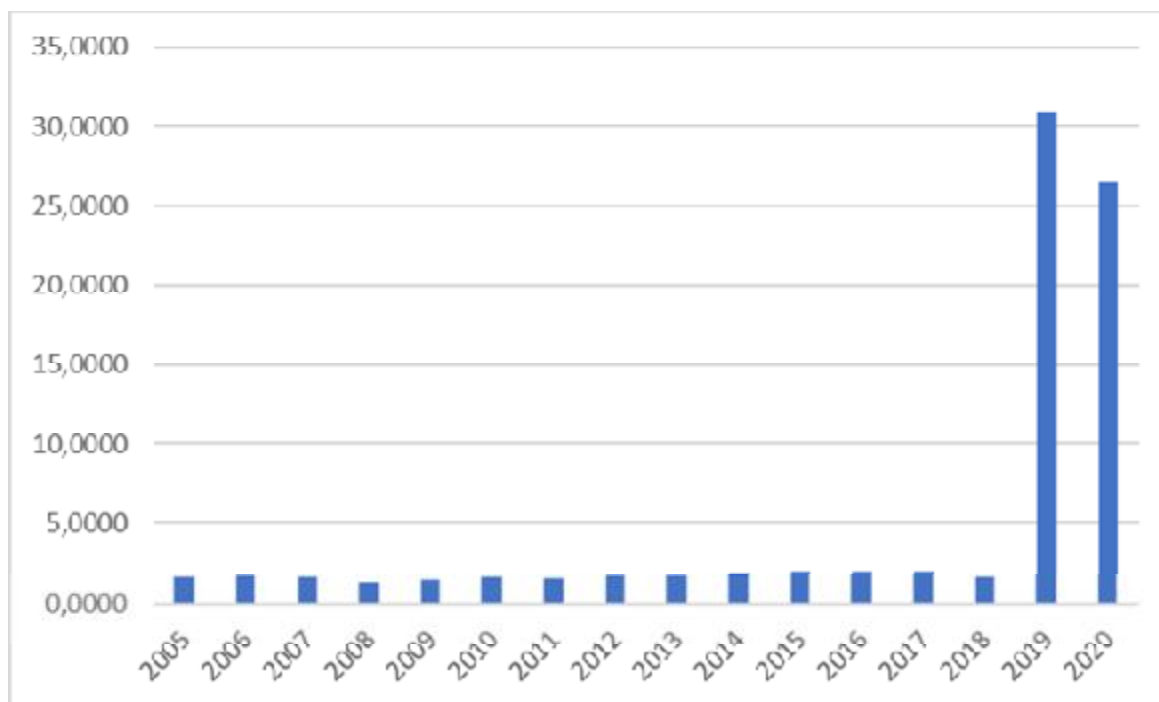
4. A következő vizsgálati szempont az eszközérték alakulása. Ahogy az előzőekben vizsgált OTP Alapkezelőnél, itt is megfigyelhető a tendencia - az eszközállomány tekintetében -, hogy a 2013-tól robbanásszerűen elkezdett emelkedni a kezelt állomány eszközértéke. Itt is jól megfigyelhető a 2008-as válság okozta mélyrepülés.



30. ábra: A K&H Alapkezelő Zrt. által kezelt állomány eszközértékének alakulása (mrd HUF)

Forrás: BAMOSZ, saját szerkesztés

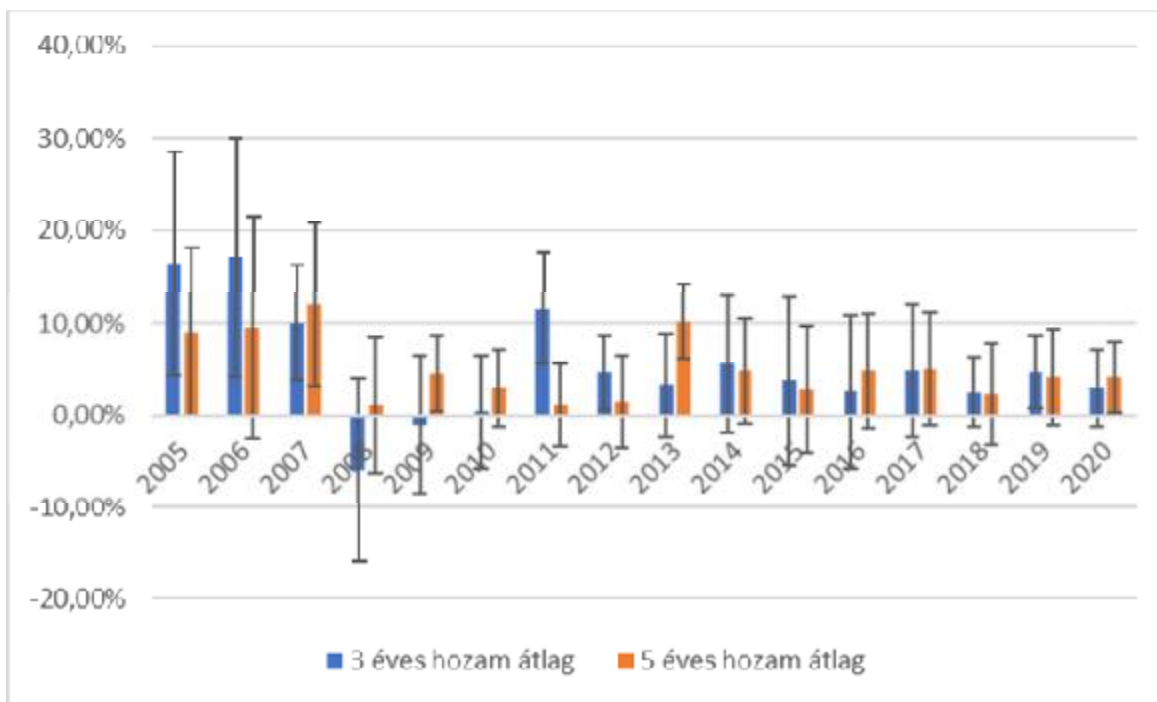
5. Az árfolyam alakulását mutató ábra szinte önmagáért beszél. Míg 2005 és 2018 között 1,3175 és 2,0295 között mozgott az árfolyam, addig 2019-től kezdődően elszabadult és elérte a 30,9398-as csúcsot.



31. ábra: A K&H Alapkezelő Zrt. által kezelt állomány árfolyamának alakulása

Forrás: BAMOSZ, saját szerkesztés

6. Az utolsó vizsgálati szempont a hozamok terén ennél az alapkezelőnél is hasonló eredményt hozott. A 3 éves hozam esetében a mélypontot a 2008-es év jelentette, a maga -5,99%-val. az 5 éves hozam esetében 1,08%-kal. 2011-től itt is javuló tendencia tapasztalható a 2015-ös évet kivéve. A szórásokat vizsgálva, 2018 (3 éves hozam átlag) 3,75%-kal és 2020 (5 éves hozam átlag) 3,86%-kal bizonyult a legkiegyensúlyozottabb éveknek.



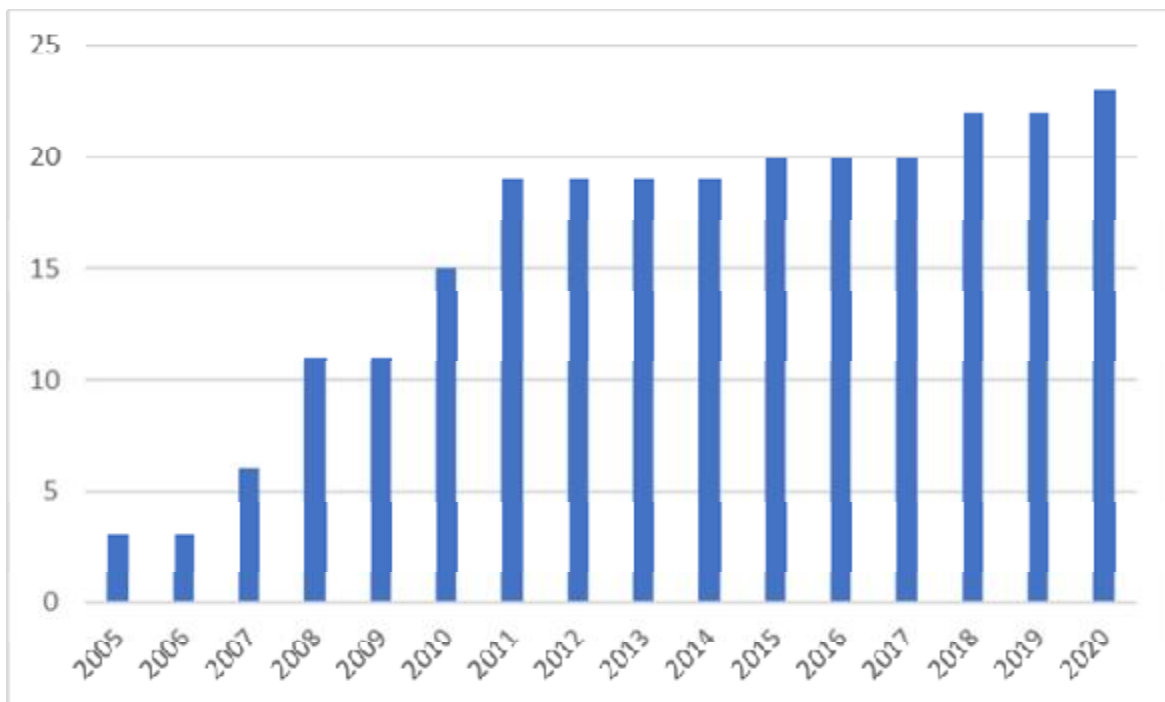
32. ábra: A K&H Alapkezelő Zrt. által kezelt állomány 3 és 5 éves hozam átlagának alakulása szórás hibásáv megadásával

Forrás: BAMOSZ, saját szerkesztés

5.2.3 Generali Alapkezelő Zrt.

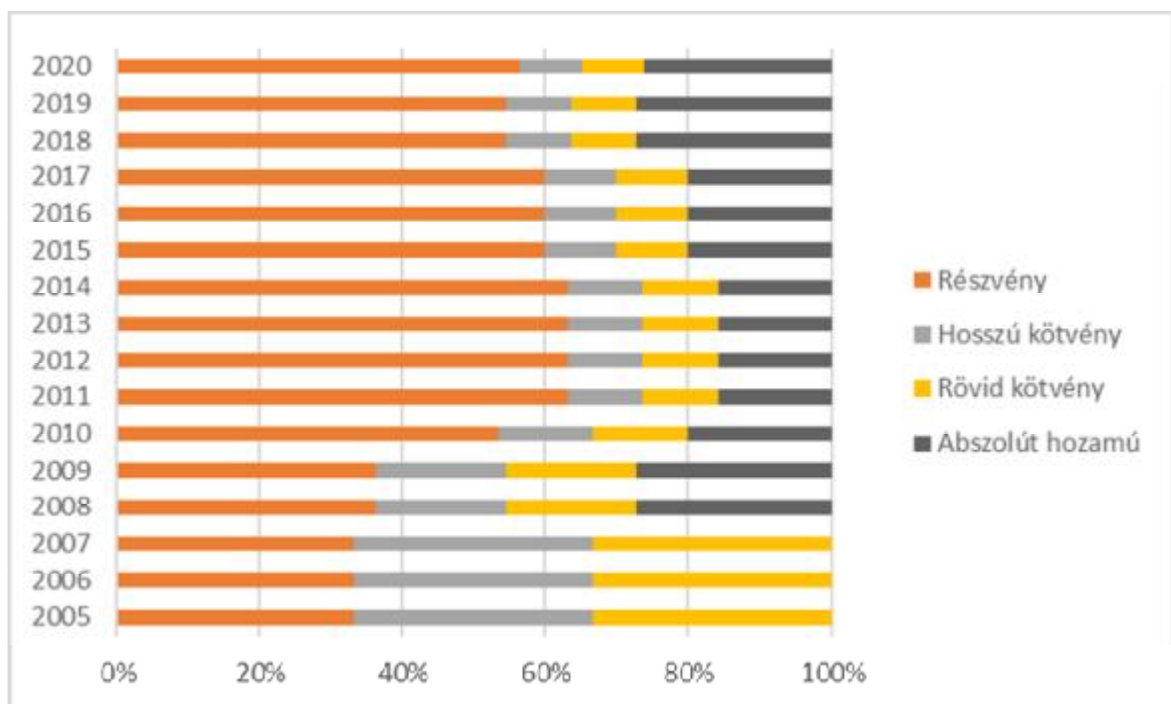
A Generali Alapkezelő 1992 óta aktív részese mind a hazai, mind a nemzetközi pénz- és tőkepiacoknak. Befektetési tevékenységét kezdetben kizárólag a Generali Biztosító keretein belül végezte, a komplex pénzügyi szolgáltatások nyújtása érdekében 2000 végén alakult meg mai társasági formája. A Generali Alapkezelő három fő tevékenységet végez: befektetési alapkezelést, nyugdíjpénztári vagyonkezelést, portfólió kezelést. A társaság 2001-ben kezdte meg a külsős vagyonkezelési üzletág felépítését. A Generali Alapkezelő legjelentősebb ügyfelei között jelenleg is megtalálhatók biztosítók, egyházak, nyugdíjpénztárak és vállalatok. A nyugdíjpénztári szektor bővülésének köszönhetően dinamikusan nőtt a cég gondozásába bízott vagyontömeg. Több új külsős mandátum megszerzése mellett a meglévő ügyfelek a - vagyonkezelési tevékenységünk elismeréseként – jelentős pluszforrásokat adtak át. Ezen időszakban a vagyonkezelési állomány meghaladta az 510 milliárd forintot, mellyel a Generali Alapkezelő az egyik legnagyobb külső vagyonkezelési mandátummal rendelkező szereplő volt a hazai piacon. A társaság - törekedve a piaci igényeknek való megfelelésre - 2011 júliusában új tevékenységként megkezdte a magán ügyfelek részére történő vagyonkezelést. A privát vagyonkezelési üzletág ez év végére már jelentős kezelt vagyonnal és ügyfélszámmal rendelkezett.

1. A Generali Alapkezelő által kezelt állomány a vizsgált 15 év alatt jelentős bővülést mutat. Míg 2005-ben ez 3 darab volt, addig 2010-re elérte az ötszörösét és 2018-ra több, mint a hétszeresét, azaz 22 darabot. Összehasonlítva az előzőekben vizsgált két alapkezelővel itt is megfigyelhető az állomány bővülése, azonban a másik két társasághoz képest elmaradt.



33. ábra: A Generali Alapkezelő Zrt. kezelt állomány darabszámának alakulása
Forrás: BAMOSZ, saját szerkesztés

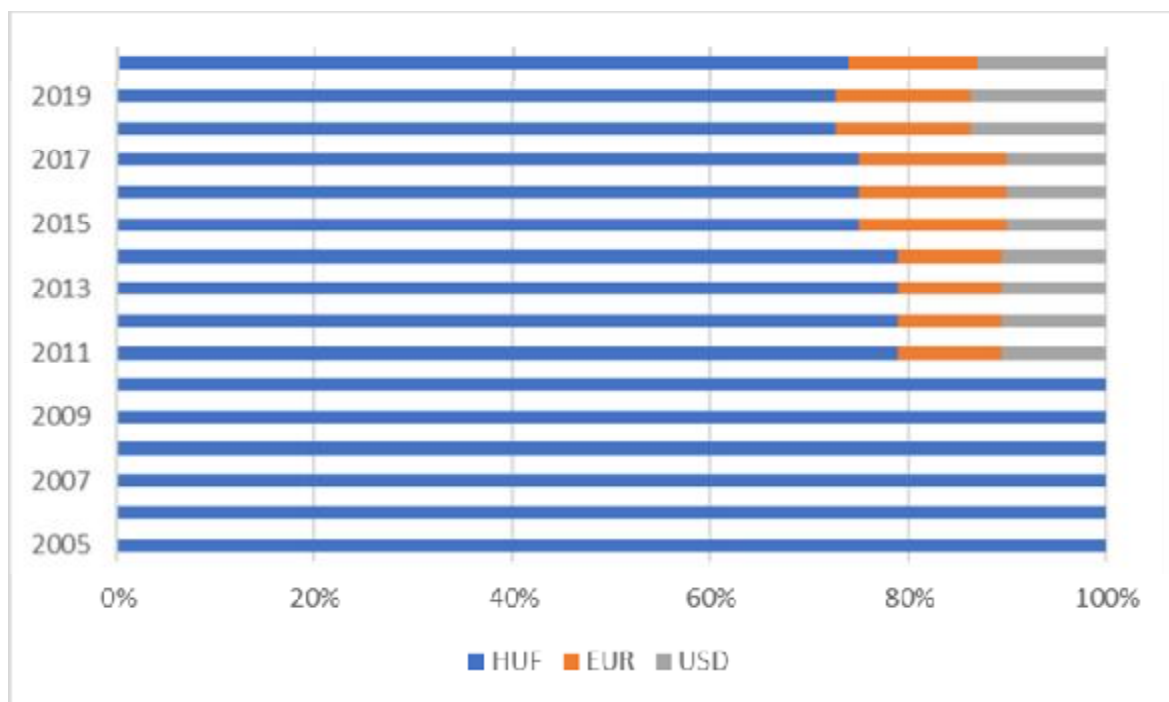
2. Befektetési politikáját tekintve sem beszélhetünk túlon túl nagy változatosságról. 2005 és 2007 között három, majd 4 féle befektetési politikát képviselő termékekkel foglalkoztak. 2008-tól kezdődően a Generalinál is megjelent az abszolút hozamú termékcsoporthoz, ami a 2017-es év végére jelentős részesedésre tett szert. Míg a vizsgálati időszak elején a pénzügyi alapok, részvények és hosszú kötvények közel azonos százalékban szerepeltek a kínálatban, az új befektetési politikát képviselő termékek megjelenésével majd térhódításával a pénzügyi alapok és hosszú kötvények aránya lecsökkent, ezzel teret hagyva a részvényeknek és abszolút hozamú alapoknak.



34. ábra: A Generali Alapkezelő Zrt. által kezelt alapok számának százalékos megoszlása befektetési politika szerint

Forrás: BAMOSZ, saját szerkesztés

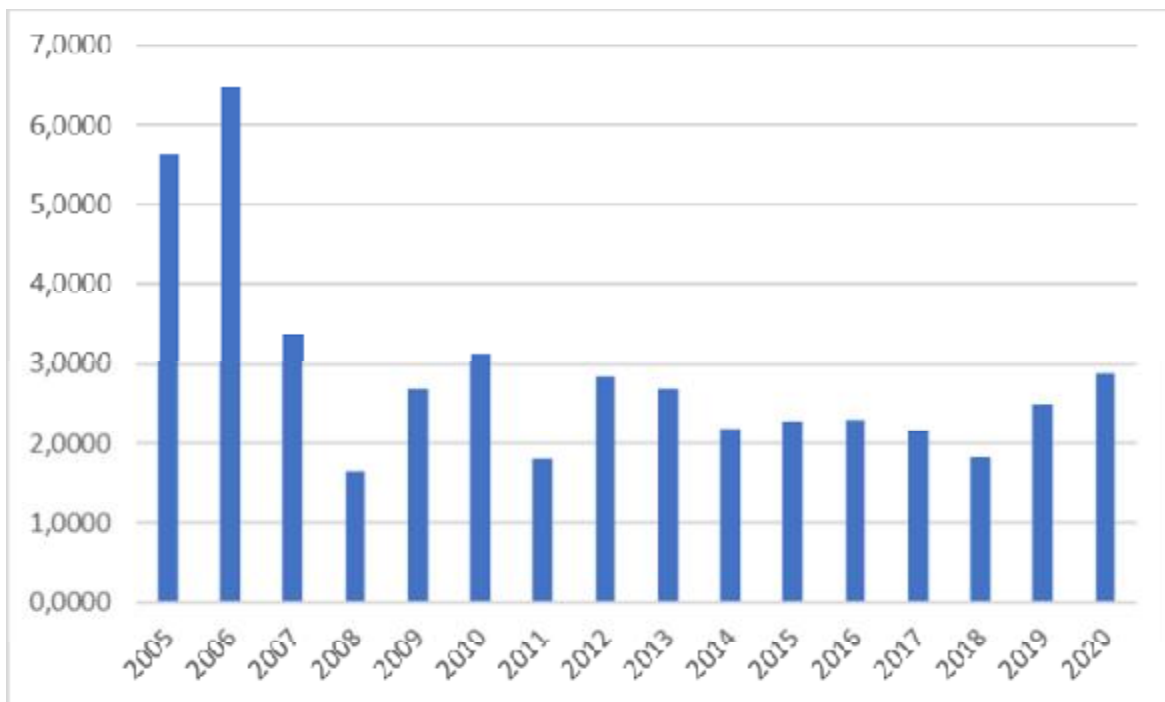
3. A devizanem szerinti megoszlás itt is a várakozásoknak megfelelően alakult. Egészen a 2010-es év végéig csak forintban kezelt alapokat kezelt a társaság, majd megjelentek az EUR és USD devizanemű alapok, melyek közül az EUR-s alapok darabszáma volt minimálisan magasabb.



35. ábra: A Generali Alapkezelő Zrt. által kezelt alapok megoszlása devizanem szerint

Forrás: BAMOSZ, saját szerkesztés

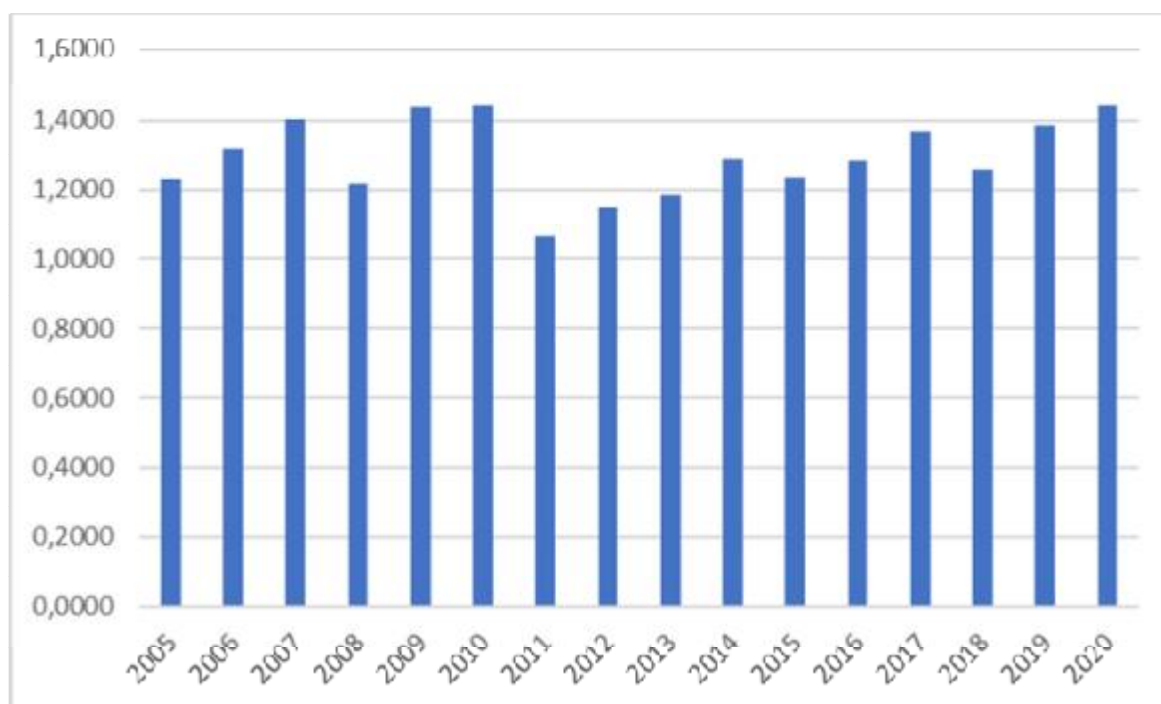
4. Az eszközték alakulásánál ismét megfigyelhető a válság okozta megtorpanás 2008-ban. Ugyan a 2010-es évre 89%-os emelkedést mutatott a számuk, de a következő évre ismét visszaesés következett. 2012-től kezdődően – kisebb csökkenés mellett – megindult a eszközték növekedése.



36. ábra: A Generali Alapkezelő Zrt. által kezelt állomány eszköztékének alakulása (mrd HUF)

Forrás: BAMOSZ, saját szerkesztés

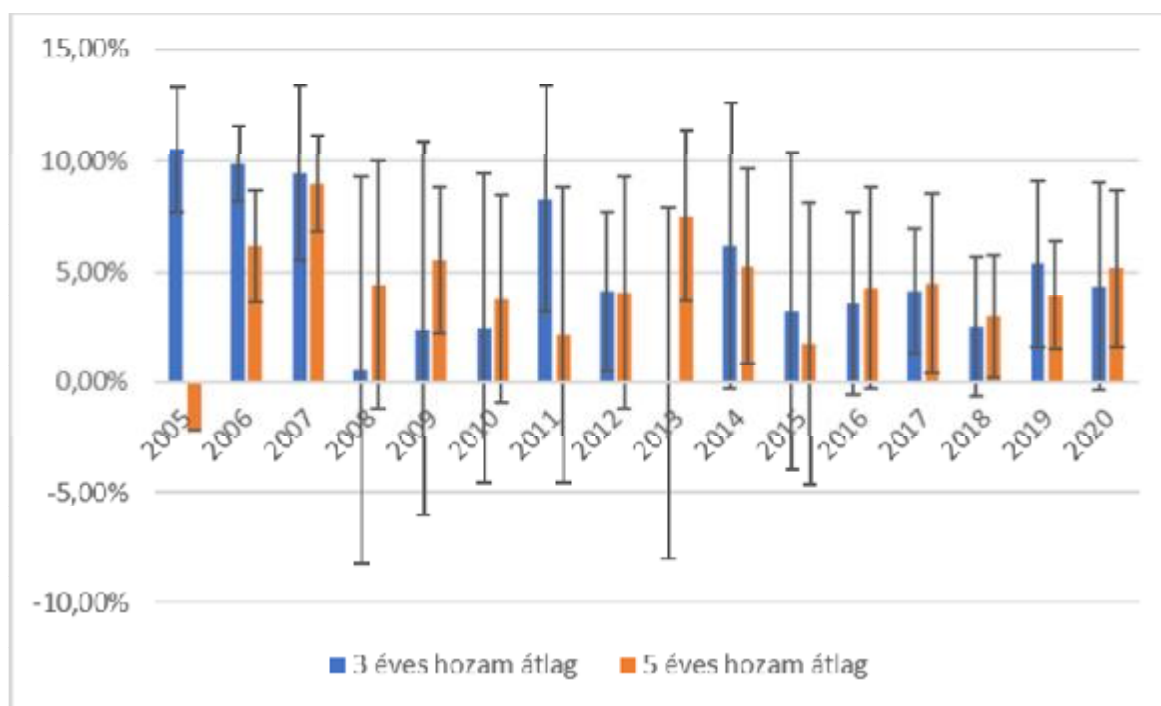
5. Az árfolyamok összehasonlításánál szembevetendő különbség a három vizsgált alapkezelőnél a nagymértékben eltérő árfolyamok. Míg a Generalinál 1,0659 és 1,4451 között mozgott, addig az OTP-nél elérte a 603,9393-t a K&H a 30,9398 értékeket. Mi lehet ennek az oka? Véleményem szerint a Generalinál a relatív szűk, egyoldalú kínálat okozhatta az alacsony árfolyam szintet, ellentétben az OTP és K&H által kínált széles lehetőségekkel.



37. ábra: A Generali Alapkezelő Zrt. által kezelt állomány árfolyamának alakulása

Forrás: BAMOSZ, saját szerkesztés

6. A hozamok alakulásának tekintetében ez az alapkezelő hozott némi érdekességeket. A vizsgált 1 évből a 2005-ös igazán érdekes adatokat mutat. Az öt éves átlaghozam nagyon gyenge eredményt hozott, mindösszesen -2,19%-ot. Ezzel ellentétben a 3 éves hozam eredmények nagyon jó teljesítettek. A válság itt is hozta a tőle elvárt eredményeket a 2008-as évben a 3 éves hozam 0,55%-kal zárt, majd 2011-ben követte az 5 éves hozam mélyrepülése is 2,15%-kal. Ez az alapkezelő is nagyon gyenge évet zárt 2015-ben, azonban ezt követően ismét javultak az adatok. A 2005-ös évben egy terméknek volt 5 éves hozama, így a szórás nem volt értelmezhető. A szórásokat vizsgálva 2006 (3 éves hozam átlag) 1,67%-kal és 2007 (5 éves hozam átlag) 2,16%-kal bizonyult a legkiegyensúlyozottabb évnak.



38. ábra: A Generali Alapkezelő Zrt. által kezelt állomány 3 és 5 éves hozam átlagának alakulása szórás hibásáv megadásával

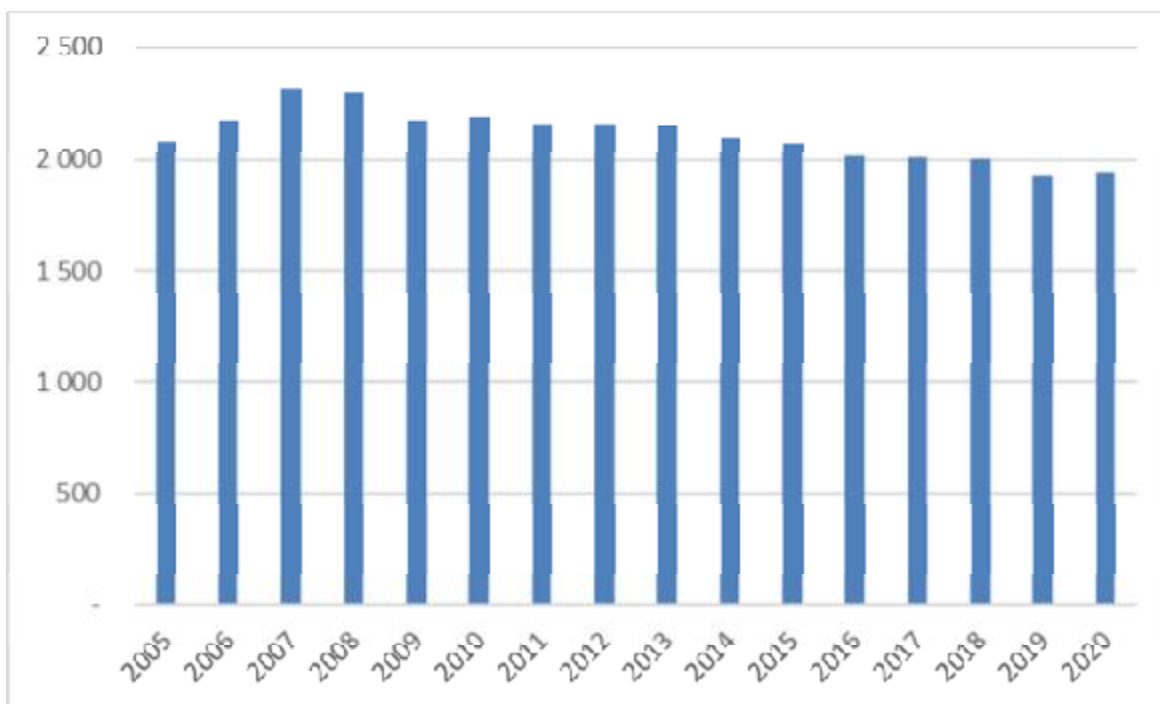
Forrás: BAMOSZ, saját szerkesztés

A H3 hipotézis - amely azt állítja, hogy a hazai befektetési alapok állományi összetételében fluktuációt tapasztalhattunk az utóbbi 15 évben, amely a válság által okozott gazdasági folyamatok átalakulásának az eredménye - a fenti kutatás alapján megdőlt.

5.3 Nemzetközi kitekintés – Az osztrák befektetési piac és alapkezelőinek helyzetet 2005 és 2017 között

A 2008-as gazdasági válság nem csak hazánk befektetési szektorát érintette, hanem a nyugat-európai országok piacain is végigsöpört. Dolgozatomnak ebben a részében a magyarországi értékeléshez elvégeztem egy nemzetközi kitekintést, mivel fontosnak tartottam, hogy hasonló működési elv és szabályozás alapján funkcionáló piacokat hasonlítsak össze. Több ország alapkezelőit összegyűjtő szövetség honlapját megkeresve rá kellett jönnöm, hogy ez nem is lesz olyan egyszerű feladat. Míg Magyarországon az alapkezelők széles körű, nyilvános adataihoz bárki hozzáférhet, addig a „nyugati” országok nagyon szűkösen bánnak azokkal vagy csak szigorú regisztráció után lehetséges lehívásuk. Végül eljutottam az osztrák VÖIG (Vereinigung Österreichischer Investmentgesellschaften) honlapjára. Az Osztrák Befektetési Társaságok Szövetségét 1988. január 20-án alapították azzal a céllal, hogy összefogja és képviselje az osztrák befektetési alapkezelőket. 2013-tól kezdődően különleges esetekben más európai ország alapkezelői is csatlakozhatnak hozzá.

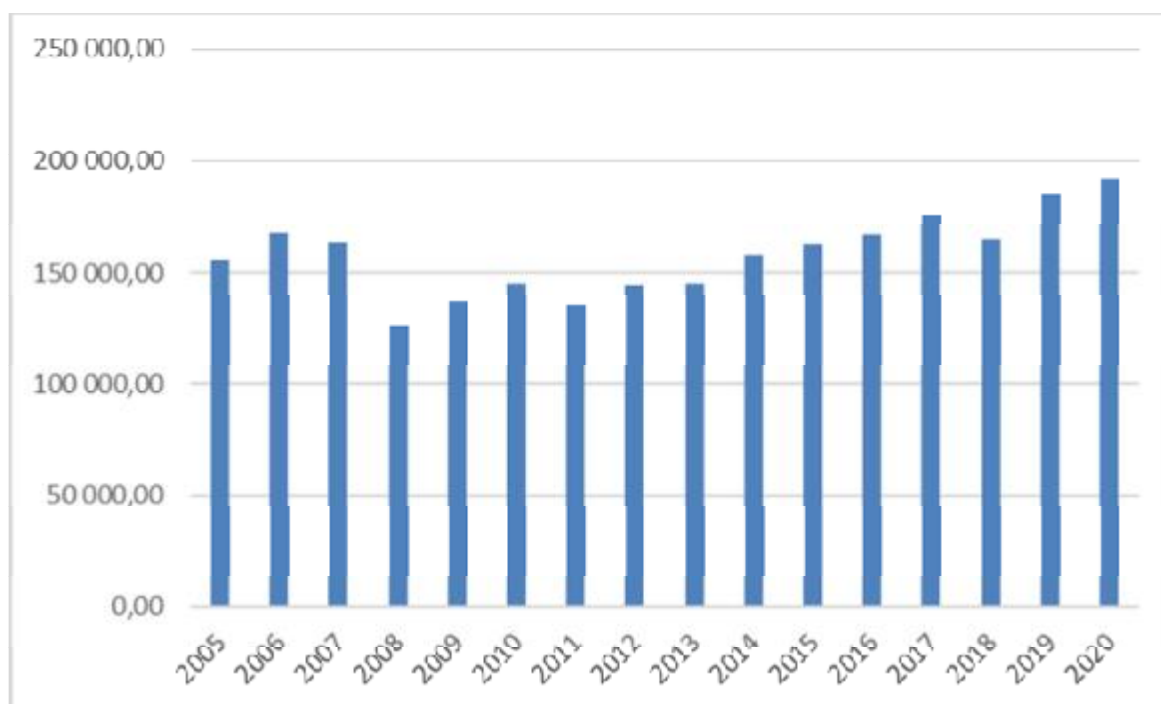
Az következő ábra a 26 osztrák alapkezelő által kezelt alapok darabszámát mutatja 2005 és 2020 között. Ha a teljes európai ranglistán nem is, a szomszédos országokkal közös listán már előkelő helyet foglal el Magyarország. Kezelt vagyon tekintetében azonban osztrák alapkezelői piac fényévekre van tőlünk, de a darabszámot tekintve is messze felülmúlja a magyar piacot, még a leggyengébb években is. A „kritikus” 2008 és 2012 közötti időszakot vizsgálva megállapíthatjuk, hogy nincsenek a válságnak olyan mértékű jelei, mint a magyar befektetési piacon. Az osztrák befektetési piac stabilnak bizonyult a darabszámokat tekintve, változást nem tapasztalhattunk.



39. ábra: Az osztrák kezelt állomány darabszámának alakulása

Forrás: VÖIG, saját szerkesztés

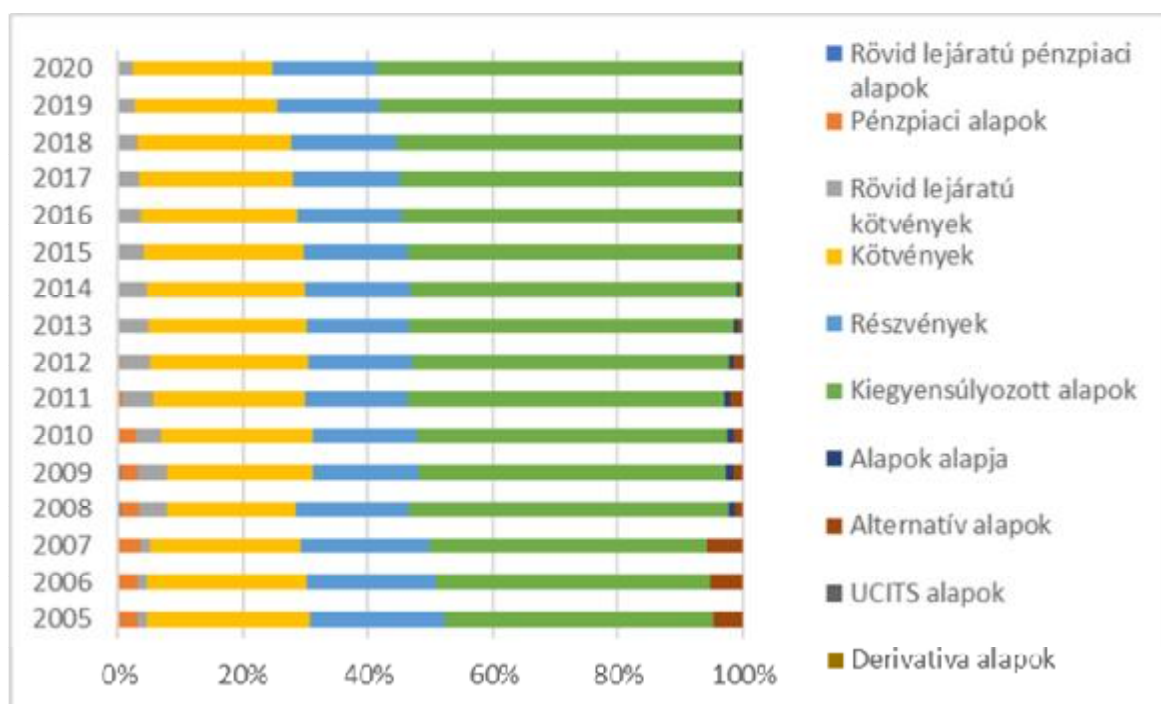
A kezelt vagyon tekintetében is messze elmaradunk szomszédunktól. A darabszámokkal ellentétben a kezelt vagyon volumenében már látható a gazdasági válság okozta visszaesés. A következő ábrán már egyértelműen kirajzolódik ez az időszak. Ilyen egyértelmű eltérés a hazai adatok vizsgálatánál nem látható. Mi lehet ennek az oka? Véleményem szerint ezt az eltérést az országok által preferált alapok összetétele okozza. Egységesnek korántsem mondható az európai alapkezelő piac, az országok mindegyike sajátos befektetési alap piaccal bír. Míg a kötvényalapok főként az osztrák, a norvég, és a román piacon képviselnek nagyobb, 40% vagy a feletti arányt a befektetési alapokon belül, és a svédekénél, a szlovákoknál, norvégoknál és a briteknél erős a részvénytű, addig a vegyes alapokat főként az osztrákok, a belgák, a csehek és a szlovákok részesítik előnyben. A pénzügyi alapokat a németeknél vagy osztrákoknál, de még a szlovákoknál és a csehekénél sem nagyon találni.



40. ábra: Az osztrák kezelt alapok eszköértékének alakulása (millió EUR)

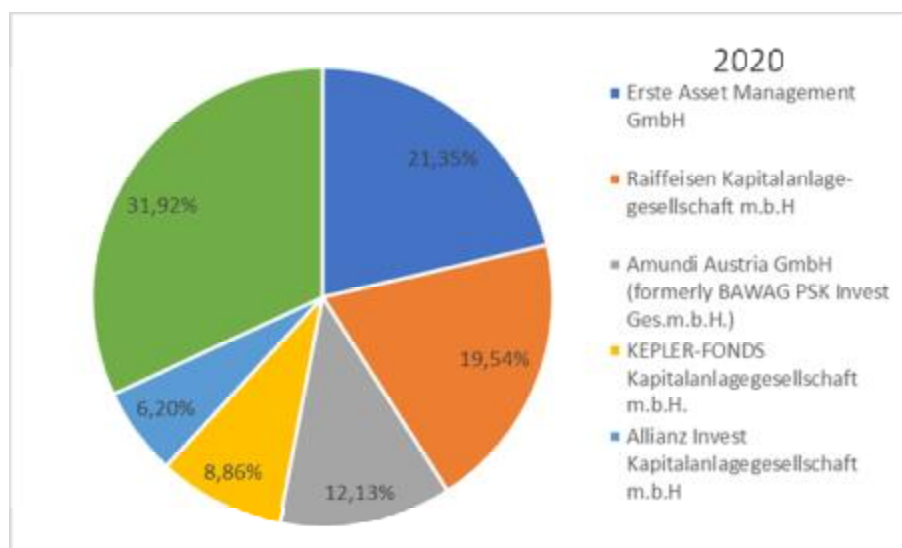
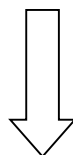
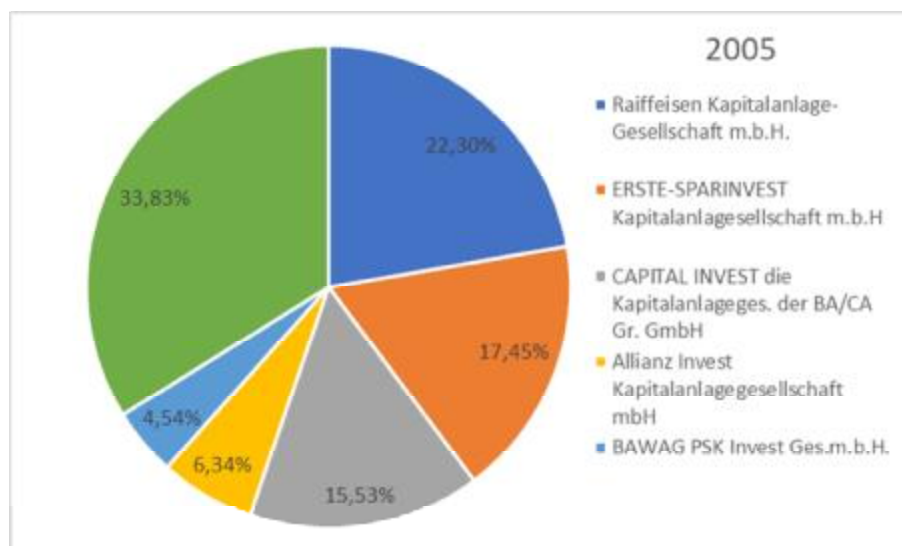
Forrás: VÖIG, saját szerkesztés

Ahogy az előzőekben már írtam, még az azonos szabályozású és hasonló gazdasági adottságok – ezalatt az Európai Unió által biztosított gazdasági környezetet értem – mellett is nagyon eltér az európai országok befektetési gyakorlata és a preferált alapok típusai. Az alábbi ábrán jól látható, hogy Ausztriában a kötvények, részvények és a kiegyensúlyozott alapok a legkedveltebbek. A pénzügyi alapok aránya valóban elhanyagolható. Ennek oka nagy valószínűséggel az, hogy ugyan az alacsony kockázatú befektetések közé tartozik, azonban ez egyben azt is jelenti, hogy alacsony a hozama. Mivel Ausztriában a befektetők - ide értve a háztartásokat is – sokkal nagyobb forrással rendelkeznek, így nem feltétlenül szempont számukra, hogy a befektetési forma likvid legyen.



41. ábra: Az osztrák kezelt állomány számának megoszlása a befektetési politika szerint
 Forrás: VÖIG, saját szerkesztés

Az osztrák befektetési piacon a 2017-es adatok szerint 26 alapkezelő működött. Az első 5 - legnagyobb részesedéssel rendelkező társaság - paci részesedését az alábbi ábra mutatja. A legnagyobb alapkezelők 19,39%-os piaci részesedéssel az ERSTE-SPARINVEST Kapitalanlagegesellschaft m.b.H, a második a Raiffeisen Kapitalanlagegesellschaft m.b.H 17,47%-kal. A két társaság piaci részesedése több, - az öt vezető társaságon kívül - mint az egyéb kategóriába sorolt alapkezelő. Ekkora piaci résszel jelentős ráhatásuk van a piac és gazdasági környezet formálására.



42. ábra: Az osztrák Alapkezelők piaci részesedésének alakulása 2005 és 2020-ban

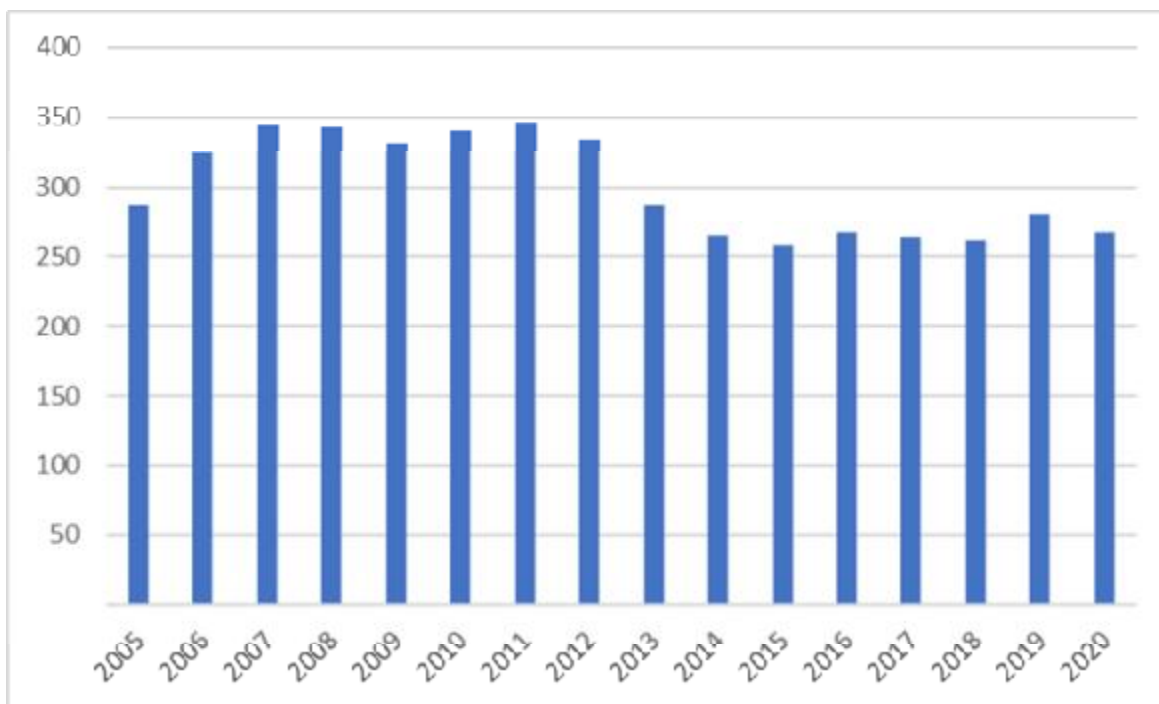
Forrás: VÖIG, saját szerkesztés

5.3.1 Raiffeisen Kapitalanlage-GmbH

Raiffeisen Kapitalanlage-Gesellschaft m. b. H-t 1985 novemberében alapították Ausztriában, bécsi székhellyel. 1998-ban a Raiffeisen KAG elindította az első alapok alapját Ausztriában. 1998-ban az új értékesítések 50%-a ezeken az értékpapíralapokon keresztül történt. Ugyanezen év júniusában a Raiffeisen KAG 100%-os leányvállalataként megalakult a Raiffeisen International Fund Advisory GmbH (RIFA) azzal a céllal, hogy a Raiffeisen értékpapír alapok nemzetközi értékesítését végezze. A regionális értékesítési fókuszokat kezdetben Németországban, Olaszországban, Franciaországban, Magyarországon és Szlovákiában vezették be. A Raiffeisen KAG és leányvállalatai 2002 novemberétől Raiffeisen Capital Managementként működtek együtt tovább.

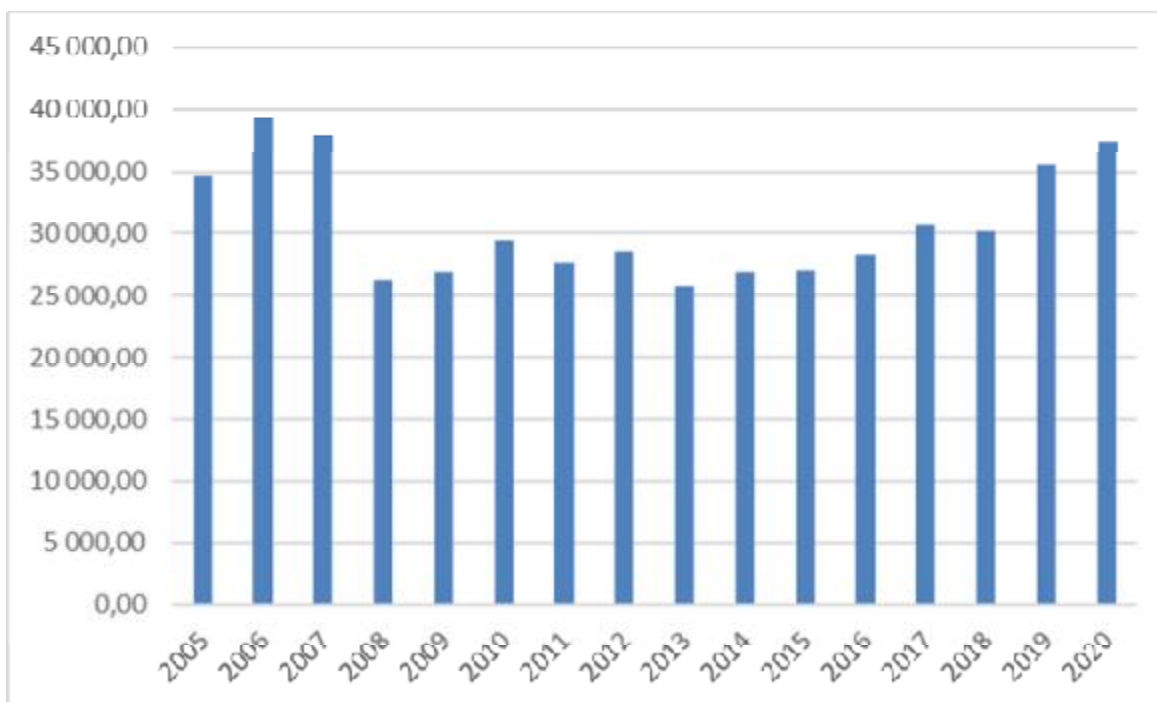
Ugyanez vonatkozik a 2003-ban újonnan alapított (szintén 100%-os leányvállalat) Raiffeisen Immobilien KAG-ra, amelynek legfőbb feladata az ingatlanbefektetési alapok kezelése. A társaság a 2008-ban az eluralkodó pénzügyi válság miatt szervezeti és erőteljesebb fókuszot hozó szerkezetátalakítási programot hajtott végre. Mára egyike lett Ausztria legnagyobb bankcsoportjainak, és az egyik legnagyobb nemzeti alapkezelő, mintegy 20,4%-os piaci részesedéssel (2021 decemberi adatok alapján). Nem csak az osztrák, hanem számos európai ország befektetési piacának is elismert és aktív résztvevője.

Darabszám tekintetében érdekes megfigyelnünk, hogy a gazdasági válság ideje alatt a 2005-ös évhez képest, amikor 287 alapot számlált az állomány, 2008-ra 343 darabra nőtt, ami körülbelül 19,5%-os emelkedést jelent, és ez a szám a válság éveitől sem esett vissza jelentős mértékben. Sőt, 2011-re még tovább nőtt és elérte a 346 darabot. 2013-tól kezdődően – ugyan kis lépésekben – elkezdett csökkenni az állomány száma, de ez nem feltétlenül jelenti azt, hogy a válság okozta krízis megtépázta volna a társaságot. Úgy gondolom, hogy a válság miatt alkalmazott átalakítások, valamint a megváltozott gazdasági környezet és lehetőségek minél jobb kiaknázása miatt a vállalat újragondolta termékeit és igazodott az új piaci helyzethez.



43. ábra: A Raiffeisen Kapitalanlage-GmbH által kezelt alapok darabszámának alakulása
 Forrás: VÖIG, saját szerkesztés

Az alábbi ábra az alapkezelő eszközértékének alakulását szemlélteti. Látható, hogy nincsen jelentős ingadozás, ami a társaság stabilitását is tükrözi. Igaz, a 2008-as év történései hatással voltak a eszközérték volumenre, de a számok alapján jól átvészelte a recessziót. Sőt, 2014-től kezdve folyamatos növekedést mutat. Ez is azt igazolja, hogy nem a válság következményeként csökkent az alapok darabszáma, hanem feltételezhetően az adaptációnak köszönhetően. 2020-ra elérte a 37 496,32 milliárd EUR-t.



44. ábra: A Raiffeisen Kapitalanlage-GmbH eszközértékének alakulása (millió EUR)

Forrás: VÖIG, saját szerkesztés

Kutatásom ezen részében a H4 hipotézisre kerestem a választ, amely azt állítja, hogy a válság ellenére továbbra is tapasztalható eltérés a magyar és „nyugat-európai” befektetési kultúrát képviselő ország (Ausztria) darabszámának alakulásában. Ugyan az osztrák befektetési piac is átalakuláson ment át a vizsgált években, mégis sokkal stabilabb és kiegyenlítettebbnek bizonyult, mint a hazai.

5.4 Klaszteranalízis – A Magyarországon bejegyzett nyilvános, nyílt végű értékpapír befektetési alapok, valamint egyéb befektetési alapok darabszámának alakulásának vizsgálata 2005 és 2021 májusa között

Vizsgálatom tárgya a 2005 és 2021 júniusa között a Magyarországon bejegyzett nyilvános, nyílt végű értékpapír befektetési alapok, valamint egyéb befektetési alapok darabszámának alakulása. Arra kerestem a választ, hogy a piacra ható negatív gazdasági folyamatok hogyan befolyásolták a befektetési döntéseket, azaz a korábban preferált instrumentek továbbra is megtartották-e pozíciójukat vagy átalakultak-e a piaci igények.

A befektetési piac jól ismert szabálya, hogy magasabb hozam csak nagyobb kockázat vállalása mellett érhető el. Ha megelégszünk az alacsonyabb hozammal, akkor a kisebb kockázatú alapokba is fektethetünk. A kockázatok és az azok által várható hozamok megítélésében segítség lehet a befektetési politika, amely ismeretében könnyebben hozható befektetési döntés. A darabszám alakulása jól tükrözi egy befektetési piac gazdasági helyzetét, stabilitását. Azt vizsgáltam, hogy a gazdasági válság milyen hatással volt a magyar piac befektetési kedvére és a piac recesszió utáni stabilizálódása meghozta-e ismételten a befektetési kedvet.

A táblázatokban felsorolt befektetési alapok a befektetési politikájuk szerint 9 csoportba sorolhatók.

Pénzpiaci alapok: Azon alapok tartoznak ide, amelyeknél a portfólióban lévő kötvényjellegű eszközök átlagos hátralévő futamideje nem haladhatja meg az 1 évet.

Kötvényalapok:

Rövid kötvényalapok: Azon alapok tartoznak ide, amelyeknél a portfólióban lévő kötvényjellegű eszközök átlagos hátralévő futamideje 1-3 év.

Hosszú kötvényalapok: Azon alapok tartoznak ide, amelyeknél a portfólióban lévő kötvényjellegű eszközök átlagos hátralévő futamideje meghaladja a 3 évet.

Szabad futamidejű kötvény alapok: A szabad futamidejű kötvényalapok az állami és vállalati kötvények hozamából nyújtanak részesedést befektetőiknek, az átlagos hátralévő futamidő mértékének megkötése nélkül, közepes kockázat mellett.

Vegyes alapok: A kötvényeket és részvényeket vegyítik portfóliójukban.

Kiegyensúlyozott: A portfólióban lévő nem kötvény típusú eszközök aránya 35-65%. A nem részvény típusú eszközök kategóriáinként (pl. ingatlan-típusú, árupiaci típusú, stb.) legfeljebb 40%-ot tehetnek ki – ebből a szempontból a befektetési jegyek teljes egészében a kategóriának megfelelő kitettséget jelentenek, függetlenül az alap feltöltöttségétől.

Óvatos: A portfólióban lévő, nem kötvény típusú eszközök aránya nem haladja meg a 35%-ot. A nem részvény típusú eszközök kategóriáinként (pl. ingatlan-típusú, árupiaci típusú, stb.) legfeljebb 20%-ot tehetnek ki – ebből a szempontból a befektetési jegyek teljes egészében a kategóriának megfelelő kitettséget jelentenek, függetlenül az alap feltöltöttségétől.

Részvényalapok: portfólióban lévő részvény-típusú eszközök aránya meghaladja a 80%-ot.

Egyéb, be nem sorolt alapok: A többi kategória egyikébe sem tartozó értékpapíralapok.

Alapok alapja: Az "alapok alapja" típusú befektetési alapok portfóliója más befektetési alapok befektetési jegyeiből áll. Jellemzően Magyarországról kisebb befektetésekkel nehezebben elérhető befektetési alapokat tartalmaz az alapok alapja konstrukcióban létrehozott befektetési alap.

Speciális alapok:

Abszolút hozamú alapok: Nem egy adott eszközosztályhoz kötöttek, hanem a piaci történések függvényében szabadon mozgathatják eszközeiket azok között.

Származtatott alapok: Nem közvetlenül, hanem valamilyen származtatott eszközön keresztül fektetnek az értékpapírokba.

Tőkevédett alapok: a befektetett tőkét a futamidő vagy az előre meghatározott tartási idő után mindenképpen visszafizetik.

Zártkörű értékpapíralapok: A kibocsátásuk során az értékpapírt kizárólag egyedileg, előre meghatározott befektetők részére ajánlják fel, a befektető előzetes szándéknyilatkozata alapján.

Ingatlanalapok: Különböző kereskedelmi és lakó ingatlanokba fektetnek.

A vizsgált időszakokat az alábbiak szerint határoztam meg.

1. A gazdasági válság előtti időszak (2005 és 2007 között)
2. A válság alatti időszak (2008 és 2012 között)
3. Inflációmentes üzleti ciklus (2013 és 2016 között)
4. Magas inflációs üzleti ciklus (2017 és 2019 között)
5. COVID-19 okozta válság időszaka (2020 és 2021 májusa között)

A következő táblázat az alapok befektetési politika szerinti csoportosítását mutatja be. A különböző színek – melyek a különböző kategóriákat jelölik - az analízis összehasonlításában lesznek segítségünkre.

7. táblázat Az alapok típusainak csoportosítása

Kategóriák	2005-2007	2008-2012	2013-2016	2017-2019	2020-2021
Pénzpiaci alapok	Likviditási alapok	Likviditási alapok	Likviditási alapok	Likviditási alapok	Likviditási alapok
	Pénzpiaci alapok	Pénzpiaci alapok	Pénzpiaci alapok	Pénzpiaci alapok	Pénzpiaci alapok
Kötvényalapok	Rövid kötvényalapok	Rövid kötvényalapok	Rövid kötvényalapok	Rövid kötvényalapok	Rövid kötvényalapok
	Hosszú kötvényalapok	Hosszú kötvényalapok	Hosszú kötvényalapok	Hosszú kötvényalapok	Hosszú kötvényalapok
	-	Szabad futamidejű kötvényalapok	Szabad futamidejű kötvényalapok	Szabad futamidejű kötvényalapok	Szabad futamidejű kötvényalapok
Vegyes alapok	Kötvénytúlsúlyos vegyes alapok	Kötvénytúlsúlyos vegyes alapok	Kötvénytúlsúlyos vegyes alapok	Kötvénytúlsúlyos vegyes alapok	Kötvénytúlsúlyos vegyes alapok
	Kiegyensúlyozott vegyes alapok	Kiegyensúlyozott vegyes alapok	Kiegyensúlyozott vegyes alapok	Kiegyensúlyozott vegyes alapok	Kiegyensúlyozott vegyes alapok
	Dinamikus vegyes alapok	Dinamikus vegyes alapok	Dinamikus vegyes alapok	Dinamikus vegyes alapok	Dinamikus vegyes alapok
Részvény alapok	Részvénnytúlsúlyos alapok	Részvénnytúlsúlyos alapok	Részvény alapok	Részvény alapok	Részvény alapok
	Tiszta részvény alapok	Tiszta részvény alapok	-	-	-
Egyéb be nem sorolt alapok	Egyéb be nem sorolt alapok	Egyéb be nem sorolt alapok	Egyéb be nem sorolt alapok	Egyéb be nem sorolt alapok	Egyéb be nem sorolt alapok
Alapok alapja	Alapok alapja	Alapok alapja	Alapok alapja	Alapok alapja	Alapok alapja
Speciális alapok	Garantált alapok	Garantált alapok	-	-	-
	-	Árupiaci alapok	Árupiaci alapok	Árupiaci alapok	Árupiaci alapok
	-	Abszolút hozamú alapok	Abszolút hozamú alapok	Abszolút hozamú alapok	Abszolút hozamú alapok
	-	Tőkevédett alapok	Tőkevédett alapok	Tőkevédett alapok	Tőkevédett alapok
	Származtatott alapok	Származtatott alapok	Származtatott alapok	Származtatott alapok	Származtatott alapok
Zártkörű értékpapíralapok	Részvényalapok	Pénzpiaci alapok	Pénzpiaci alapok	Pénzpiaci alapok	Pénzpiaci alapok
	Kötvény alapok	Kötvényalapok	Kötvényalapok	Kötvényalapok	Kötvényalapok
	Vegyes alapok	Vegyes alapok	Vegyes alapok	Vegyes alapok	Vegyes alapok
	Pénzpiaci alapok	Részvényalapok	Részvényalapok	Részvényalapok	Részvényalapok
	-	Abszolút hozamú alapok	Abszolút hozamú alapok	Abszolút hozamú alapok	Abszolút hozamú alapok
	-	Tőkevédett alapok	Tőkevédett alapok	Tőkevédett alapok	Tőkevédett alapok
	-	Származtatott alapok	Származtatott alapok	Származtatott alapok	Származtatott alapok
-	Ingatlanalapok	Ingatlanalapok	Ingatlanalapok	Ingatlanalapok	
-	Egyéb	Egyéb	-	-	-
Ingatlanalapok	Ingatlanforgalmazó alapok	Ingatlanforgalmazó alapok	-	-	-
	Ingatlanfejlesztő alapok	Ingatlanfejlesztő alapok	-	-	-
	-	-	Közvetlen ingatlanokba fektető alapok	Közvetlen ingatlanokba fektető alapok	Közvetlen ingatlanokba fektető alapok
	-	-	Közvetett ingatlanokba fektető alapok	Közvetett ingatlanokba fektető alapok	Közvetett ingatlanokba fektető alapok

Forrás: BAMOSZ, saját szerkesztés

Vizsgálatom során hierarchikus klaszterelemzést végeztem az öt különböző, általam meghatározott időszakra. Az elemzés során nem határoztam meg előre a klaszterek számát. A program az eredményként kapott klaszter számot a legalacsonyabb szinten határozta meg. Ily módon az öt időszak mindegyikéhez legalább négy klasztert azonosított, de bizonyos esetekben több klasztert is létrehozott. A klasztereket a befektetési alapok típusainak mennyiségi változásai alapján választotta szét.

A létrehozott klaszterek befektetési alapjainak átlagát összehasonlítottam a vizsgált év befektetési alap típusainak átlagával. Így olyan különbséget kaptam, amellyel megállapítható, hogy a magyar befektetési alapok a tárgyévben milyen mértékben részesítették előnyben az adott klaszter elemeit.

A csoportosítás az átlagtól való eltérés becslésére szolgál. A csoportokat és azok küszöbértékeit, az alábbi táblázat tartalmazza.

8. táblázat: Határérték kategóriák és jelölésük

Kategóriák	Jelölés	Eltérés
Nem értékelhető	∅	
Nagyon átlag alatti	--	< -15
Átlag alatti	-	(-15 – -5)
Átlag körüli	0	(-5 – 5)
Átlag feletti	+	(5 – 15)
Nagyon átlag feletti	++	(15 – 25]
Extra átlag feletti	+++	25 <

Forrás: Saját szerkesztés

Az alap adatokat az SPSS számítógépes rendszerben lefuttatva a következő eredményeket kaptam. A klaszterfürtöket a 23. melléklet tartalmazza.

9. táblázat: A vizsgált időszakok klaszter analízise

A gazdasági válság előtti időszak (2005 és 2007 között)					
Ward Method	2005.	2006.	2007.		
Nagyon átlag alatti	(--) 0,88	(--) 1,13	(--) 1,63		
Átlag alatti	(-) 6,60	(-) 10,60	(-) 11,40		
Átlagos	(0) 15,83	(0) 17,67	(0) 23,50		
Átlag feletti	(++)25,00	(+++) 47,00	(+++) 71,00		
Nagyon átlag feletti	(+++) 35,00	(+++) 69,00	(+++) 110,00		
Átlag	9,29	13,52	18,67		
A válság alatti időszak (2008 és 2012 között)					
Ward Method	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.
Nagyon átlag alatti	(--) 0,80	(--) 0,80	(--) 0,87	(-) 4,93	(-) 5,67
Megszűnő és új alapok	(+) 22,40	(+) 23,20	(+) 29,20	(--) 0,60	(--) 1,20
Átlagos	(0) 17,29	(0) 18,43	(0) 20,00	(+) 27,86	(+) 28,29
Átlag feletti	(+++) 80,00	(+++) 79,00	(+++) 87,00	(+++) 106,00	(+++) 105,00
Átlag feletti és új alapok	(Ø) 0,00	(Ø) 0,00	(Ø) 0,00	(+++) 144,00	(+++) 154,00
Nagyon átlag feletti, de megszűnő	(+++) 167,00	(+++) 156,00	(+++) 153,00	(Ø) 0,00	(Ø) 0,00
Átlag	16,4	16,4	17,97	17,4	18,27
Inflációmentes üzleti ciklus (2013 és 2016 között)					
Ward Method	2013.	2014.	2015.	2016.	
Nagyon átlag alatti	(--) 5,23	(--) 5,62	(--) 5,23	(--) 6,92	
Átlagos	(0) 21,25	(0) 22,88	(0) 26,38	(0) 29,88	
Átlag feletti	(+++) 69,50	(+++) 74,00	(+++) 78,00	(+++) 82,50	
Nagyon átlag feletti	(+++) 135,00	(+++) 146,00	(+++) 140,00	(+++) 127,00	
Átlag	25,88	27,84	28,60	29,92	
Magas inflációs üzleti ciklus (2017-2019 között)					
Ward Method	2017.	2018.	2019.		
Nagyon átlag alatti	(--) 8,94	(--) 8,31	(--) 6,88		
Átlag alatti	(+) 42,67	(+) 41,50	(+) 41,50		
Nagyon átlag feletti	(+++) 89,00	(+++) 94,50	(+++) 98,00		
Extra átlag feletti	(+++) 138,00	(+++) 143,00	(+++) 146,00		
Átlag	28,60	28,56	28,04		
COVID-19 okozta válság időszaka (2020-2021 májusa között)					
Ward Method	2020.		2021. Q2		
Nagyon átlag alatti	(--) 7,29		(--) 7,29		
Átlag feletti	(++) 45,40		(++) 46,00		
Nagyon átlag feletti	(+++) 102,00		(+++) 104,00		
Extra átlag feletti	(+++) 146,00		(+++) 144,00		
Átlag	28,04		28,24		

Forrás: Saját szerkesztés

Öt klaszter jött létre 2005 és 2007 között. Az öt klaszter tartalmazza az alapok teljes számának változásait a vizsgált három év során. A pénzügyi válság előtti időszakban tapasztalható mennyiségi változások azt mutatják, hogy a klaszterek eltérése az átlagtól egyik évben sem jelentős. Ez azt jelenti, hogy a vizsgált időszakban nincs jelentős szórás a piacon lévő befektetési alapok között.

A 2008 és 2012 közötti időszakra hat klaszter különböztethető meg egyértelműen. A klaszterek közül ki kell emelni a "Megszűnő és új alapokat". E csoportba azok a befektetési alapok tartoznak, amelyek a vizsgált időszakban szűntek meg, vagy jöttek létre. Ez a csoport ezért specifikus. A klaszteren belül az évek során névváltozás történt, mivel a klaszterbe tartozó több befektetési alap típus megszűnt 2011-ben, elsősorban a piaci változások és a kormányzati szabályozás miatt. Ezenkívül 2011 óta új alapok kerültek ebbe a csoportba, de nem mutattak dinamikus növekedést.

Az "Átlag feletti és új alapok" klaszterhez tartozó alapot 2011-ben hozták létre, és az évek során dinamikus növekedett. 2008 és 2010 között a „Nagyon átlag feletti, de megszűnő” klaszter jóval az átlag felett teljesített a vizsgált három évben. 2011-től azonban a mutató értéke mérhetetlenné vált, mivel a klaszter befektetési alapja megszűnt.

A következő három vizsgált időszakban elmondható, hogy a befektetési alap típusok szerkezete hasonlóan alakult. A befektetési alapokat mindhárom időszakra négy külön klaszterre osztották. Kivételt képez a 2013 és 2016 közötti időszak, amelyhez egy „Átlagos” klaszter is kialakult, amely nem tér el jelentősen az átlagtól.

10. táblázat: A vizsgált klaszterek összehasonlítása

2005-2007	2008-2012	2012-2016	2017-2019	2020-2021 május
Nagyon átlag alatti	Nagyon átlag feletti	Nagyon átlag feletti	Nagyon átlag feletti	Nagyon átlag feletti
Szabad futami. kötvényalapok	Rövid kötvényalapok	Dinamikus vegyes alapok	Likviditási alapok	Likviditási alapok
Dinamikus vegyes alapok	Szabad futami. kötvényalapok	Egyéb, be nem sorolt alapok	Pénzpiaci alapok	Pénzpiaci alapok
Részvény alapok	Dinamikus vegyes alapok	Árúpiaci alapok	Hosszú kötvényalapok	Hosszú kötvényalapok
Kötvény alapok	Árúpiaci alapok	Pénzpiaci alapok	Szabad futamidejű kötvényalapok	Szabad futamidejű kötvényalapok
Vegyes alapok	Pénzpiaci alapok	Kötvény alapok	Dinamikus vegyes alapok	Dinamikus vegyes alapok
Pénzpiaci alapok	Kötvény alapok	Vegyes alapok	Egyéb, be nem sorolt alapok	Egyéb, be nem sorolt alapok
Egyéb alapok	Vegyes alapok	Abszolút hozamú alapok	Árúpiaci alapok	Árúpiaci alapok
Ingatlanfejlesztő alapok	Abszolút hozamú alapok	Tőkevédett alapok	Pénzpiaci alapok	Tőkevédett alapok
Átlag alatti	Tőkevédett alapok	Származtatott alapok	Kötvény alapok	Pénzpiaci alapok
Likviditási alapok	Származtatott alapok	Ingatlanalapok	Vegyes alapok	Kötvény alapok
Rövid kötvényalapok	Ingatlanalapok	Pénzpiaci alapok	Abszolút hozamú alapok	Vegyes alapok
Tiszta részvény alapok	Egyéb alapok	Közvetlen ingatlanba fektető alapok	Részvény alapok	Abszolút hozamú alapok
Egyéb be nem sorolt alapok	Ingatlanfejlesztő alapok	Közvetett ingatlanba fektető alapok	Tőkevédett alapok	Részvény alapok
Származtatott alapok	Közvetlen ingatlanba fektető alapok	Átlagos	Származtatott alapok	Tőkevédett alapok
Átlagos	Közvetett ingatlanba fektető alapok	Likviditási alapok	Közvetlen ingatlanba fektető alapok	Származtatott alapok
Pénzpiaci alapok	Megszűnő és új alapok	Pénzpiaci alapok	Közvetett ingatlanba fektető alapok	Közvetlen ingatlanba fektető alapok
Hosszú kötvényalapok	Részvénytúlsúlyos alapok	Rövid kötvényalapok	Átlag feletti	Közvetett ingatlanba fektető alapok
Kötvénytúlsúlyos vegyes alapok	Tiszta részvény alapok	Hosszú kötvényalapok	Rövid kötvényalapok	Átlag feletti
Kiegyensúlyozott vegyes alapok	Egyéb be nem sorolt alapok	Szabad futamidejű kötvényalapok	Kötvénytúlsúlyos vegyes alapok	Rövid kötvényalapok
Részvénytúlsúlyos alapok	Árúpiaci alapok	Kötvénytúlsúlyos vegyes alapok	Kiegyensúlyozott vegyes alapok	Kötvénytúlsúlyos vegyes alapok
Ingatlanforgalmazó alapok	Ingatlanforgalmazó alapok	Kiegyensúlyozott vegyes alapok	Tőkevédett alapok	Kiegyensúlyozott vegyes alapok
Átlag feletti	Átlagos	Származtatott alapok	Származtatott alapok	Származtatott alapok
Alapok alapja	Likviditási alapok	Átlag feletti	Ingatlanalapok	Ingatlanalapok
Nagyon átlag feletti	Pénzpiaci alapok	Részvény alapok	Nagyon átlag feletti	Nagyon átlag feletti
Garantált alapok	Hosszú kötvényalapok	Abszolút hozamú alapok	Részvény alapok	Részvény alapok
	Kötvénytúlsúlyos vegyes alapok	Nagyon átlag feletti	Abszolút hozamú alapok	Abszolút hozamú alapok
	Kiegyensúlyozott vegyes alapok	Alapok alapja	Extra átlag feletti	Extra átlag feletti
	Abszolút hozamú alapok	Tőkevédett alapok	Alapok alapja	Alapok alapja
	Részvény alapok			
	Átlag feletti			
	Alapok alapja			
	Átlag feletti és új alapok			
	Tőkevédett alapok			
	Nagyon átlag feletti, de megszűnő			
	Garantált alapok			

Forrás: Saját szerkesztés

A különböző színek a befektetési politika szerinti csoportosítást jelölik.

A klaszterelemzések jól tükrözik, hogy a befektetési alapok típusainak összetétele jelentősen megváltozott a vizsgált időszakokban. Az időszakok elemzése azt mutatja, hogy a befektetési alapok szerkezete a piaci változások és a kormányzati beavatkozások hatására is megváltozott. Ez a változás bizonyos típusú alapok megszűnését és újak megjelenését, valamint mennyiségi változásokat eredményezett a különböző típusokban.

A 2005-2007 közötti évek a magyar gazdaság dinamikus gazdasági növekedésének időszaka volt. Ebben az időszakban a gazdasági növekedést magasabb inflációs ráta kísérte. Ezek a makrotényezők pozitív hatással voltak a befektetési alapok volumenének növekedésére. A

klaszteranalízis alapján megállapítható, hogy a magyar befektetési alapok legnépszerűbb típusa a garantált alapok voltak. Ezek az alapok innovatív és alacsony kockázatú termékeknek számítottak a magyar befektetési piacon. Ezért népszerűségük évről évre dinamikusan nőtt.

A globális gazdasági válság Magyarországon 2008 és 2012 között éreztette leginkább hatását. Ebben az időszakban a gazdasági teljesítmény jelentősen csökkent, ami hatással volt a befektetői piacokra. Az ebben az időszakban működő befektetési alapok többsége az "Átlagos" vagy "Nagyon átlag alatti" klaszterbe került. A befektetési alapok mennyiségének csökkenése kiválóan illusztrálja a befektetési hajlandóság negatív tendenciáját. Ez alól kivételt képez a zárt részvényalap típus, amelynek volumene jelentősebb növekedést mutatott az előző időszakhoz képest. Ez alatt az időszak alatt számos alapot felszámoltak vagy kivontak a piacról. Ezek az alapok a "Megszűnő és új alapok" csoportba kerültek. Ebben a klaszterben azok a típusok, melyek végül megszűntek minimális átlag feletti volumenűek voltak, és az újonnan létrehozott alapok volumen tekintetében jelentősen átlag alatt teljesítettek. Ezzel szemben két egyedi klaszter is létre jött. Ezekben a klaszterekben lévő befektetési alapoknak is egyedi jellegük volt a magyar befektetési alapok piacán. Az "Átlagon felüli új befektetési alapok" klaszter a kezdetek óta dinamikus volumennövekedést ért el. A tőkevédett alap az előző időszak garantált alapjához hasonlóan innovatív, alacsony hozamú, de biztonságos befektetés volt. A garantált alapok voltak a meghatározó befektetési típusok 2008 és 2010 között. 2011-től azonban a volumen értéke nullára csökkent. Meg kell azonban jegyezni, hogy a magas arány 2010-ig nagyrészt az alapok zárt formájának köszönhető. Ha inkább nyílt, mint zárt végűek lettek volna, akkor a 2008 októberében kezdődött tőzsdei összeomlás valószínűleg arra készítette volna a befektetőket, hogy ezektől az alapoktól is mihamarabb megszabaduljanak. Ez lehetett az oka annak, hogy ezek az alapok a "Nagyon átlag feletti, de megszűnő" klaszterbe csoportosultak.

Az infláció nélküli gazdasági tevékenység időszaka (2013-2016) egyedülálló a magyar gazdaság történetében. Az infláció 0% körül volt, és ez erős gazdasági növekedéssel párosult. Az alacsony infláció és a magas gazdasági növekedés alacsony kamatok és hozamokat eredményezett a befektetési piacon. Ennek hatása nem volt jelentős hatással a befektetési alapok mennyiségi változására. Ugyanakkor a részvényalapok volumene jelentősen nőtt. Az előző időszakhoz képest a részvény típusú befektetési alapot ebben az időszakban már az „Átlag feletti” klaszterbe sorolták, mivel a részvények összhozamának növekedése jelentősen meghaladja a piacon lévő egyéb befektetési termékek megtérülési rátáját. A tőkevédett és az alapok alapjai a „Nagyon átlag feletti” klaszterbe kerültek. Ezek az alaptípusok az előző időszakhoz képest is megőrizték átlag feletti értékeiket. A klaszteranalízist követően megfigyelhető, hogy az időszak befektetési alaptípusainak szerkezete hasonló a válság előtti időszakhoz (2005-2007).

A 2017-2019 közötti időszak a magyar gazdaságban magasabb inflációjú időszak. Az infláció növekedése jelentős tényező lehet, amely befolyásolja a fedezeti alapok „népszerű” klaszterbe való átsorolását. Kiemelendő a magáningatlan alapok növekedése, amely az időszakban az „Átlag feletti” klaszterbe csoportosult. Ebben az időszakban az ingatlanpiaci befektetések megtérülési rátája jelentős növekedést mutatott. Ennek oka egyrészt a nemzetközi kamatkörnyezet alacsony szintje, másrészt a magyar állami transzferek megjelenése az ingatlanpiacon. Az alacsony kamatkörnyezet negatív hatással volt a pénzpiaci és likviditási alapokra is. Ezzel szemben a túlsúlyos és kiegyensúlyozott vegyes alapok volumennövekedést mutatnak az alacsony kamatkörnyezet miatt. Ebben az időszakban a részvényalap megőrizte korábbi pozícióját.

A 2020-tól 2021 májusáig terjedő járványidőszakot a gazdasági környezet recessziója jellemzi, de a pénzügyi stabilitás Magyarországon és nemzetközi szinten is megmaradt. A befektetési alapok klaszterelemzését követően az előző időszakhoz képest nem történt jelentős változás. Ez alól kivételt képez a tőkevédett alaptípus, amelyet az előző időszak "Átlag feletti" klaszteréből

átsoroltak a "Nagyon átlag alatti" klaszterbe. A mennyiségi változás tekintetében az elemzett évek során jelentősen csökkent. A válság hatása a vizsgált időszakban nem figyelhető meg a befektetési alapok szerkezetének változásában. A tőkevédett alapoktól eltekintve nem történt jelentős mennyiségi csökkenés az elemzett alaptípusokban, valamint nem szűntettek meg, vagy hoztak létre új alaptípusokat a 2008–2012-es pénzügyi válsághoz hasonlóan. Körültekintve a hazai befektetési piacon, látható, hogy a befektetési alapok többsége 2021 májusának végéig sértetlenül átvészelte a COVID-19 válság időszakát.

Elemzésemben - összehasonlítva a két különböző dekonjunkturális időszak klasztereit - megállapítható, hogy a befektetési alapok mennyiségi változásaiban nem figyelhető meg azonosság. Ez azért fontos, mert a két dekonjunktúra alapvetően eltér egymástól, míg a 2008–2012-es időszakot pénzügyi válságnak nevezhetjük, a 2020-tól kezdődő válság nem a gazdaság szerkezetéből adódóan, hanem külső tényező által triggerelt válság. A pénzügyi piacok stabilitása - ahol a nemzeti bankok is fontos szerepet játszanak - nagy hatással van a befektetési alapok szerkezetének relatív stabilitására. Az infláció mértékétől függetlenül a gazdasági tevékenység időszakában nem figyelhető meg jelentős strukturális változás. Ugyanakkor bizonyos típusú befektetési alapok mennyiségi változását jelentősen befolyásolták, például: tőkevédett alapok, ingatlan alapok. A vizsgált időszakokban az alapok befektetési típusát kell kiemelni, amely minden időszakban az „Átlag feletti” vagy „Nagyon átlag feletti” klaszterbe került. Az alapok alapja más befektetési alapok befektetési jegyeinek összege. Tehát ebben az esetben a befektetési alap portfóliója nem tartalmaz részvényeket, kötvényeket és egyéb származékos termékeket, hanem csak befektetési jegyeket.

Dolgozatom e részében megvizsgáltam a befektetési alapok mennyiségének változását öt gazdasági időszak alatt. A változás elemzéséhez hierarchikus klaszterelemzést használtam. Eredmények azt mutatják, hogy a gazdasági recessziók és ciklikus időszakok hogyan befolyásolták a befektetési alapok piacát. A két vizsgált időszak között nem találhatóak következetes minták a befektetési alapok áramlásának mennyiségi változásában. A 2008-as pénzügyi válságot megelőző válság előtti ciklikus időszakok és a válság előtti COVID-19 változások között nem figyelhető meg tipikus mennyiségi változás. Nem találtam szignifikáns különbséget a befektetési alapok összetételében az öt vizsgált időszakban. Néhány esetben azonban jelentős volumenváltozás történt.

Eredményeim azt mutatják, hogy a befektetési alap típusok változásai nagyrészt követik a befektetési piac tendenciáit. A magyar befektetési alapok piaca reagál a befektetési piacot meghatározó kamat- és hozamszintekre, valamint a gazdasági környezetre is. Ezt hangsúlyozza a garantált alapok eltűnése a pénzügyi piacok változásai miatt, a fedezeti alapok piacának dinamikus növekedése a 2008 utáni válságban, valamint a magasabb inflációjú és alacsonyabb hozamú alapok volumenének csökkenése.

A magyar lakossági befektetési kultúra egyik jellemzője az ingatlanpiaci befektetések preferálása. (Balogh et al., 2019) A befektetési alapok piacán azonban az ingatlan alapok volumenváltozása nem volt jelentős a vizsgált időszakokban. Ezzel szemben 2017-től jelentősen nőtt a magántulajdonú befektetési alapok száma, míg a nyílt végű, közvetlen és közvetett ingatlanokba befektető alapok mennyiségének változása nem volt jelentős.

A COVID-19 világjárvány idején, a gazdasági recesszió ellenére, nem volt jelentős csökkenés a fedezeti alapokon kívüli befektetési alapok volumenében, és nem történt felszámolási, tőzsdei jegyzékbe vételi és új típusú alap létrehozása a 2008-2012-es pénzügyi válsághoz időszerűen hasonlóan. Ezek alapján elmondható, hogy a hazai befektetési piac befektetési alapjainak többsége a vizsgált időszak végéig érintetlen maradt a koronavírus okozta válságban. Ez részben megerősíti Pástor és Vorsatz (2020) eredményét, miszerint a nemzeti bankok által hozott intézkedések a stabilizáció és a likviditási befektetési piacok érdekében sikeresnek bizonyultak.

Megállapítható, hogy a H5 hipotézis feltételezése helyén való, miszerint a válság következtében a befektetési attitűdben változás tapasztalható, vagyis a piacon található alapok – befektetési politikájukat tekintve – módosultak. A hazai befektetési alapok állományában változás tapasztalható a válság kirobbanását követő három vizsgált időszakban. Ugyan a változás véleményem szerint nem szignifikáns, de egyértelmű. A gazdasági recesszió utáni adatokat vizsgálva látható, hogy a klaszterbesorolás csak csekély mértékben változott, azaz megállapítható, hogy a hozam és a kockázat alakulása ebben az időszakban is hasonló volt, mind a válságot megelőző időszakban. A válság előtt jól megválasztott befektetési politikák a válság bekövetkezése után is hatásosnak bizonyultak, és alátámasztották megbízhatóságukat. Mindezt bizonyítja az is, hogy az egyik legkockázatosabb befektetési politikát képviselő alapok, részvényalapok lettek a válság igazi vesztesei.

5.5 Kérdőív

Dolgozatom készítés során nagy hangsúlyt fektettem az elmúlt két évtized gazdasági válságainak a befektetési piacra gyakorolt hatásainak vizsgálatára, kiemelten kezelve a 2008-ban kibontakozó világméretű recessziót, amely átírta a világ gazdaság folyamatait, rendszereit. A kutatás annak feltárására irányult, hogy a megkérdezett szakemberek hogyan értékelték a válságok befektetési alapkezelőkre gyakorolt hatásait, véleményük szerint milyen irányban formálta át a piacot és az azt szabályozó folyamatokat a gyakorlati életben. A kérdőívet kizárólag befektetési alapkezelők szakemberei részére továbbítottam, hogy szakmai szemmel vizsgálva milyen folyamatok és reakciók jellemezték a piacot.

A kutatásom jellemzői:

- Célja a gazdasági válságok hatásának vizsgálata a befektetési piacon.
- A kutatásom eszközeként a kérdőív szolgált, amelynek kitöltése online módon történt.
- A felmérés a befektetési alapkezelők szakembereit célozta meg (célcsoport).
- A kutatás eredménye 9 fő választát prezentálja, tehát a minta elemszáma 9.
- A felmérés időintervalluma: 2022.02.01.-2022.03.31.
- Az adatfeldolgozás módszere: statisztikai módszerek.

A kérdőív nem reprezentatív, célja az, hogy primer vizsgálatom eredményeit alátámasszam, valamint a meglévő gyakorlati tapasztalatok könnyebben társíthatók legyenek.

A minta általános jellemzői:

A válaszadók mind befektetési alapkezelők munkatársa. Ugyan a kérdőív kérdéssora nem terjed ki az alanyok iskolázottságára, azonban a megkérdezett személyek – munkakörükből adódóan - mindannyian pénzügyi szakirányú felsőfokú végzettséggel rendelkeznek.

A kérdőív három fontos időszakot ölel fel. A 2008-as gazdasági válság, a COVID-19 és egy, akkor újonnan kibontakozó válság időszakát, amely az ukrán-orosz konfliktushoz köthető.

Az első kérdésből kiderült, hogy a válaszadók közül ketten még nem dolgoztak a szektorban a 2007-ben kezdődő gazdasági válság megjelenésekor. Azok a válaszadók, akik ekkor már ezen területen dolgoztak, a 2007-ben kezdődő gazdasági válság első jeleit 2007 első negyedében már észlelték, melyeket a következők voltak.



45. ábra: A 2007-es gazdasági válság első jelei az alapkezelőknél

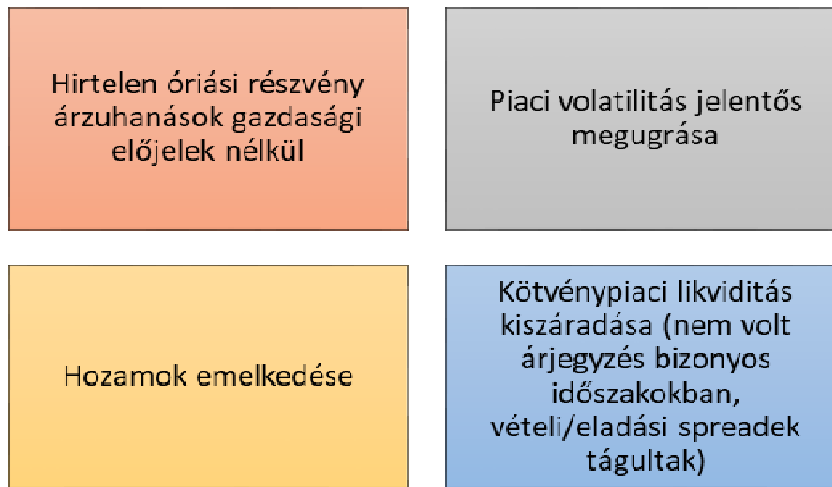
Forrás: Saját szerkesztés

Arra a két kérdésre, hogy mekkora visszaesés volt jellemző az alapkezelőnél a forgalmazott alapok darabszámának alakulásában - a 2007-es gazdasági válság hatására -, a válaszadók az ingatlanalapokat jelölték meg fő gócpontként, mert jelentős visszaváltási hullám indult meg, melynek következtében fel kellett függeszteni a forgalmazást. Ezt a reakciót, mint a válság hatására bevezetett intézményi intézkedésként jelölték meg. A többi típusnál is érezhető volt a visszaesés, azonban jelentős gondot azok nem okoztak.

A nettó eszközérték volumen visszaesésének mértékét 15%-ban határozták meg a kérdeztettek és azt nyilatkozták, hogy 2010-re elérték az alapkezelők a gazdasági válság előtti szintet. Látható tehát, hogy a befektetési piacok elsők között reagáltak a gazdasági recesszió hatásaira, azonban röpké három év alatt ismét helyrebillent a piac, ellentétben a lakosság gazdasági helyzetével, ahol még további éveken keresztül sem sikerült helyrehozni a károkat. Mind nemzeti, mind nemzetközi szinten szabályozási hullám indult meg. Ezeket a válaszadók egyértelműen pozitívan ítélték meg, azonban megjegyezték, hogy a tőkepiac nagyfokú szabályozása negatív mellékhatásokat is kiváltott.

A kérdésre, hogy átalakult-e a befektetési piac keresleti és kínálati oldal a 2007-es gazdasági válság hatására, nemleges válasz adtak, azzal a megjegyzéssel, hogy a derivatíva eszközök kereslete erőteljesen lecsökkent, a QE-k (quantitative easing – mennyiségi lazítás) hatására azonban a részvény- és kötvénypiacon (illetve az ezekbe fektető aktív és passzív alapok) a kereslet helyreállt, sőt növekedést eredményezett.

A COVID-19 járvány első gazdasági hatásait a magyar befektetési alapkezelők 2020 első negyedévében már észlelték. Itt is látható, hogy sokkal hamarabb reagált a befektetési piac, mint ahogy az a háztartások életében érezhető lett volna. Ha visszaemlékezünk, csak 2020. március 11-én hirdette ki a WHO a világméretű megjelenését, holott a gazdaságra gyakorolt hatása ekkor már érződött.



46. ábra: A COVID-19 járvány első jelei az alapkezelőknél

Forrás: Saját szerkesztés

A megkérdezettek nem tapasztaltak visszaesést a forgalmazott darabszámok tekintetében.

A nettó eszközérték volumen visszaesést 3-4%-ban határozták meg és átmenetiként aposztrofálták, amely aztán az év végére korrigálódott. A járvány okozta válság nem bizonyult olyan mértékűnek a befektetési területen, hogy további kormányzati, vagy intézményi óvó intézkedések bevezetését indokolta volna.

Érdekes megjegyezni, hogy ugyan rövidtávú és kismértékű volt a járvány okozta hatás a befektetési szektorban, mégis a kérdésre, miszerint átalakult-e a befektetési piac keresleti és kínálati oldal a COVID-19 járvány hatására az alábbi válaszokat kaptam:

- A jegybankok mennyiségi lazítása teljesen eltorzította az árfolyamokat.
- Első körben az alacsonyabb kockázatú eszközöket keresték jobban az ügyfelek, később a mentőcsomagoknak és a vakcináknak köszönhetően viszont újra népszerűek lettek a kockázatosabb eszközök (részben az időközben tovább csökkenő hozamkörnyezetnek köszönhetően).
- A nagymértékű jegybanki QE-k hatására minden eszköz iránt megnövekedett a kereslet, a kockázati felárak erősen szűkültek.

Ahogy látható, ezek okai elsősorban a szabályozási folyamatokban keresendők. Azoknál a befektetési alapkezelőknél, melyeknél a kérdőívet kitöltő szakemberek dolgoznak, nem szűntek meg a válság következtében alapok. Ezt azért fontos kiemelni, mert a klasztervizsgálat egyik eredményeként megállapítottam, hogy voltak alapok, melyek megszűntek és voltak melyek bevezetésre kerültek. Tehát ez a tendencia nem mondható általánosnak. Ahogy korábban már írtam, ugyan nagyon mély nyomokat hagyott a válság az élet minden területén, de vajon volt-e pozitív hozadéka? Kutatások kimutatták, hogy a válság okozta potenciális károk mértéke nem annyira a válság típusától, hanem inkább a válság kezelés sikerétől függ. Ennek három eleme a felkészültség, a tényalapú megközelítés, és a hatékony kommunikáció. Akadt a megkérdezettek között olyan, aki szerint semmit nem kamatoztattunk az elmúlt tizenöt évből. Sőt a 2007-es válság után olyan szigorú szabályozási hullám indult meg, amely komoly gátat szab a hatékony működésnek. Egyre bonyolultabb működési környezet, miközben az alaptevékenység nem változott semmit.

Mások szerint a 2007-es gazdasági válságnak köszönhetően az ügyféltájékoztatás sokkal alaposabb lett, tőkeáttételes ügyletek kisebb tőkeáttétellel nyithatók, szigorúbb tőkekövetelményi

rendszerek kerültek bevezetésre (de sokszor üzleti aktivitást akadályozó, piaci likviditást csökkentő a szabályozás mértéke).

A COVID-19 járvány időszakának köszönhetően pedig megtanultuk, hogy a nem konvencionális monetáris politika és laza fiskális politika inflációs hatása sokkal később jelentkezik, mint ahogy az a korábbi elméletek alapján sejthető volt (sajnos látszik, hogy hosszabb alkalmazásuk még így is inflációs veszélyt rejt).

Feltettem a kérdést, miszerint várható-e újabb, a befektetési piacra szignifikáns hatást gyakorló gazdasági válság? A kérdésre válaszként két dolog került látószögbe. Az egyik az infláció, melynek mértéke 2022-2023-ra eléri azt a szintet, amikor a jegybankoknak szakítani kell a laza monetáris politikával, és a szigorítás irányába kell fordulniuk (ez komoly korrekciót okozhat minden eszközosztályban). Ez felveti egy újabb szabályozási hullám létjogosultságát is.

A másik, a jelenleg is tartó ukrán-orosz konfliktus és az erre bevezetésre kerülő nyugati szankciók hatása. Ezeknek széleskörű és tartós világgazdasági hatásai lehetnek (hadiipar, energiaipar, infláció egyrészt a nyersanyagárak, másrészt az ellátási láncok miatt, stagfláció veszélye).

Ukrajna, mint a volt Szovjetunió része, mély társadalmi és kulturális kapcsolatokat ápolt Oroszországgal, sőt, a lakosság 17%-a orosz. Az orosz lakosság túlnyomórészt egyébként azokon a területeken él, amelyek 2014-ben lettek „szakadár tartományok” Ukrajnában. A konfliktus nemcsak Oroszországra és Ukrajnára nézve járt súlyos következményekkel, hanem potenciális veszélyt jelentett a válság miatt még mindig gyenge európai gazdaságra.

Az Európai Unió, Oroszország és Ukrajna gazdasági kapcsolatai szorosan összefonódnak. Az EU fő kereskedelmi partnere Oroszország, míg Oroszországé Ukrajna. Az EU-ban és Ukrajnába irányuló orosz export főként földgázból és olajból áll, míg Ukrajna és EU ellensúlyozza ezt legfőképp gépek és katonai felszerelések és mezőgazdasági termékekkel (Moagăr-Poladian – Drăgoi, 2015)

Az Oroszországgal szemben bevezetett nyugati szankciók Oroszország az agrár-élelmiszerimport tilalmával vágott vissza és korlátozta az utazást Nyugatra. Az általános hangulat Oroszország, Ukrajna és a Nyugat között további sérüléseket szenvedett. Nyilvánvaló, hogy Ukrajna volt a konfliktus fő áldozata. Donbass - amely korábban 16%-át tette ki Ukrajna GDP-jének és 25%-át az exportjának – jelentős háborús károkat szenvedett (a GDP 6%-a), a termelés majdnem leállt, a jelentős áramkimaradások és vasúti fennakadások következményeként. Ráadásul az életbe léptetett exporttilalom a katonai és az Oroszországba irányuló kettős felhasználású árukra tovább fokozta az export visszaesését. Összességében elmondható, hogy Ukrajna gazdasága 8%-kal zsugorodott. Oroszország gazdasága már az ukrajnai válság előtt „megrekedt és stagnált”, ami a konfliktus hatására tovább mélyült (Havlik, 2014).

A FÁK országok (Független Államok Közössége) a kölcsönös befektetéseinek gyors növekedési időszaka véget ért. A megfigyelt negatív tendencia azt mutatja, hogy az együttműködés régi paradigmája idejét múlttá vált. (Kvashnin, 2016)

Hiába azonban az összefonódások, 2014 után súlyosan megromlott a viszony a két ország között, de végletesen 2021 elején kezdtek kicsúszni a dolgok az irányítás alól.

A 2022-es orosz invázió Ukrajna ellen 2022. február 24-én vette kezdetét, amikor Oroszország hadműveletet indított Ukrajna ellen. Ez a legnagyobb hagyományos katonai konfliktus Európában a második világháború óta.

Az EU egy öt szankcióból álló csomagot fogadott el az Ukrajna ellen indított orosz katonai támadásra válaszul. Az intézkedések célja:

- gyengíteni Kreml azon képességét, hogy finanszírozni tudja a háborút
- egyértelmű gazdasági és politikai veszteségekkel sújtani az invázióért felelős orosz politikai elitet (oligarchákat).

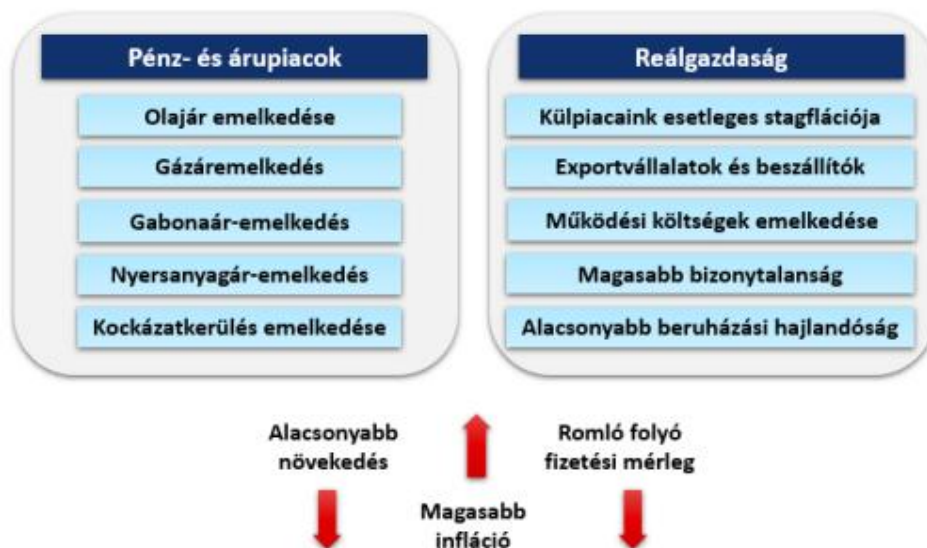


47. ábra: Az EU szankciói az Ukrajna ellen indított orosz katonai támadásra

Forrás: Internetes forrás, Az Európai Unió Tanácsa

Az intézkedések többek között az alábbiakat tartalmazzák:

- egyéni szankciók
- gazdasági szankciók
- a médiára vonatkozó korlátozások
- diplomáciai lépések
- a Doneck és Luhanszk régiók (oblaszty) nem kormányzati ellenőrzés alatt álló területeivel való gazdasági kapcsolatokat érintő korlátozások



48. ábra: Az orosz-ukrán konfliktus makrogazdasági hatásai

Forrás: MNB

Az Európai Unió az Oroszországgal/Fehéroroszországgal kapcsolatos szankciók 10. csomagját 2023. február 26. napjától kezdődő hatállyal fogadták el. Az alábbi táblázat összefoglalja a korábbi és legújabb szankciós csomagok tartalmát.

11. táblázat: Az EU 10 szankciós csomagja Oroszországgal/Fehéroroszországgal szemben

2022. 02. 23.	1. csomag	Korlátozások a pénzügyi ágazat; az energia- és közlekedési ágazat; kettős felhasználású termékek; exportellenőrzés és exportfinanszírozás; vízümpolitika; orosz személyek jegyzékbe vétele; új jegyzékbe vételi kritériumok terén
2022. 02. 25.	2. csomag	Az EU úgy határozott, hogy befagyasztja Vlagyimir Putyinnak, az Oroszországi Föderáció elnökének és Szergej Lavrovnak, az Oroszországi Föderáció külügyminiszterének a vagyoni eszközeit, emellett az EU korlátozó intézkedéseket vezetett be az Oroszországi Föderáció Nemzetbiztonsági Tanácsának tagjaival és az Orosz Állami Duma többi tagjával szemben, akik támogatták, hogy Oroszország haladéktalanul elismerje az önmagukat kikiáltó donecki és luhanszki „köztársaságokat”. A szankciók a pénzügyi, az energia-, a közlekedési és a technológiai ágazatra, valamint a vízümpolitikára vonatkoznak.
2022. 03. 02.	3. csomag	7 orosz bank kizárása a SWIFT rendszerből. A kizárás a következő hét bankot érinti: Bank Otkritie, Novikombank, Promsvyazbank, Rossiya Bank, Sovcombank, Vnesheconombank (VEB) és VTB Bank. Az EU tilalmat vezetett be az alábbiakra vonatkozóan: befektetés az Orosz Közvetlen Befektetési Alap által társfinanszírozott projektekbe, az ilyen projektekben való részvétel vagy az azokhoz való egyéb hozzájárulás; euróbankjegyek eladása, szolgáltatása, átadása vagy kivitele Oroszországba, vagy bármely oroszországi természetes vagy jogi személy vagy szervezet számára. Az Orosz Központi Bankkal folytatott tranzakciók tilalma; 500 millió EUR összegű támogatási csomag az ukrán fegyveres erőknek nyújtandó felszerelések és készletek finanszírozására; tilalom az orosz fuvarozók számára az uniós légtér átrepülésére és az uniós repülőterekhez való hozzáférésre vonatkozóan; új szankciók 26 további személyre és egy további szervezetre vonatkozóan; Russia Today és Szputnyik (médiaorgánumok) szolgáltatásainak felfüggesztése.
2022. 03. 15.	4. csomag	Tilalom egyes állami tulajdonú vállalatokkal bonyolított minden ügyletre; hitelminősítési szolgáltatások nyújtására bármely orosz személy vagy szervezet részére; tilalom az orosz energiaágazatba irányuló új beruházásokra; vas- acél- és luxusárukra vonatkozó kereskedelmi korlátozások; korlátozó intézkedések a belarusz pénzügyi szektorra vonatkozóan.
2022. 04. 08.	5. csomag	Tilalom a szén és más szilárd fosszilis tüzelőanyagok Oroszországból történő importjára; az összes orosz hajó uniós kikötőkbe való belépésére; az orosz és belarusz közötti fuvarozók EU-ba való belépésére; egyéb áruk, például fa, cement, tengeri eredetű élelmiszerek és likőrök importjára; sugárhajtómű-üzemanyag, valamint egyéb termékek Oroszországba irányuló exportjára; kriptó-tárcákban elhelyezett betétekre.
2022. 05. 30-31.	6. csomag	A nyersolaj és a finomított kőolajtermékek Oroszországból történő behozatalának tilalma, korlátozott kivételekkel; további három orosz bank és egy belarusz bank kizárása a SWIFT-rendszerből; további három orosz állami tulajdonú csatoma műsorszolgáltatásának felfüggesztése az EUban.
2022. 07. 21.	7. csomag	Az orosz eredetű aranyat, ezen belül az ékszerek vásárlását/behozatalát/átadását érintő korlátozások.
2022. 10. 06.	8. csomag	Tilalom az építészeti és mérnöki szolgáltatások közvetlen vagy közvetett nyújtása, jogi tanácsadás vagy IT szolgáltatás vonatkozásában az orosz kormány, és olyan jogi személy/egyéb entitás/testület részére, amelyet Oroszországban jegyeztek be; tilalom vezetői tisztség viselésére olyan jogi személyben, entitásban, testületben, amelynek tulajdonosa/irányítója több mint 50%-ban az orosz kormány/központi bank vagy több mint 50%-ban köztulajdon; lőfegyverek és alkotórészeik vétele, eladása, szállítása Oroszországba vagy Oroszország számára; a crypto-valuták értékhátára eltávolításra került; korlátozások kiszélesítése a tengeri kikötők vonatkozásában.
2022. 12. 05.	„Oil price cap”	A nyersolajra vonatkozó árplafon bevezetése (az a hordónkénti ár, amelyen vagy amely alatt az Oroszországból származó nyersolaj mentesül) a nyersolaj harmadik országokba történő tengeri szállítása nyújtásának tilalma alól, valamint a nyersolaj harmadik országokba történő tengeri szállításához kapcsolódó technikai segítségnyújtás, brókertevékenység vagy finanszírozás vagy pénzügyi segítségnyújtás biztosításának tilalma alól
2022. 12. 16.	9. csomag	Tilalom drónmotorok kivitelére; kettős felhasználású termékek kivitelére; tilalom a bányászati ágazatban történő beruházásokkal kapcsolatban; tilalom az Orosz Regionális Fejlesztési Bankkal történő ügyletekre; reklámozási, piackutatási és közvélemény-kutatási tevékenységek tilalma; további szankciók személyekkel, szervezetekkel szemben
2023. 02. 04.	„Oil price cap”_2	Két további árplafont állapít meg – vagyis azt a hordónkénti árat, amelyen vagy amely alatt az Oroszországból származó kőolajtermékek mentesülnek e termékek harmadik országokba történő tengeri szállítása nyújtásának tilalma alól, valamint az e termékek harmadik országokba történő tengeri szállításához kapcsolódó technikai segítségnyújtás, brókertevékenység vagy finanszírozás vagy pénzügyi segítségnyújtás biztosításának tilalma alól: egy árplafon a nyersolajhoz képest diszkonttal értékesített kőolajtermékekre, egy másik árplafon pedig a nyersolajhoz képest felárral értékesített kőolajtermékekre vonatkozik
2023. 02. 25.	10. csomag	import-export kontroll kritikus technológiák és ipari termékek vonatkozásában, úgy mint elektronikai termékek, speciális járművek, gép- és járműalkatrészek, építkezési termékek (pl antennák); import-export kontroll olyan termékek vonatkozásában, amelyek hozzá tudnak járulni az orosz védelmi szektor és hadiipar fejlődéséhez (pl. rakéták, drónok, helikopterek, áramkörök, kamerák); tilalom további kettős felhasználású termékek és technológiák vonatkozásában; korlátozások a gumi termékek vonatkozásában; célzott korlátozó intézkedéseket a háborút támogató, propagandát és álhíreket terjesztő vagy Oroszország által a háborúban használt drónokat szállító személyekkel és szervezetekkel szemben; orosz állampolgárok számára betölthető pozíciók további korlátozása; energia szektorban tilalom gáz-tároló kapacitás biztosítására, kivéve LNG (bizonyos körülmények között); bővülő lista: további egyének, szervezetek

Forrás: saját szerkesztés

Az Ukrajna elleni invázióban játszott szerepe miatt az EU, Belarusszal szemben is szankciókat vezetett be. Válaszul Oroszország is bejelentette, hogy betiltja bizonyos nyersanyagok exportját.

A háborús helyzet és az arra adott gazdasági szankciók egész Európára hatással vannak. Emelik az inflációt és negatívan hatnak a gazdasági növekedésre. Amennyiben az orosz-ukrán válság nyomán bevezetett uniós korlátozó intézkedések a konfliktus rendeződése után is fennmaradnak, annak súlyos hosszútávú hatása lesz a nemzetközi árupiacokra és globális ellátási láncokra. Már a háború kirobbanását is azonnali pénz- és árupiaci hatások követték, ugyanis Oroszország szerepe jelentős az olyan nyersanyagok és energiahordozók piacán, melyek kulcsfontosságúak számos iparcikk és mikrochipek előállításához. Oroszország a világ második legnagyobb olajtermelője, nyersolaját főleg európai finomítóknak adja el, így a helyzet további fennállása, esetlegesen súlyosbodása kockázatot hordoz az olaj világpiaci árának alakulására nézve. Oroszország és Ukrajna jelentős szereplők a mezőgazdasági termékek, elsősorban a gabonatermékek kiviteli piacán. Együttesen 26%-t adják a búza, 25%-t az árpa, 16%-t a kukorica teljes exportjának a világon.

A piaci kockázatkerülés növekedésével a befektetők számára felértékelődtek az értékálló eszközök. Ezt mutatja, hogy megindult a menekülő devizák, eszközök vásárlása, és az arany árfolyama emelkedett, melyek az első piaci reakciókhoz köthetőek.

5.6 A hipotézis vizsgálat eredménye

12. táblázat: A hipotézis vizsgálat eredménye

Sorszám	Hipotézisek (H)	Hipotézis
H1.	<p>A világgazdasági válság pénzügyi következménye hatást gyakorolt a hazai befektetési alapok darabszámának és eszközértékének alakulására.</p> <p>A hazai befektetési piac résztvevőinek vizsgálata során egyértelműen látható volt, hogy mind a darabszám, mind az eszközérték volumenében visszaesés volt tapasztalható a 2008-as válság éveiben.</p>	IGAZ
H2.	<p>A hazai befektetési alapok darabszámának és eszközértékének alakulását a COVID-19 járvány gazdasági hatása befolyásolta.</p> <p>A hazai befektetési piac résztvevőinek vizsgálata során nem volt tapasztalható visszaesés a COVID-19 járvány idejét, sőt további emelkedés volt tapasztalható a darabszám és eszközérték tekintetében.</p>	HAMIS
H3.	<p>A hazai befektetési alapok állományi összetételében fluktuációt tapasztalhattunk az utóbbi 15 évben, amely a válság által okozott gazdasági folyamatok átalakulásának az eredménye.</p> <p>A gazdasági válság rányomta bélyegét a befektetési kedvre és döntésekre is. Feltételezhető, hogy a válság következtében még inkább alábbhagyott a befektetési kedv valamint megváltoztak befektetési preferenciáink. Az eredményeket áttekintve megállapítható, hogy mind a teljes hazai piac, mind a 3 vizsgált alapkezelő elemzésének eredményeit áttekintve egyértelműen érzékelhető volt a válság és annak hatása, azonban ez szignifikáns változást nem hozott a befektetési piacon.</p>	HAMIS
H4.	<p>A válság ellenére továbbra is tapasztalható eltérés a magyar és „nyugati” befektetési kultúrát képviselő ország (Ausztria) darabszámának alakulásában.</p> <p>A magasabb befektetési kultúrát képviselő országok befektetői tudatosabban hozzák meg befektetési döntéseiket, amely azt feltételezi, hogy sokkal stabilabb és kiegyenlítettebb volt a piac alakulása a válság bekövetkezése után is. Véleményem szerint a tapasztalt befektetési kultúra béli különbség továbbra is megmaradt a „nyugati” és hazai befektetési piacok tekintetében. Az osztrák piac is reagált a gazdasági válságra. Összetételét tekintve itt is átalakulás tapasztalható. Míg a magyar piac a speciális alapok felé fordult, addig itt a kötvények és kiegyensúlyozott alapoké lett a vezető szerep.</p>	IGAZ
H5.	<p>A válság következtében a befektetési attitűdben változás tapasztalható, vagyis a piacon található alapokban – befektetési politikájukat tekintve – változás állt be.</p> <p>Magyar befektetési piac résztvevői az angolszász példákkal ellentétben nem a magas kockázattal járó, magasabb hozamot ígérő alapokat keresik, hanem inkább a biztonság és rugalmasság vonzza őket. A válság okozta bizonytalanság új termékek bevezetésére sarkallta a piacot. A tudatos befektetésnek köszönhetően egy sokkal diverzifikáltabb állomány alakult ki.</p>	IGAZ
H6.	<p>A gazdasági válság hatására hozott központi intézkedések támogatták a pozitív gazdasági működést.</p> <p>A vizsgálatok azt igazolták, hogy a piacon történt negatív változások átmentiek voltak, és a piac megfelelően reagált.</p>	IGAZ

Forrás: Saját szerkesztés

6. KÖVETKEZTETÉSEK, JAVASLATOK

A szakirodalom feldolgozás alapján tett következtetések.

Dolgozatom témájának a konjunktúra ciklusok vizsgálatát, azon belül a legutóbbi gazdasági világválságot felölelő 15 évet vizsgáltam, 2005 és 2020 között. A 2008-ban kirobbant válságot sok szakirodalom a Kondratieff ciklusba illeszti, melynek hossza 40-60 évet ölel fel. Fontos ismerni a válság kiváltó okát, amelyet a szakemberek a hitelválsággal - azaz hitel felvétel és kihelyezés - azonosítanak.

A válság okai összetettek, több tényező szerencsétlen konstellációjának köszönhetően világméretűvé nőtt a probléma. Többek szerint a nyereségvágy és a túl laza költségvetési, monetáris politikát és szabályozási rendszert jelölték meg kiváltó oknak. A válság hatásait és következményeit figyelve, megállapítható, hogy jelentősen átalakította a pénz- és tőkepiacot, azok szabályozását, kockázati értékelésüket és ennek köszönhetően új termékek jelentek meg világszerte a piacon. A válságnak volt egy jelentős szelekciós hatása is. Az instabil gazdasági háttérrel rendelkező cégek nagy része tönkrement, így elmondható, hogy akik túléltek és alkalmazkodtak a megváltozott gazdasági környezethez biztosabb gazdasági működéssel bírnak. A válság nem csak az üzleti szférát ingatta meg, hanem nagy hatással volt a magánszférára, háztartásokra is. A magyar befektetési piacot mindig is az óvatosság jellemezte. De ha nincs kockázat, nincs hozam sem. A befektetők inkább lemondtak a magasabb hozamról, csak hogy kerüljék az ezzel együttjáró kockázatot. Ennek tetejébe a válság még azt a kevés lehetőséget is leszűkítette, amelyek addig még vonzóknak bizonyultak. Ezért volt nagyon fontos, hogy a válság után úgy alakuljon át a piac, hogy alternatívát nyújtson és befektetési kedvet teremtsen a túlzottan is óvatos gazdasági környezetben.

Az új kutatási eredményekhez tartozó következtetések és javaslatok.

Kutatásomban a hazai befektetési piacot, azonbelsőül három befektetési alapkezelőt vizsgáltam, az OTP, K&H (KBC Asset Management N. V.) és Generali Alapkezelő Zrt-t. Céлом volt, hogy a disszertációm vizsgálata ne csak Magyarországra fókuszáljon, hanem a nemzetközi viszonylatban is legyen összehasonlítási lehetőségünk. Így górcső alá vettem az osztrák befektetési piacot is. A kinyert adatokat a következő szempontok szerint vizsgáltam meg.

- A kezelt állomány darabszámának alakulása
- A kezelt alapok megoszlása a befektetési politika szerint
- A kezelt alapok aránya devizanem szerint (HUF, EUR, USD)
- A kezelt állomány eszközértékének alakulása
- A kezelt állomány árfolyamának alakulása
- A kezelt állomány 3 és 5 éves átlag hozamának alakulása szórásai hibasáv megadásával

A vizsgált 15 évet, amely a konjunktúra ciklus szempontjából 5 nagyon fontos periódust ölel fel, az alábbiak szerint bontottam meg.

- A gazdasági válság előtt (2005-2007)
- A gazdasági válság időszaka (2008-2012)
- A gazdasági válság után (2013-2016)
- Magas inflációs üzleti ciklus (2017-2019 között)
- COVID-19 okozta válság időszaka (2020)

A kezelt állomány darabszámának alakulását vizsgálva egyértelműen megállapítható, hogy nem csak az egyes alapkezelők, hanem a hazai piac egészét vizsgálva jelentős volumennövekedés volt

látható. Hazai szinten ez 3,7-szeres emelkedést jelentett, de a három vizsgált alapkezelő mindegyike túlteljesítette az országos átlagot. A darabszámot vizsgálva nem tapasztalható jelentős megtorpanás, vagy visszaesés még a gazdasági válság sújtotta években sem.

Az osztrák befektetési piac adatai már teljesen más képet mutatnak. A 2005-ös év 2083 darabos állománya – amely 2007-re elérte 2321 darabot – az ezt követő évektől kezdődően folyamatos csökkenést produkált. 2020-ra 1944 darabra esett vissza a darabszám. Érdeemes megjegyeznünk, hogy ez a folyamat az egyik legnagyobb osztrák befektetési alapkezelőnél is megfigyelhető. A Raiffeisen Kapitalanlage GmbH 2005-ben 287, míg 2020-ban 267 darab alappal rendelkezett. A csúcspontot a 2011-es év jelentette 346 darabban.

Az osztrák befektetési piacot tekintve egy kicsit más összetételű a termékportfólió. A pénzügyi alapok száma rendkívül alacsony. A kötvények és részvények a legkedveltebbek közé tartoznak, de a szomszéd piac egyértelmű nyertese a kiegyensúlyozott alapok. Ez az eltérő befektetési kultúrával, és financiai helyzettel magyarázható.

A kezelt alapok devizanem szerinti megoszlását vizsgálva megállapítható, hogy a hazai befektetői piac egyértelműen előnyben részesíti a forintban kezelt alapokat. A legnagyobb alapkezelőnél (OTP) mindvégig jelentősek voltak az euróban és amerikai dollárban kezelt alapok is. Míg a dollár devizanemű alapok száma mind három vizsgált alapkezelő esetében elhanyagolható, addig az euróban kezelt az OTP-nél az állomány közel negyedét tették ki. A vizsgált 15 évben 20,00 és 37,77% között mozgott arányuk, addig a K&H-nál az USD csak 2007-ben, míg az EUR 2009-ben jelent meg és az USD alapok aránya meghaladta mindvégig az EUR-sokét. A Generalinál ez a két típus csak a 2011-es év végével jelent meg a portfólióban, és csak ennél az alapkezelőnél tapasztalhattunk magasabb, 10% fölött mozgó amerikai dollárban kezelt állományt.

Az eszközértéket tekintve mindhárom hazai vállalatnál megfigyelhető, hogy a válság levonulása – a 2012 és 2013-as év - hozta meg a befektetési kedvet. Ennek oka a korábban már említett új termékek megjelenése és a szabályozás szigorítása volt.

Ausztriában már más egy kicsit a helyzet. A vizsgált osztrák alapkezelő esetében nem tapasztalható ilyen erőteljes ingadozás. Ugyan, itt is érezhető visszaesés, azonban kijelenthető, hogy ez nem a válság következménye.

Árfolyam tekintetében a két nagy hazai cégnél a 2014-es évben ugrott meg jelentősen az árfolyam. Ez a tendencia nem figyelhető meg a kisebb, a középmezőnyhöz tartozó Generalinál. Itt az árfolyam mindvégig 1,0659 és 1,4451 között mozgott, még a válság időszaka alatt is.

A 3 és 5 éves hozam alakulásának grafikonjain érdemes megfigyelni, hogy mind három alapkezelő esetében – szinte törvényszerűen - a 3 éves hozamnál 2008 és 2010 között volt a mélypont. 2008-ban az OTP -2,23%-kal, a K&H -5,99%-kal, a Generali pedig 0,55%-kal érte el azt. Az 5 éves hozam esetében 2008 és 2012 között születtek a legrosszabb eredmények. Mindhárom alapkezelő 2011-ben hozta a leggyengébbet, az OTP 1,77%-kal, az K&H 1,12%-kal és a Generali pedig 2,15%-kal.

7. ÚJ TUDOMÁNYOS EREDMÉNYEK

1. A vizsgált válságoknak köszönhetően megjelenő, a fenntartható befektetésekre fókuszáló alapokban rejlő lehetőségeket elsősorban a pénzüket tudatosan kezelő, pénzügyileg képzett réteg használja ki, figyelembe véve a hosszútávú várakozásban rejlő környezeti lehetőségeket.

Mivel az ilyen típusú befektetések piaci részesedése még nem jelentős, így főként a pénzügyileg képzett és a piacon kellő ismeretekkel rendelkező befektetők „találják meg” és részesítik előnyben ezeket a termékeket. A kevésbé tudatos és képzett ügyfelek nagyrészt a hozam és kockázatra alapozva hozzák meg döntéseiket és nem számolnak a hosszabb távú várakozásokban rejlő lehetőségekkel. A nagyobb fogyasztói tudatosság, környezet- és klímavédelem hosszútávú létjogosultságot biztosít ezeknek a termékeknek.

2. A vizsgált válságok hatást gyakoroltak a befektetési alapok számára és eszközértékének alakulására, ugyanakkor a tudatosabb befektetői magatartás és döntések igényére. Így a válságok hatására egyre jobban nő a kereslet a portfóliók magasabb szintű menedzselésére, melynek legfőbb oka a diverzifikáció és az időmenedzsment.

A tudatos befektetési döntésekhez megfelelő pénzügyi ismeretekre van szükség. A befektetők egy része már rendelkezik ezzel a tudással, azonban egyre nő azon ügyfelek köre, akiknek igényük van a piaci ismeretekre. A válságok hatására egyre nő a kereslet a portfóliók magasabb szintű menedzselésére. Ennek egyik oka a megfelelő diverzifikáció, időmenedzsment és az egyre erősödő verseny a befektetési alapok kínálatában.

3. A válságok hatására megnőtt a befektetési politika jelentősége.

A vizsgált válságok jelentősen átrendezték a gazdasági folyamatokat. A befektetési piac azon termékei, melyek nem tudtak azonosulni a megváltozott környezettel és szabályrendszerekkel kivonultak a piacról. Az életben maradás egyik legfontosabb eszköze a befektetési politika megfelelő adaptálása volt az új gazdasági környezetben. Megnőtt az igény az olyan termékek iránt, melyek befektetési politikája kellően megbízható és a körülményekhez képest megfelelő hozam-kockázat arányt képvisel a leendő ügyfelek részére. A befektetési alapok piacán egyre növekvő verseny következtében a befektetési politika egyre hangsúlyosabbá válik a befektetési döntések meghozatalában.

4. A COVID-19 járvány okozta válság hatásra új termékek jelentek meg a befektetési piacon.

A válság hatására fókuszba kerültek új befektetési lehetőségek, mint például az alternatív befektetési alapok. Ezek az alapok a biztonságot szem előtt tartva nyújtanak alternatívát a globális és pénzügyi stressz idején. A piacon történő negatív változások átmeneti jellegűek voltak. Az alternatív befektetési alapok stabil piaci szereplőknek minősültek a magas volatilitású időszakban is.

8. ÖSSZEFOGLALÁS

A globális méretű válságok hullámvölgyeinek időszakát éljük. Kezdve a 2007-ben kezdődő világgazdasági válsággal, amely az Amerikai Egyesült Államok jelzálogpiacának nem megfelelő szabályozása következtében robbant ki. Világméretű gazdasági válsággá nőtte ki magát és alapjaiban rázta meg, majd alakította át a teljes gazdasági környezetet. Mélyen éritette a globális befektetési piacot.

Bár hazánkban a befektetési alapok piaca – amely, kifejezetten fiatalnak mondható - a válságot megelőző években dinamikusan fejlődött, a bekövetkező gazdasági recesszió hatására megtorpant. Csökkent a befektetési kedv, átalakultak a szokások és szabályozás, amely elkezdte átformálni a befektetési kultúrát. A befektetők egy része menekülőre fogta és kivette pénzét az alapokból, a pénzügyileg képzetesebb réteg a piacon maradt és kivárt. Ez a befektetői réteg átrendeződését jelentette. Egyre nagyobb hangsúlyt kapott a befektetések menedzselése és diverzifikálása. Ennek köszönhetően azok, akik nem rendelkeztek kellő pénzügyi tudással, de nem szállt el a befektetési kedvük, valamint kellő tőke állt rendelkezésükre, szakemberek segítségével vészelhették át a krízis időszakait.

Nem csak a befektetői szegmens alakult át. A befektetéseket is az új piaci igényekhez és körülményekhez kellett igazítani. A befektetési politikát tekintve megállapítható, hogy a gazdasági válság teljesen átrendezte a gazdasági környezetet. Az életben maradás egyik legfőbb feltétele volt a megváltozott gazdasági feltételekhez és szabályozáshoz igazított befektetési politika. Az a társaság, amely képes volt ennek megfelelően átalakítani működését, az sikeresen vészelte át a recessziót. Ennek eredményeként új termékek jelentek meg a piacon. Ilyenek a speciális alapok, úgy mint a garantált és származtatott, abszolút hozamú stratégiát követő alapok, melyek minden piaci körülmény között nyereségre törekszenek.

A klaszteranalízis eredményeit tekintve kijelenthetjük, hogy a válság nyertesei a speciális alapok, azon belül is a garantált, tőkevédett és abszolút hozamú alapok lettek. A részvényeket mélyen érintette a gazdasági válság, azonban ahogy az elkezdett lecsengeni, úgy szerezte vissza fokozatosan piaci pozícióját a termék.

Szinte alig lélegezhettünk fel, mire 2019-ben felütötte fejét a COVID-19 járvány, amely 2020 márciusára elérte Európát, és őszre globális méreteket öltött. Ugyan, ennek a válságnak a gyökere nem gazdasági eredetű, de a járvány megfékezésére bevezetett intézkedések hatással voltak a pénzügyi szektorra is. A piacok csökkenni kezdtek.

2022. februárjában Európának újabb problémával kellett szembenéznie. Az oroszok inváziót indítottak Ukrajna ellen. A háborús állapot és az éritettek által bevezetett szankciók következményei a teljes európai térségre hatással vannak. Az infláció rohamosan nőni kezdett, míg gazdasági növekedés csökkenni. Jelenleg sem túl biztató a helyzet. Mivel háború most is tart, és nem tudni mikorra születik meg egy békés megoldás a helyzet kezelésére, így nehéz megjósolni, hogy milyen pénzügyi és gazdasági hatások várhatóak még a jövőben.

9. MELLÉKLETEK

IRODALOMJEGYZÉK

1. MELLÉKLET

1. ÁBEL I. – SIKLOS P. L. – SZÉKELY P. I. [1998]: Money and Finance in the Transition to a Market Economy. Edward Elgar Publishing, Cheltenham–Northampton.
2. ADORJÁN CS. [2002]: A számviteli törvény aktuális kérdései. M. Könyvvizsgálói Kamara Oktatási Központ. Budapest
3. ANADU K. – CIPRIANI M. – CRAVER R. – LA SPADA G. [2021]: COVID Response: The Money Market Mutual Fund Facility. FRB of New York Staff Report. No. 980.
4. ANDOR L. [2008]: Fügöny, avagy egy korszak vége. Napi Gazdaság. XVIII. évf. 249. december 29.
5. ANDOR L. [2009]: Pénzügyi válság, gazdasági modellváltás, globális átrendeződés. DEMOSZ Magyarország. Budapest
6. ANDREICH J. [1937]: A konjunktúra kutatás módszerei. MTA. Budapest.
7. ANTAL - MOKOS Z. – BALATON K. – DRÓTOS GY. – TARI E. [2004]: Stratégia és szervezet. KJK-KERSZÖV Kiadó, Budapest.
8. ASZTALOS L. [1997]: Biztosítási kézikönyv. Biztosítási Oktatási Intézet. Budapest, pp 96-338.
9. Az Európai Unió Pénzügyi reformra vonatkozó ütemterve [2010] Internetes jegyzet, Letöltve: 2016. április 18-án
10. BAKONYI Z. – DÉCSY J. – LAUF L. – TASNÁDI M. [2004]: Pénzügyi piacok. Perfekt Kiadó. pp 11, 13, 14-18, 84-95, 99-108.
11. BAMOSZ [2003]: Vagyon-, alap- és portfóliókezelés. Aula Kiadó, Budapest pp 23-62.
12. BÁNFY T. – KÜRTHY G. – BÁNFY A. [2003]: Szabályozás a pénzügyi válság(ok) után (között): kényszer és lehetőség. Pénzügyi szemle. 20 US 11/2. pp 191-208.
13. BARTH J. – LI T. – LU W. – PHUMIWASANA T. – YAGO G. [2009]: The rise and fall of the of the US mortgage and credit markets: Comprehensive analysis of the market meltdown. Wiley
14. BASSO H. S. – CALVO-GONZALES O. – JURGILAS M. [2007]: Financial dollarization: The role of banks and interest rates. CB Working Paper Series, 2007. No. 748 (May). European Central Bank
15. BAUER R. - KOEDIJK K. - OTTEN R. [2005]: International evidence on ethical mutual fund performance and investment style. Journal of Banking and Finance. 29, 1751–67. doi:10.1016/j.jbankfin.2004.06.035

16. BAUER R. - OTTEN R. - RAD, A. T. [2006]: Ethical investing in Australia: is there a financial penalty? Pacific-Basin Finance Journal. 14, 33–48. doi:10.1016/j.pacfin.2004.12.004
17. BECCHETTI L. – CICIRETTI R. – DALO A. – HERZEL S. [2015]: Socially responsible and conventional investment funds: performance comparison and the global financial crisis. Applied Economics. 47. évf. 25. sz. pp 2541–2562.
18. BELLO W. [2008]: Bevezetés a Wall Street összeomlásába Eszmélet 80. szám pp 61-69.
19. BENCZES I. – KUTASI G. [2010]: Válság és konszolidáció, Van-e visszaút a fiskális szabályokhoz? Pénzügyi Szemle. 48. Közgazdász vándorgyűlés, 2010. Szeged
20. BERNANKE B. S. [2009]: Financial reform to adress systemic risk. Előadás. http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20090310a.htm?keepThis=true&TB_iframe=true&height=600&width=850 (2014.11.28.).
21. BETHLENDI A. – MÉRŐ K. [2020]: Árnycsúcsok a közép- és kelet-európai régióban, Statisztikai Szemle, 2020. 98. évfolyam 11. szám. pp 1151-1184. http://www.ksh.hu/statszemle_archive/all/2020/2020_10/2020_10_1151.pdf (Letöltve: 2020. 10. 30.)
22. BÉLYÁCS I. [2007]: Vállalati pénzügyek alapjai, Aula Kiadó, Budapest,
23. BÍRÓ T. – DR. PUCSEK J. – DR. SZTANÓ I. [2010]: Amit a mérleg mutat. Saldo 2010. pp 120.
24. BODA GY. – SZLÁVIK P. [2001] Kontrolling rendszerek tervezése. KJK-KERSZÖV Kiadó, Budapest.
25. BODIE Z. – KANE A. – MARCUS, A. J. [2005]: Befektetések. Aula Kiadó, Budapest. pp 28-33; 126-160; 196-198.
26. BOGÁR ZS. – M. LÁSZLÓ F. [2008/b]: „Hiába van hitelünk, ha nincs bizalom” Interjú Simor Andrással. Magyar Narancs. XX. évf. 51-52. szám, december 18. pp 10-13.
27. BORSZÉKI É. [2004/a]: Pénzügytan I., SZIE - Egyetemi jegyzet, Gödöllő. pp 9.
28. BORSZÉKI É. [2004/b]: Modern vállalati pénzügyek. Szent István Egyetem - Egyetemi jegyzet, Gödöllő pp 4.
29. BORSZÉKI É. [2009]: Haladó pénzügytan. Szent István Egyetem - Oktatási segédanyag, Gödöllő
30. BORSZÉKI É. [2010]: Pénzügy. SZIE - Egyetemi jegyzet, Gödöllő. pp 10.
31. BOURI A. – MUDALIAR A. - SCHIFF H. - BASS R. - DITHRICH H. [2018]: Roadmap for the Future of Impact Investing: Reshaping Financial Markets. Global Impact Investing Network.
32. BRAUDEL F. [1979]: Civilisation materielle économie et capitalisme XVe-XVIIIe siècle. T. I. 2ed. Paris.

33. BREALEY A. R. – MAYERS C. S. [2005]: Modern vállalati pénzügyek. Panem Könyvkiadó, Budapest
34. BRÓDY A. [1983]: A társadalmi folyamatok időszükségletéről. Társadalomkutatás
35. BRÜLL M. [1987]: Közgazdasági kislexikon. Kossuth Könyvkiadó, Budapest. pp 183-388.
36. BVCA [2006]: The Economic Impact of Private Equity in the UK. London: British Private Equity and Venture Capital Association (BVCA).
37. CARVALHO D. – SCHMITZ M. [2021]: Shifts in the Portfolio Holdings of Euro Area Investors in the Midst of COVID-19: Looking-Through Investment Funds (February 1, 2021). ECB Working Paper No. 2021/2526
38. CHINN M. D., ITO H., [2006]: What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions. J. Develop. Econ. 81 (1), pp 163–192.
39. COASE R. [1991]: The Institutional Structure of Production. Lecture to the Memory of Alfred Nobel
http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1991/coaselecture.html
40. COASE R. [1937]: The Nature of the Firm, in *Economica*. New Series, Vol. 4. No. 16. pp 386-405.
41. COMMONS, J. R. [1936]: Institutional economics, in *American Economic Review*. Vol. 26. No. 1. Supplement, Papers and Proceedings of the Forty-eighth Annual Meeting of the American Economic Association. pp 237-249.
42. CONVERSE N. [2018]: Uncertainty, capital flows, and maturity mismatch. *Journal of International Money and Finance*, 88. évf. pp 260-275.
43. CSISZÁRIK Á. [2011a]: A gazdasági válság hatásainak vizsgálata életkor szerint egy primer kutatás eredményeinek tükrében. Erdei Ferenc VI. Tudományos Konferencia, Kecskemét, 2011. augusztus 25. Kecskeméti Főiskola, Kertészeti Főiskolai Kar. pp 203-207.
44. CSISZÁRIK Á. [2011b]: A gazdasági válság hatásai az iskolai végzettség alapján képzett csoportokban egy kvantitatív kutatás eredményeinek tükrében. Erdei Ferenc VI. Tudományos Konferencia, Kecskemét, 2011. augusztus 25., Kecskeméti Főiskola, Kertészeti Főiskolai Kar. pp 208-212.
45. CSISZÁRIK Á. [2012]: A gazdasági válság hatására kialakult recesszió érzékelése egy kérdőíves kutatás eredményeinek tükrében. *Humánpolitikai Szemle*, 2012. március, pp 52-60.
46. CUMMING D. – IMAD’EDDINE G. – SCHWIENBACHER A. [2013]: Harmonized regulatory standards, international distribution of investment funds and the recent financial crisis. In *Entrepreneurship, finance, governance and ethics*. Springer, Dordrecht, pp 175-211.

47. DEATON A. [1987]: Life-Cycle Models of Consumption: Is the Evidence Consistent with the Theory? *Advances in Econometrics, Fifth World Congress, Vol. 2.* Cambridge University Press, Cambridge and New York, pp 121–148.
48. DEMERTZIS M. – SAPIR A. – TAGLIAPIETRA S. – WOLFF G. B. [2020]: An effective economic response to the coronavirus in Europe (No. 2020/06). *Bruegel Policy Contribution.*
49. DIETRICHSON J. – ELLEGARD L. M. [2012]: Assist or desist? Conditional bailouts and fiscal discipline in local governments. *Worling paper.* Lund University, School of Economics and Management, Department of Economics
50. DR. KÁPOSZTA J. [2010]: Integrált területfejlesztés (Ajánlott szakirodalom MSC hallgatók számára). *Egyetemi jegyzet.* Gödöllő. pp 16.
51. DR PAPP P. – DR. HABIL. SZÜCS E. [2013]: *Beruházási alapismeretek.* Terc Kft. Budapest. pp 16.
52. DR. SIPOS B. [2005]: A rendszerváltás utáni rövid konjunktúraciklusok vizsgálata. *Statisztikai Szemle, 83. évf. 4. szám.* Budapest
53. DR. VIGVÁRI A. [2013]: *A pénzügyek alapjai.* Budapest Gazdasági Főiskola. Budapest
54. DUESENBERY S. J. [1949]: *Income, saving, and the theory of consumer behavior.* Harvard University Press. Cambridge
55. DUIJN VAN J. J. [1982]: *The long wave in economic life.* George Allen és Unwin. London
56. EBA (EUROPEAN BANKING AUTHORITY) [2016]: Iránymutatás – Az árnyékbanksi tevékenységet végző, banki tevékenységeiket szabályozott kereteken kívül folytató szervezetekkel szembeni kitétségek korlátozása az 575/2013/EU rendelet 395. cikkének (2) bekezdése szerint.
57. ECONOMIST [2008]: A helping hands to homeowners. *Economist.* október 23. <https://www.economist.com/finance-and-economics/2008/10/23/a-helping-hand-to-homeowners>. Letöltve 2019. január 29.
58. ETUC [2009]: *Memorandum of the European Trade Union Confederation to the UK Parliament.* April, European Trade Union Confederation (ETUC).
59. EVCA and PRICEWATERHOUSECOOPERS [2011]: *Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts & Buyins in Europe.* Research Paper. Zaventem: EVCA.
60. FALATO A. – GOLDSTEIN I. – HORTAÇSU A. [2021]: Financial fragility in the COVID-19 crisis: The case of investment funds in corporate bond markets. *Journal of Monetary Economics.* 123. évf. pp 35-52.
61. FERNANDES N. [2020]: *Economic effects of coronavirus outbreak (COVID-19) on the world economy.* IESE Business School Working Paper No. WP-1240-E.

62. FINK. A. – STRATMANN T. [2011]: Institutionalized bailouts and fiscal policy: consequences of soft budget constraints. *Kyklos*. vol. 64. 211/3. pp 366-395.
63. Five days that transformed Wall Street: Sept. 15-19 2008. *The Washington Post* <http://www.washingtonpost.com/wpdyn/content/graphic/2008/09/20/GR2008092000318.html>
64. FORBES K. J. – WARNOCK F. E. [2021]: Capital flow waves—or ripples? Extreme capital flow movements since the crisis. *Journal of International Money and Finance*. 116. évf. 102394.
65. FORRESTER JAY W. [1982]: Nach jeder Depression ein neuer Aufschwung. *Bild der Wissenschaft*. 2. sz. pp 95-108.
66. FRAIT J. – GERSL A. – SEIDLER J. [2011]: Credit growth and financial stability in the Czech Republic. *Világbank. Policy Research Working Paper 5771*
67. FRANCSOVICS A. – KADOCS GY. [2009]: *Vállalati gazdaságtan*. Amicus Kiadó. Budapest. pp 229.
68. FRATZSCHER M. [2012]: Capital flows, push versus pull factors and the global financial crisis. *Journal of International Economics*. 88. évf. 2. szám. pp 341-356.
69. FRICKE C. – FRICKE D. [2021]: Vulnerable asset management? The case of mutual funds. *Journal of Financial Stability*. 52. évf. 100800.
70. FRIEDMAN M. [1957]: *A Theory of The Consumption Function*. Princeton University Press, Princeton.
71. FSB [2011]: *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation Recommendations of the Financial Stability Board*. 2011. október 27., 1. o., http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111027a.pdf (letöltve: 2018. 10. 10.).
72. FSB [2013]: *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking. Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*. 29 August. https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_130829c.pdf
73. FSB [2015]: *Global Shadow Banking Monitoring Report 2015*. 12 November. <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/global-shadow-banking-monitoring-report-2015.pdf>
74. GABOR D. [2018]: *Shadow connections – On hierarchies of collateral in shadow banking*. In: Nesvetaliova, A. (ed.): *Shadow Banking – Scope, Origins and Theories*. Routledge. Oxon, New York. pp 143–162.
75. GABRISCH H. – STAEHR K. [2015]: The Euro Plus Pact: Competitiveness and External Capital Flows in the EU Countries. *JCMS: Journal of Common Market Studies*, 53. évf. 3. szám. pp 558-576.
76. GARBER P. M. [2000]: *Famous first bubbles: The fundamentals of early manias*. Massachusetts: The MIT Press, Cambridge

77. GAVRILOVIĆ K. – VUČEKOVIĆ M. [2020]: Impact and Consequences of the COVID-19 Virus on the Economy of the United States. *International Review*. 3-4. szám pp 56-64.
78. GELOS G. [2013]: International mutual funds, capital flow volatility, and contagion—a survey. In *The evidence and impact of financial globalization*. Academic Press. pp 131-143.
79. GILLIGAN J. - WRIGHT M. [2013]: *Private Equity Demystified: An Explanatory Guide*. London: ICAEW.
80. GOSPEL H. – PENDLETON A. – VITOLS S. (eds.). [2014]: *Financialization, new investment funds, and labour: an international comparison*. Oxford University Press. Oxford.
81. GRANGER C. W. J. [1980]: *Forecasting in business and economics*. Academic Press. New York. London. Toronto. Sidney. San Francisco.
82. GUTMANN R. [2016]: *Finance-Led Capitalism: Shadow Banking, Re-Regulation and the Future of Global Markets*. US: Palgrave MacMillan.
83. GYŐRFFY D. [2009]: Szép újvilág Amerikában. *Pénzügyi szemle Közpénzügyek – A gazdasági világválság és a magyar nemzetgazdaság*. 2009/2-3. pp 326
84. HAMILTON, W. H. [1919]: The instituional approach to economic theory, in *American economic Review*. Vol. 9. No. 1. pp 309-318.
85. HARUTYUNAN A. – MASSARA A. – UGAZIO G. – AMIDZIC G. – WALTON R. [2015]: *Shedding Light on Shadow Banking*. International Monetary Fund. Working Paper. No. 15/1. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp1501.pdf>
86. HAVLIK P. [2014]: *Economic consequences of the Ukraine conflict*. No. 14. Policy Notes and Reports.
87. HIMANSHU – RITIKA – MUSHIR N. – SURYAVANSHI R. [2021]: Impact of COVID-19 on portfolio allocation decisions of individual investors. *Journal of Public Affairs*, 21. évf. 4. szám p 2649.
88. HODSON D. – QUAGLIA L. [2009]: European perspectives on the global financial crisis: Introduction. *JCMS: Journal of Common Market Studies*. 47. évf. 5. szám pp 939-953.
89. HOLMES JAMES M. (1970): A Direct Test of Friedman’s Permanent Income Theory. *Journal of the American Statistical Association*, 65. evf., 331. sz., pp 1159–1162.
90. HVG [2010]: Választási évek, gazdasági ciklusok: mi jön most? https://hvg.hu/gazdasag/20100110_valasztas_gazdasag_ciklusok. Letöltve 2019. 02. 18.
91. ILLÉS B. CS. – MEGYERI G. [2005]: *Bizosítási ismeretek*. Egyetemi jegyzet. Gödöllő. pp 7-175.
92. ILONCZAI ZS. [2014]: *Klaszter-analízis és alkalmazásai*. Diplomamunka. Eötvös Loránd Tudományegyetem Informatikai Kar, Budapest.
93. IMRE T. [2004]: *Balanced Scorecard: Hogyan lehet valóban kiegyensúlyozottá tenni? – Vezetéstudomány*. 2004. 35. évf. 3. szám. pp 19-28.

94. ITTNER C. D. - LARCKER D. F. [2004]: A nem pénzügyi jellegű teljesítménymérés hiányosságai. – Harvard Business Manager. 2004. 6. évf. 3. szám pp 16-23.
95. KAMINSKY G. L. [2005]: International capital flows, financial stability and growth. DESA Working Paper No. 10.
96. KAPLAN R. – NORTON D. [2000]: Balanced Scorecard. KJK-Kerszöv Kiadó, Budapest.
97. KAPLAN R. – NORTON D. [2005]: Stratégiai térképek. Panem Könyvkiadó Kft, 2005, Budapest
98. KARGAR M. – LESTER B. – LINDSAY D. – LIU S. –WEILL P-O. – ZÚÑIGA D. [2020]: Corporate bond liquidity during the COVID-19 crisis. Working Paper. University of Illinois.
99. KARSAI G. [2006]: Ciklus és trend a magyar gazdaságban 1990-2005 között. Közgazdasági szemle. LIII. évf. 2006. június. pp 509-525.
100. KECSKÉS A. [2016]: Kihívások az árnyékbankrendszer jogi szabályozásában. Miskolci Jogi szemle, 2016. 11. évfolyam 2. szám. pp 42-54. https://www.mjsz.uni-miskolc.hu/files/egyeb/mjsz/201602/5_kecskesandras.pdf (Letöltve: 2020. 10. 22.)
101. KECSKÉS A. – ZÉMAN Z. [2018]: Az árnyékbankrendszer klasszikus és jövőbeni kihívásai Magyarországon. Gazdaság és pénzügy. 2018. 5. évfolyam 4. szám. Magyar Bankszövetség. Budapest. pp 364-377.
102. KELÉNYI ZS. [1994]: A közraktározás hazai jogszabályi háttere. Kereskedelmi Jogi Értesít. 1994/7–8, 7.
103. KEYNES M. J. [1936]: The General Theory of Employment, Interest and Money. Palgrave Macmillan
104. KINDLEBERGER C. P. – ALIBER R. Z. [2005]: Manias, panics and crashes: A history of financial crises. (5. kiad.). Palgrave Macmillan
105. KIRÁLY J. – NAGY M. – SZABÓ E. V. [2008]: Egy különleges eseménysorozat elemzése – a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és (hazai) következményei. Közgazdasági Szemle. 7-8. szám. pp 573-621.
106. KLAIBER J. – SCHECK B. – SCHMIDKONZ C. [2019]: Do Impact Investments Deliver on Their Promise?: Assessing Mutual Funds as Vehicles for Retail Impact Investments. Munich Business School Working Paper Series No. 2019-01.
107. KLEIN N. [2013]: Non-performing loans in CESEE: Determinants and impact on macroeconomic performance. IMF Working Paper WP/13/72
108. KOCSIS Z. - MOSOLYGÓ ZS. [2006]: A devizakötvény-felárak és a hitelminősítések összefüggése – keresztmetszeti elemzés. Közgazdasági Szemle. LIII. évf. 2006. szeptember pp 769-798.
109. KOEPKE R. [2019]: What drives capital flows to emerging markets? A survey of the empirical literature. Journal of Economic Surveys. 33. évf. 2. szám pp 516-540.

110. KONDOROSI F. [2008]: A gazdasági válság hatása a nemzetközi kapcsolatokra és az államok politikájára. Pénzügyi Szemle. 2009/2. pp 82.
111. KONDRATIEFF N. D. [1926]: Die langen Wellen der Konjunktur. Archiv für Sozialwissenschaft und Sozialpolitik. Vol. LXVI. pp 573-609.
112. KONDRATIEFF N. D. [1980]: A gazdasági fejlődés hosszú hullámai. Történelmi szemle. 23. évf. 2. sz. pp 241-269.
113. KONDRATIEFF N. D. – Oprain D. I. [1980]: A konjunktúra nagy ciklusai. Politikai Gazdaságtá füzetek. 66. sz. MKKE Budapest.
114. KORNAI J. [2014]: A puha költségvetési korlát. Kalligram Kiadó
115. DR. KORPÁS A. – DR. HAVASI GY. – DR. MOLNÁR M. - DR. SZUNYOGH ZS. – DR. TÓTH M. [1996]: Általános statisztika I. Budapest. NTK
116. KOSHOVETS O. – FROLOV I. [2015]: Impact Investing as a'Basic Innovation'for the Global Economy and Finance System Post-Crisis Transformation. Economy & Business. 9. évf. pp. 769-780.
117. KOSOWSKI R. [2015]: Do mutual funds perform when it matters most to investors? US mutual fund performance and risk in recessions and expansion. The Quarterly Journal of Finance. 1(3). pp 607-664.
118. KOVÁCS Á. – HALMOSI P. [2012]: Azonosságok és különbségek az európai válságkezelésben. Pénzügyi Szemle, Fókuszban a válságkezelés és a fejlődés fenntarthatósága. 2012/1. pp 13.-14.
119. KOVÁCS P. – PETRES T. [2006]: Tanulási útmutató az egyetemek és főiskolák Általános statisztika tantárgyához. kézirat. 2006.
120. KÖVÉR GY. [1980]: A Kondratiev-ciklus. Szakasz vagy hullám. Egyetemi szemle, NO. 3. pp 127-136.
121. KUZNETS S. [1930]: Secular movements in production and prices. Houghton Mifflin Company. Boston és New York.
122. KUZNETS S. [1981]: Struktúra és növekedés a modern gazdaságban. KJK
123. KVASHNIN Y. D. [2016]: Mutual direct investment in the commonwealth of independent states: Problems, prospects, and lessons of the Ukrainian crisis. Studies on Russian Economic Development, 27. évf. 2. szám pp 222-229.
124. LABROUSSE E. [1933]: Esquisse du mouvement der prixetdesrevuns en France an XVIII e siècle 2. volume. Paris. Dalloz
125. LANE M. P. R. – MILESI-FERRETTI M. G. M. [2017]: International financial integration in the aftermath of the global financial crisis. IMF Working Paper WP/17/115. International Monetary Fund.

126. LAUMAS PREM S. [1969]: A Test of the Permanent Income Hypothesis. *The Journal of Political Economy*. 77. évf. 5. sz. pp 857–861.
127. LAUMAS PREM S. (1974): A Test of The Permanent-Income Hypothesis: Reply. *The Journal of Political Economy*. 82. évf. 1. sz. pp 192–198.
128. LOSONCZ M. [2008]: Az amerikai hitelválság és világgazdasági következményei. *Pénzügyi Szemle*. LIII. évf. 2. szám. pp 248-264.
129. LOSONCZ M. – NAGY GY. [2010]: A bankok reagálása a globális pénzügyi válságra-nemzetközi tapasztalatok. *Pénzügyi Szemle*. 2010/1. pp 69-83.
130. LUNT PETER K. – LIVINGSTONE, SONIA M. [1991]: Psychological, social and economic determinants of saving: Comparing recurrent and total savings. *Journal of Economic Psychology*. 12. evf. pp 621–641.
131. LYSANDROU P. [2012]: The primacy of hedge funds in the subprime crisis. *Journal of Post Keynesian Economics*. Winter 2011–12. 34 (2): 225.
132. MAGAS I. [2009]: Ciklikusság és válságok az amerikai gazdaságban, 1929-2008 *Pénzügyi szemle – Közpénzügyek – A gazdasági világválság és a magyar nemzetgazdaság*. 2009/2-3. pp 355-356.
133. MALASICS A. [2002]: Hagyományos számviteli alkalmazások: a magyar 2000. évi számviteli szabályozás alapján. Nemzeti Tankönyvkiadó. Budapest
134. MANOLOPOULOS J. [2011]: Greece's 'Odius' debt: The looting of the Hellenic Republic by the euro, the political elit and the investment community. Anthem Press. London
135. MATITS Á. [2000]: Kis magyar nyugdíjpénztár-történelem, 1993-2000. Körkép reform után – Tanulmányok a nyugdíjrendszerről. Közigazgatási Szemle Alapítvány. Budapest
136. MA Y. – XIAO K. – ZENG Y. [2020]: Mutual fund liquidity transformation and reverse flight to liquidity. Jacobs Levy Equity Management Center for Quantitative Financial Research Paper 2020.
137. MENCZEL P. [1999]: Mit jeleznek a megtakarítások? A magyar lakosság jövedelemfolyamatainak elemzése a permanensjövedelem-hipotézis modellkeretének alkalmazásával. *Bankszemle*. 14. évf. 8. sz. augusztus.
138. MIRZA N. – NAQVI B. – RAHAT B. – RIZVI S. K. A. [2020]: Price reaction, volatility timing and funds' performance during Covid-19. *Finance Research Letters*. 36. évf.101657.
139. MISHKIN F. S. [2013]: *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. Global Edition Tenth Edition. Pearson Education Limited Columbia University. pp 70.
140. MOAGĂR-POLADIAN S. – DRĂGOI A. [2015]: Crimean crisis impact on international economy: Risks and global threats. *Procedia Economics and Finance*. 22. évf. pp 452-462.

141. MODIGLIANI F. - BRUMBERG, R. H. [1954]: Utility analysis and the consumption function: An interpretation of cross-Section data. In: Kurihara, K.K., Ed. Post-Keynesian Economics. Rutgers University Press. New Brunswick. pp 388-436.
142. NEELY A. - GREGORY M. - PLATTS K. [1995]: Performance measurement system design – A literature review and research agenda. – International Journal of Operations & Production Management. Vol. 15 No. 4. MCB University Press. pp 80-116.
143. NESVETALIOVA A. [2018]: Introduction: Shadow banking – The political economy of financial innovation. In: Nesvetaliova, A. (ed.): Shadow Banking – Scope, Origins and Theories. Routledge. Oxon, New York. pp 1–15.
144. NICOLESCU L. – TUDORACHE F. G. – ANDRONICEANU A. [2020]: Performance risk analysis on mutual funds versus stock exchanges in young financial markets. Journal of International Studies. 13. évf. 1. szám pp 279-294.
145. NOFSINGER J. R. – VARMA A. [2014]: Socially responsible funds and market crises, Journal of Banking & Finance. 48. pp 180–93.
146. NORTH D. C. [1994]: The historical evolution of polities, in International review of law and economics. Vol. 14. Issue 4. pp 381-391.
147. NORTH, D. C. [1993]: The new institutional economics and development. Washington University, St. Louis. <http://econ2.econ.iastate.edu/tesfatsi/NewInstE.North.pdf>
148. O'HARA M. – ZHOU X. A. [2020]: Anatomy of a liquidity crisis: Corporate bonds in the COVID-19 crisis. Working Paper. Cornell University.
149. PÁSTOR L. – VORSATZ M. B. [2020]: Mutual fund performance and flows during the COVID-19 crisis. The Review of Asset Pricing Studies. 10. évf. 4. szám pp 791-833.
150. PEZZUTO I. [2008]: Miraculous financial engineering or toxic finance? The genesis of the U.S. subprime mortgage loans crisis and its consequences on the global financial markets and real economy. Swiss Management Center in SMC Working Paper. 12/2008.
151. RODRIK D. [2000]: Trade Policy Reform as Institutional Reform. August <https://www.sss.ias.edu/files/pdfs/Rodrik/Research/tradepolicy-reform-institutional-reform.pdf>
152. RODRIK D. – SUBRAMARIAN A. [2003]: The Primacy of Institutions, in Finance and Development June. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2003/06/pdf/rodrik.pdf>
153. ROSENBERG C. B. – TIRPÁK M. [2008]: Determinants of foreign currency borrowing in the new member states of the EU. IMF Working Papers, WP/08/173, International Monetary Fund
154. ROUBINI N. – SETSER B. [2004]: Bailouts or bail-ins? Responding to financial crisis in emerging markets. Institute for International Economics. Washington
155. SÁFRÁNY A. [2011]: A gazdasági válságok ciklikus jelentkezéséről, Fókusz – Vajdasági ismeretterjesztő és Tudománynpszerűsítő portál. 89. szám

156. SALGANIK-SHOSHAN G. [2017]: Business cycle and investment flows of retail and institutional mutual funds, *International Journal of Managerial Finance*. 13(5). pp 498-520.
157. SAMUELSON P. A. [1995]: *Mikroökonómia I. Alapfogalmak és makroökonómia*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest. pp 197.
158. SÁNDORNÉ ÚJ É. [2001]: *Pénzügyek a gyakorlatban*. Penta Unió Oktatási Centrum Kiadó, Budapest. pp 291.
159. SAY JEAN-B. [1803]: *Traité d'Economie Politique, our Simple Exposition de la maniere don't se forment, se distribuent et se consomment les richesses*, 1sr ed., Paris: Déterville.
160. SCHRIMPF A. – SHIN H. S. – SUSHKO V. [2020]: Leverage and margin spirals in fixed incomemarkets during the COVID-19 crisis. Working paper. BIS.
161. SEBESTYÉN T. [2010]: Félretermelési világválság a Kondratyev-tél zord időszakában, *Polgári Szemle*. 6. évfolyam. 1. szám
162. SHEHZAD K. – XIAOXING L. – KAZOUZ H. [2020]: COVID-19's disasters are perilous than Global Financial Crisis: A rumor or fact? *Finance Research Letters*. 36. évf. 101669.
163. SMITH, A. [1776]: *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. 1776.
164. SOMI A. [2007]: *A Befektetési Alapokról Egyszerűen*. Net Media Zrt. Budapest.
165. SORKIN, ANDREW ROSS: Lehman files for bankruptcy, Merill is Sold, in *The New York Times*.
<http://www.nytimes.com/2008/09/15/business/15lehman.html?pagewanted=all>
166. SOROS G. [2008]: *The new paradigm for fianacial markets. The credit crisis of 2008 and what it means*. Public Affairs, New York
167. SÓVÁGÓ L. [2006]: *Pénzügyi alapok. Egyetemi jegyzet*. Gödöllő. pp 10-21.
168. STEINER K. [2011]: Households' exposure to foreign currency loans in CESSEE EU member states and Croatia. *Focus on European Economic Integration* Q1/11
169. STIGLITZ J. E. [2005]: *A viharos kilencvenes évek*. Napvilág Kiadó. Budapest
170. SZABÓ ZS. [2008]: Szalay-Berzeviczy: a világ összeomlik, mi pedig nagy bajban vagyunk. https://hvg.hu/gazdasag/20081027_SzalayBerzeviczy_BET_elnok_interju. Letöltve 2018. december 13.
171. SZABÓ S. - VÉGH K. [2011]: A gazdasági válság hatása egy hazai részvénytársaság értékelésén keresztül. In: Balázs Judit, Székely Csaba (szerk. *Változó környezet - Innovatív stratégiák: nemzetközi tudományos konferencia a Magyar Tudomány Ünnepe alkalmából*. Konferencia helye, ideje: Sopron, Magyarország, 2011.11.02 Sopron: Nyugat-magyarországi Egyetem Közgazdaságtudományi Kar. 2011. pp 4-5.

172. SZEPESI GY. [2009/b]: A pénzügyi válság néhány eddigi tanulsága II. Közgazdaság - Tudományos füzetek. A Budapesti Corvinus Egyetem Közgazdaságtudományi Karának kiadványa. 2009/3. pp 76.
173. SZŰCS I. [2002]: Alkalmazott statisztika. Agroinform Kiadó, Budapest.
174. TATAY T. [2009]: A háztartások pénzügyi megtakarításai Magyarországon. Doktori értekezés
175. The financial crisis inquiry report. Final report of the National Commission on the Causes of the financial and economic crisis in the United States. Official Government Edition. US Congress. Washington DC. 2011
176. YESIN P. [2013]: Foreign currency loans and systemic risk in Europe
177. VEBLEN, T. [1975]: A dologtalan osztály elmélete. KJK, Budapest.
178. VÉGH K. - ZÉMAN Z. – LUKÁCS J. [2014]: The impact of the economic crisis on mutual funds in Hungary. Controller Info Studies. 220 p. Budapest: Copy & Consulting Kft, 2014. pp 179-186.
179. VÉGH K. [2013]: A 2007-ben kirobbant pénzügyi válság hatásainak értékelése a befektetési alapoknál Magyarországon. Ph.D. értekezés. Gödöllő. pp 120.
180. WANG Y. – WATSON J. – WICKRAMANAYAKE J. [2018]: The global financial crisis and the mutual fund flow–performance relationship. The World Economy. 41. évf. 11. szám pp 3172-3193.
181. WÄRNERYD KARL-ERIK [1989]: On the psychology of saving: an essay on economic behavior. Journal of Economic Psychology. 10. évf. pp 515–541.
182. WILLIAMSON O. E. [2000]: The new institutional economics: Taking stocks and looking ahead. in Journal of Economic Literature. Vol. 38. No. 3. pp 595-613.
183. WILLIAMSON S. D. [2009]: Makroökönómia. Osiris Kiadó, Budapest. 677 p.
184. ZALEWSKA A. A. – ZHANG Y. [2020]: Mutual funds' exits, financial crisis and Darwin. Journal of Corporate Finance. 65. évf. 101738.
185. ZONGYUN L. – FARMANESH P. – KIRIKKALELI D. – ITANI R. [2021]: A comparative analysis of COVID-19 and global financial crises: evidence from US economy. Economic Research-Ekonomska Istraživanja. pp 1-15.

Inernetes források:

www.bamosz.hu

www.bankmonitor.hu

www.allianz.hu/hu/alapkezelo

www.mnb.hu

www.index.hu

www.asz.hu

Egyéb források:

Polgári Törvénykönyv

2000. évi C. törvény

1. **ábra:** A konjunktúra ciklusok fázisai
2. **ábra:** A Kondratieff ciklus hullámgörbéje
3. **ábra:** A megtakarítások áramlásának irányai
4. **ábra:** A világ befektetési alapjainak alakulása 2002 és 2015 között
5. **ábra:** A Pénzpiaci Nyilvános Nyíltvégű BA múltbéli hozamteljesítménye (HUF)
6. **ábra:** A befektetési alapok intézményi háttere
7. **ábra:** Stratégiai térkép alapmodell
8. **ábra:** Kockázat-megtérülés átváltási kapcsolat
9. **ábra:** A teljes pénzügyi rendszer (központi bankok kivételével) és az árnyékbankrendszer az európai országok, valamint három fejlődő ország vonatkozásában, 2017
10. **ábra:** Az Eurostat (intézményi) alszektori és az FSB/ESRB árnyékbanki fogalmak összehasonlítása
11. **ábra:** A befektetési alapokban kezelt tőke alakulása 2005 és 2022 között
12. **ábra:** A háztartások tulajdonában lévő belföldi befektetési alapok megoszlása 2010 és 2021 között (mrd HUF)
13. **ábra:** Az UL biztosítások aránya a teljes életbiztosítási piacon a díjbevételek tekintetében (millió HUF)
14. **ábra:** S&P 500 és ETF-ek értékének relatív változása 2020 1-3. negyedévben
15. **ábra:** OTP Supra egyéves árfolyamának alakulása 2019 és 2020 októberé között
16. **ábra:** 2020 legrosszabbul teljesítő, forintos, lakossági befektetési alapjai
17. **ábra:** A hazai kezelt állomány darabszámának alakulása
18. **ábra:** A kezelt állomány eszközértékének alakulása (millió HUF)
19. **ábra:** A kezelt állomány darabszámának megoszlása befektetési politika szerint
20. **ábra:** A kezelt állomány eszközértékének megoszlása befektetési politika szerint
21. **ábra:** Az OTP Alapkezelő Zrt. által kezelt állomány darabszámának alakulása
22. **ábra:** Az OTP Alapkezelő Zrt. által kezelt alapok számának megoszlása bef. politika szerint
23. **ábra:** Az OTP Alapkezelő Zrt. által kezelt alapok számának megoszlása devizanem szerint
24. **ábra:** Az OTP Alapkezelő Zrt. által kezelt állomány eszközértékének alakulása (mrd HUF)
25. **ábra:** Az OTP Alapkezelő Zrt. által kezelt állomány árfolyamának alakulása
26. **ábra:** Az OTP Alapkezelő Zrt. által kezelt állomány 3 és 5 éves hozam átlagának alakulása szórás hibásáv megadásával
27. **ábra:** A K&H Alapkezelő Zrt. által kezelt állomány darabszámának alakulása
28. **ábra:** A K&H Alapkezelő Zrt. által kezelt alapok számának megoszlása befektetési politika szerint
29. **ábra:** A K&H Alapkezelő Zrt. által kezelt alapok megoszlása devizanem szerint
30. **ábra:** A K&H Alapkezelő Zrt. által kezelt állomány eszközértékének alakulása (mrd HUF)
31. **ábra:** A K&H Alapkezelő Zrt. által kezelt állomány árfolyamának alakulása
32. **ábra:** A K&H Alapkezelő Zrt. által kezelt állomány 3 és 5 éves hozam átlagának alakulása szórás hibásáv megadásával
33. **ábra:** A Generali Alapkezelő Zrt. kezelt állomány darabszámának alakulása
34. **ábra:** A Generali Alapkezelő Zrt. által kezelt alapok számának megoszlása befektetési politika szerint
35. **ábra:** A Generali Alapkezelő Zrt. által kezelt alapok megoszlása devizanem szerint
36. **ábra:** A Generali Alapkezelő Zrt. által kezelt állomány eszközértékének alakulása (mrd HUF)
37. **ábra:** A Generali Alapkezelő Zrt. által kezelt állomány árfolyamának alakulása
38. **ábra:** A Generali Alapkezelő Zrt. által kezelt állomány 3 és 5 éves hozam átlagának alakulása szórás hibásáv megadásával
39. **ábra:** Az osztrák kezelt állomány darabszámának alakulása
40. **ábra:** Az osztrák kezelt alapok eszközértékének alakulása (millió EUR)

41. **ábra:** Az osztrák kezelt állomány számának százalékos a befektetési politika szerint
42. **ábra:** A osztrák alapkezelők piaci részesedése 2017-ben
43. **ábra:** A Raiffeisen Kapitalanlage-GmbH által kezelt alapok darabszámának alakulása
44. **ábra:** A Raiffeisen Kapitalanlage-GmbH eszközértékének alakulása (millió EUR)
45. **ábra:** A 2007-es gazdasági válság első jelei az alapkezelőknél
46. **ábra:** A COVID-19 járvány első jelei az alapkezelőknél
47. **ábra:** Az EU szankciói az Ukrajna ellen indított orosz katonai támadásra
48. **ábra:** Az orosz-ukrán konfliktus makrogazdasági hatásai

- 1. táblázat:** A vizsgálat előtt felállított hipotézisek
- 2. táblázat:** A Kondratieff ciklusok
- 3. táblázat:** Jellemző benchmarkok a befektetési alapoknál
- 4. táblázat:** A BAMOSZ szabályzata a befektetési alapok kategorizálására
- 5. táblázat:** A portfólió megengedett eszközcsoportjai
- 6. táblázat:** A hipotézisekhez tartozó vizsgálati eszközök és módszerek
- 7. táblázat:** Az alapok típusainak csoportosítása
- 8. táblázat:** Határérték kategóriák és jelölésük
- 9. táblázat:** A vizsgált időszakok klaszteranalízise
- 10. táblázat:** A vizsgált klaszterek összehasonlítása
- 11. táblázat:** Az EU 10 szankciós csomagja Oroszországgal/Fehéroroszországgal szemben
- 12. táblázat:** A hipotézis vizsgálat eredménye

1. Mikor észlelte a 2007-ben kezdődő gazdasági válság első jeleit az alapkezelőnél? (évszám, negyedév)
2. Melyek voltak a 2007-es gazdasági válság első jelei az alapkezelőnél? (3 legfontosabb)
3. Hatással volt Ön szerint a COVID-19 járvány a befektetési piacra? Amennyiben igen, mikor észlelték azt az alapkezelőnél? (évszám, negyedév)
4. Amennyiben hatással volt a COVID-19 járvány a befektetési piacra, úgy melyek voltak ezek az alapkezelőnél? (3 legfontosabb)
5. Mekkora visszaesés volt jellemző az alapkezelőnél a forgalmazott alapok darabszámának alakulásában a 2007-es gazdasági válság hatására? (%)
6. Volt-e visszaesés a társaságnál a forgalmazott alapok darabszámának alakulásában a COVID-19 járvány idején? Amennyiben igen, mekkora? (%)
7. Mekkora volt a nettó eszközérték volumen visszaesés az alapkezelőnél a 2007-es gazdasági válságot megelőző évekhez képest? (%)
8. Volt-e nettó eszközérték volumen visszaesés az alapkezelőnél a COVID-19 járványt megelőző évekhez képest? Amennyiben igen, mekkora? (%)
9. Mikor érte el az alapkezelőnél a nettó eszközérték volumen a 2007-es gazdasági válság előtti szintet? (évszám, negyedév)
10. Amennyiben volt nettó eszközérték volumen visszaesés, - becslése szerint - mikor éri el az a COVID-19 világjárvány előtti szintet az alapkezelőnél? (évszám, negyedév)
11. Milyen intézkedések bevezetésére került sor a 2007-es gazdasági válság hatására intézményi kereteken belül?
12. Ön szerint megfelelő volt-e a 2007-es gazdasági válság kezelése kormányzati és EU-s szinten? Amennyiben nem, mi nem volt megfelelő?
13. Bevezetésre kerültek-e további, a gazdaságot óvó intézkedések a COVID-19 járvány hatására intézményi kereteken belül? Amennyiben igen, melyek voltak ezek?
14. Szükség lett volna további intézkedések bevezetésére kormányzati és EU-s szinten a COVID-19 járvány miatt?
15. Átalakult Ön szerint a befektetési piac keresleti és kínálati oldala a 2007-es gazdasági világválság hatására? Amennyiben igen, milyen irányba?
16. Átalakult Ön szerint a befektetési piac keresleti és kínálati oldala a COVID-19 járvány hatására? Amennyiben igen, milyen irányba?
17. Az Önök által forgalmazott alapok között volt-e olyan, amely megszűnt a 2007-ben kezdődő gazdasági válság vagy a COVID-19 járvány hatására? (hány darab és milyen típus)

18. Várható-e Ön szerint újabb, a befektetési piacra szignifikáns hatást gyakorló gazdasági válság? Amennyiben igen, körülbelül mikor és mi válthatja azt ki?
19. Ön szerint volt-e pozitív hozadéka a 2007-es gazdasági válságnak és COVID-19 járványnak? (pl. a szabályozás, termékportfólió terén)

5. MELLÉKLET

A hazai kezelt állomány darabszámának alakulása

Darab	Nyilvános nyíltvégű BA	Egyéb BA	Összesen
2005	133	62	195
2006	176	107	283
2007	233	159	392
2008	261	231	492
2009	270	222	492
2010	300	239	539
2011	231	371	602
2012	245	383	628
2013	255	392	647
2014	271	425	696
2015	285	430	715
2016	291	457	748
2017	289	426	715
2018	287	427	714
2019	286	415	701
2020	286	415	701

A hazai kezelt állomány eszközértékek alakulása

Mrd Ft	Nyilvános nyíltvégű BA (mrd Ft)	Egyéb BA (mrd Ft)	Összesen
2005	1552,9022	492,4871	2045,3893
2006	1985,2956	932,6508	2917,9464
2007	2491,0829	1152,7708	3643,8537
2008	1703,0231	1124,1997	2827,2228
2009	2179,813	1134,6566	3314,4796
2010	2560,0709	1563,1196	4123,1905
2011	1993,3036	1572,6962	3565,9998
2012	2161,3651	1574,6683	3736,0334
2013	3047,754	2125,3584	5173,1124
2014	3602,4054	2693,9753	6296,3807
2015	3726,9973	2913,0684	6640,0657
2016	3417,8644	3312,0126	6729,8770
2017	3318,087	4050,6152	7368,7022
2018	2979,149	4446,8484	7425,9974
2019	3118,8661	4725,2155	7844,0816
2020	3529,0559	4956,4112	8485,4671

6. MELLÉKLET

A hazai kezelt állomány darabszámának megoszlása befektetési politika szerint

Darab	Piaci	Kötvény	Vegyes	Részvény	Egyéb be nem sorolt	Speciális	Zártk. értékp.	Ingatlan	Alapok alapja
2005	27	28	15	33	5	37	5	20	25
2006	30	27	26	36	10	80	7	20	47
2007	37	28	45	45	7	124	11	24	71
2008	42	24	48	59	8	189	16	26	80
2009	55	26	40	58	12	183	18	21	79
2010	56	29	40	71	17	191	26	22	87
2011	57	37	55	80	2	199	48	18	106
2012	57	46	58	80	4	213	47	18	105
2013	59	54	56	80	6	237	34	18	103
2014	51	57	73	81	9	255	32	18	120
2015	46	58	91	82	8	258	31	15	126
2016	44	55	105	82	5	254	44	19	140
2017	38	50	104	90	7	224	46	18	138
2018	35	51	105	93	3	208	58	18	143
2019	12	69	107	96	2	192	61	16	146
2020	4	71	105	104	2	177	76	16	146

7. MELLÉKLET

A kezelt állomány eszközértékének megoszlása befektetési politika szerint

Mrd Ft	Piaci	Kötvény	Vegyes	Részvény	Egyéb be nem sorolt	Speciális	Zártk. értékp.	Ingatlan	Alapok alapja
2005	589,6826	558,5289	65,2397	163,2076	7,6664	89,0185	41,8836	361,5849	168,5770
2006	784,3140	275,6293	165,4164	298,6561	83,2972	281,9089	73,7370	577,0049	377,9825
2007	1013,0470	329,4009	252,5638	387,5648	54,5639	484,5795	89,3849	578,8064	453,9424
2008	878,0891	158,5064	109,5110	223,6976	32,1908	574,2337	166,6790	383,2870	301,0283
2009	1147,6673	255,5341	99,5127	338,6260	22,4794	507,0848	333,4735	294,0983	515,9935
2010	1372,0884	293,8164	127,6545	373,1659	33,5830	560,1092	577,9864	425,0240	359,7626
2011	1300,2714	308,8696	130,1016	252,8201	1,2410	578,4105	294,3213	395,5765	304,3879
2012	1369,7547	390,9097	141,7600	255,6194	3,3212	685,8344	205,9066	359,7152	323,2122
2013	1609,6569	863,5408	323,1289	236,8604	14,5671	985,5449	151,8567	431,8741	556,0827
2014	1471,3605	1243,2574	612,7255	235,4303	39,6318	1243,8882	149,3452	475,8584	824,8835
2015	1307,4495	1315,5115	780,2881	268,4186	55,3296	1273,2850	164,4209	556,1758	919,1868
2016	966,5383	1355,1660	760,6728	288,0969	47,3904	1348,5583	249,5165	787,8520	926,0857
2017	654,3548	1171,5331	1003,5407	380,6293	108,0290	1523,0530	229,0976	1064,4125	1234,0520
2018	606,0743	885,4282	969,8297	373,0289	144,7879	1263,9856	374,1504	1545,4706	1263,2419
2019	76,6689	1353,1995	1189,9311	457,6299	41,4367	1191,3735	604,8527	1549,1533	1379,8359
2020	53,4390	1503,3890	1329,9472	606,6248	35,6558	1036,3697	660,1200	1670,6946	1589,2269

8. MELLÉKLET

Az OTP Alapkezelő Zrt. által kezelt állomány darabszámának alakulása

Darab	Alapok száma
2005	9
2006	15
2007	18
2008	24
2009	25
2010	31
2011	39
2012	39
2013	40
2014	45
2015	47
2016	48
2017	50
2018	50
2019	50
2020	52

Az OTP Alapkezelő Zrt. által kezelt állomány eszközértékének alakulása

Mrd Ft	Eszközérték
2005	61,3673
2006	31,3708
2007	34,9695
2008	15,1965
2009	19,0087
2010	16,3305
2011	12,5795
2012	13,3144
2013	20,3173
2014	22,6204
2015	18,9428
2016	18,3831
2017	17,4036
2018	12,6469
2019	13,3442
2020	14,2073

9. MELLÉKLET

Az OTP Alapkezelő Zrt. által kezelt alapok számának megoszlása befektetési politika szerint

Darab	Egyéb pénzpiaci	Részvény	Hosszú kötvény	Rövid kötvény	Kiegészítél yozott	Likviditási	Dinamikus	Óvatos	Abszolút hozamú	Árpiaci	Tőkevédett	Szabad futamidejű
2005	0	3	1	4	1	0	0	0	0	0	0	0
2006	0	4	1	4	3	0	1	1	1	0	0	0
2007	0	6	1	4	3	0	1	1	2	0	0	0
2008	0	9	1	4	3	0	1	1	5	0	0	0
2009	0	9	1	4	3	0	1	1	5	1	0	0
2010	0	15	1	4	3	0	1	1	5	1	0	0
2011	0	17	1	4	3	0	1	1	9	2	0	1
2012	0	17	1	4	3	0	1	1	9	2	0	1
2013	1	17	1	4	3	0	1	1	9	2	0	1
2014	1	19	1	4	3	0	1	1	12	2	0	1
2015	1	19	1	4	3	0	1	3	12	2	0	1
2016	1	19	1	4	3	0	1	3	14	2	0	1
2017	1	19	1	4	3	0	1	3	15	2	0	1
2018	1	19	1	4	3	0	1	3	15	2	0	1
2019	1	19	1	4	3	0	1	3	15	2	0	1
2020	1	19	2	4	3	0	1	3	16	2	0	1

10. MELLÉKLET

Az OTP Alapkezelő Zrt. által kezelt alapok számának megoszlása devizanem szerint

Darab	HUF	EUR	USD
2005	6	2	1
2006	11	3	1
2007	13	4	1
2008	18	5	1
2009	19	5	1
2010	22	8	1
2011	25	13	1
2012	25	13	1
2013	26	13	1
2014	27	17	1
2015	29	17	1
2016	30	17	1
2017	30	18	2
2018	30	18	2
2019	30	18	2
2020	31	18	3

Az OTP Alapkezelő Zrt. által kezelt állomány árfolyamának alakulása

	Árfolyam
2005	1,4664
2006	71,78624
2007	63,35991
2008	22,61496
2009	37,06674
2010	30,16999
2011	284,7359
2012	275,8059
2013	349,5597
2014	377,1233
2015	416,562
2016	425,3543
2017	471,2497
2018	482,0147
2019	502,6209
2020	603,9393

11. MELLÉKLET

Az OTP Alapkezelő Zrt. által kezelt állomány 3 és 5 éves hozam átlagának alakulása

	3 éves hozam átlag	5 éves hozam átlag
2005	12,52%	8,62%
2006	12,40%	11,41%
2007	9,10%	9,86%
2008	-2,23%	3,93%
2009	1,43%	5,35%
2010	2,97%	4,41%
2011	12,73%	1,77%
2012	6,63%	2,99%
2013	2,52%	11,00%
2014	6,79%	6,26%
2015	2,70%	1,91%
2016	5,40%	6,61%
2017	6,69%	5,04%
2018	3,40%	2,49%
2019	3,35%	4,54%
2020	2,52%	5,17%

Az OTP Alapkezelő Zrt. által kezelt állomány 3 és 5 éves hozam átlagának szórása

	3 éves hozam átlagának szórása	5 éves hozam átlagának szórása
2005	11,79%	6,51%
2006	11,38%	7,36%
2007	6,93%	8,21%
2008	8,14%	3,92%
2009	5,70%	2,65%
2010	5,80%	2,82%
2011	8,29%	5,10%
2012	8,47%	5,04%
2013	6,15%	5,50%
2014	6,54%	5,93%
2015	8,08%	4,88%
2016	5,07%	3,69%
2017	8,37%	5,36%
2018	5,73%	4,63%
2019	5,62%	7,01%
2020	7,81%	6,18%

12. MELLÉKLET

A K&H Alapkezelő Zrt. által kezelt állomány darabszámának alakulása

Darab	Alapok száma
2005	11
2006	12
2007	14
2008	15
2009	18
2010	19
2011	19
2012	19
2013	20
2014	20
2015	20
2016	22
2017	25
2018	31
2019	35
2020	37

A K&H Alapkezelő Zrt. által kezelt állomány eszközértékének alakulása

Mrd Ft	Eszközérték
2005	7,8475
2006	12,1968
2007	8,3550
2008	3,7278
2009	3,5692
2010	3,9540
2011	3,0485
2012	2,7489
2013	4,4229
2014	8,9781
2015	12,9080
2016	12,8778
2017	14,8057
2018	10,3130
2019	12,3091
2020	13,2459

13. MELLÉKLET

A K&H Alapkezelő Zrt. által kezelt alapok számának megoszlása befektetési politika szerint

Darab	Egyéb pénzpiaci	Részvény	Hosszú kötvény	Rövid kötvény	Kiegészítél yozott	Likviditási	Dinamikus	Óvatos	Abszolút hozamú	Árpiaci	Tőkevédett	Szabad futamidejű
2005	0	5	1	1	1	0	1	2	0	0	0	0
2006	0	6	1	1	1	0	1	2	0	0	0	0
2007	0	7	1	1	1	1	1	2	0	0	0	0
2008	0	8	1	1	1	1	1	2	0	0	0	0
2009	0	9	1	1	1	1	1	2	0	2	0	0
2010	0	9	1	1	1	1	1	3	0	2	0	0
2011	0	9	1	1	1	1	1	3	0	2	0	0
2012	0	9	1	1	1	1	1	3	0	2	0	0
2013	0	9	1	2	1	1	1	3	0	2	0	0
2014	0	9	1	2	1	1	1	3	0	2	0	0
2015	0	9	1	2	1	1	1	3	0	2	0	0
2016	0	10	1	2	1	1	1	4	0	2	0	0
2017	0	10	1	2	2	1	2	5	0	2	0	0
2018	0	10	1	2	3	1	4	8	0	2	0	0
2019	0	10	1	2	3	1	8	8	0	2	0	0
2020	0	10	1	2	3	1	8	10	0	2	0	0

14. MELLÉKLET

A K&H Alapkezelő Zrt. által kezelt alapok számának megoszlása devizanem szerint

Darab	HUF	EUR	USD
2005	11	0	0
2006	12	0	0
2007	13	0	1
2008	14	0	1
2009	15	1	2
2010	15	2	2
2011	15	2	2
2012	15	2	2
2013	16	2	2
2014	16	2	2
2015	16	2	2
2016	16	2	4
2017	19	2	4
2018	25	2	4
2019	29	2	4
2020	31	2	4

A K&H Alapkezelő Zrt. által kezelt állomány árfolyamának alakulása

	Árfolyam
2005	1,6951
2006	1,8020
2007	1,7448
2008	1,3175
2009	1,5614
2010	1,6774
2011	1,6271
2012	1,7699
2013	1,8262
2014	1,9211
2015	1,9903
2016	2,0220
2017	2,0295
2018	1,7546
2019	30,9398
2020	26,5063

15. MELLÉKLET

A K&H Alapkezelő Zrt. által kezelt állomány 3 és 5 éves hozam átlagának alakulása

	3 éves hozam átlag	5 éves hozam átlag
2005	16,47%	8,97%
2006	17,14%	9,44%
2007	9,96%	12,00%
2008	-5,99%	1,08%
2009	-1,01%	4,51%
2010	0,36%	2,93%
2011	11,60%	1,12%
2012	4,64%	1,46%
2013	3,25%	10,20%
2014	5,59%	4,78%
2015	3,74%	2,80%
2016	2,55%	4,83%
2017	4,79%	5,02%
2018	2,50%	2,32%
2019	4,71%	4,13%
2020	2,89%	4,18%

A K&H Alapkezelő Zrt. által kezelt állomány 3 és 5 éves hozam átlagának szórása

	3 éves hozam átlagának szórása	5 éves hozam átlagának szórása
2005	12,13%	9,05%
2006	12,96%	11,99%
2007	6,22%	8,81%
2008	9,95%	7,41%
2009	7,51%	4,13%
2010	6,07%	4,24%
2011	5,93%	4,61%
2012	4,11%	4,99%
2013	5,62%	3,99%
2014	7,47%	5,74%
2015	9,14%	6,84%
2016	8,35%	6,21%
2017	7,20%	6,14%
2018	3,75%	5,53%
2019	3,92%	5,14%
2020	4,19%	3,86%

16. MELLÉKLET

A Generali Alapkezelő Zrt. által kezelt állomány darabszámának alakulása

Darab	Alapok száma
2005	3
2006	3
2007	6
2008	11
2009	11
2010	15
2011	19
2012	19
2013	19
2014	19
2015	20
2016	20
2017	20
2018	22
2019	22
2020	23

A Generali Alapkezelő Zrt. által kezelt állomány eszközértékének alakulása

Mrd Ft	Eszközérték
2005	5,6287
2006	6,4647
2007	3,3620
2008	1,6503
2009	2,6902
2010	3,1158
2011	1,8075
2012	2,8464
2013	2,6853
2014	2,1816
2015	2,2802
2016	2,2964
2017	2,1476
2018	1,8320
2019	2,4948
2020	2,8731

17. MELLÉKLET

A Generali Alapkezelő Zrt. által kezelt alapok számának megoszlása befektetési politika szerint

Darab	Egyéb pénzpiaci	Részvény	Hosszú kötvény	Rövid kötvény	Kiegészítél yozott	Likviditási	Dinamikus	Óvatos	Abszolút hozamú	Árpiaci	Tőkevédett	Szabad futamidejű
2005	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0
2006	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0
2007	0	2	2	2	0	0	0	0	0	0	0	0
2008	0	4	2	2	0	0	0	0	3	0	0	0
2009	0	4	2	2	0	0	0	0	3	0	0	0
2010	0	8	2	2	0	0	0	0	3	0	0	0
2011	0	12	2	2	0	0	0	0	3	0	0	0
2012	0	12	2	2	0	0	0	0	3	0	0	0
2013	0	12	2	2	0	0	0	0	3	0	0	0
2014	0	12	2	2	0	0	0	0	3	0	0	0
2015	0	12	2	2	0	0	0	0	4	0	0	0
2016	0	12	2	2	0	0	0	0	4	0	0	0
2017	0	12	2	2	0	0	0	0	4	0	0	0
2018	0	12	2	2	0	0	0	0	6	0	0	0
2019	0	12	2	2	0	0	0	0	6	0	0	0
2020	0	13	2	2	0	0	0	0	6	0	0	0

18. MELLÉKLET

A Generali Alapkezelő Zrt. által kezelt alapok számának megoszlása devizanem szerint

	HUF	EUR	USD
2005	3	0	0
2006	3	0	0
2007	6	0	0
2008	11	0	0
2009	11	0	0
2010	15	0	0
2011	15	2	2
2012	15	2	2
2013	15	2	2
2014	15	2	2
2015	15	3	2
2016	15	3	2
2017	15	3	2
2018	16	3	3
2019	16	3	3
2020	17	3	3

A Generali Alapkezelő Zrt. által kezelt állomány árfolyamának alakulása

	Árfolyam
2005	1,2294
2006	1,3169
2007	1,4014
2008	1,2160
2009	1,4396
2010	1,4451
2011	1,0659
2012	1,1480
2013	1,1832
2014	1,2854
2015	1,2318
2016	1,2809
2017	1,3663
2018	1,2558
2019	1,3857
2020	1,4450

19. MELLÉKLET

A Generali Alapkezelő Zrt. által kezelt állomány 3 és 5 éves hozam átlagának alakulása

	3 éves hozam átlag	5 éves hozam átlag
2005	10,51%	-2,19%
2006	9,87%	6,17%
2007	9,47%	8,97%
2008	0,55%	4,41%
2009	2,39%	5,53%
2010	2,43%	3,80%
2011	8,29%	2,15%
2012	4,10%	4,08%
2013	-0,04%	7,52%
2014	6,16%	5,27%
2015	3,19%	1,74%
2016	3,59%	4,27%
2017	4,11%	4,50%
2018	2,53%	2,98%
2019	5,37%	3,94%
2020	4,33%	5,15%

A Generali Alapkezelő Zrt. által kezelt állomány 3 és 5 éves hozam átlagának szórása

	3 éves hozam átlagának szórása	5 éves hozam átlagának szórása
2005	2,82%	-
2006	1,67%	2,50%
2007	3,93%	2,16%
2008	8,76%	5,58%
2009	8,44%	3,32%
2010	6,99%	4,70%
2011	5,10%	6,69%
2012	3,63%	5,26%
2013	7,96%	3,80%
2014	6,44%	4,42%
2015	7,15%	6,35%
2016	4,13%	4,53%
2017	2,79%	4,07%
2018	3,15%	2,77%
2019	3,75%	2,41%
2020	4,69%	3,53%

20. MELLÉKLET

Az osztrák kezelt állomány darabszámának alakulása

Darab	Alapok száma
2005	2 083
2006	2 170
2007	2 321
2008	2 300
2009	2 174
2010	2 192
2011	2 159
2012	2 161
2013	2 153
2014	2 092
2015	2 067
2016	2 020
2017	2 011
2018	2 006
2019	1 927
2020	1 944

Az osztrák kezelt állomány eszközértékének alakulása

Mrd Ft	Eszközérték
2005	155 618,70
2006	167 347,26
2007	163 757,29
2008	125 975,37
2009	136 660,23
2010	145 252,20
2011	134 583,87
2012	144 410,45
2013	145 294,60
2014	157 777,83
2015	162 680,96
2016	167 098,73
2017	175 438,58
2018	164 554,19
2019	184 897,46
2020	191 855,87

21. MELLÉKLET

Az osztrák kezelt állomány számának megoszlása a befektetési politika szerint

Darab	Röv. lej. pénzp. alapok	Pénzp. alapok	Röv. lej. kötvény alapok	Kötvény alapok	Részvény alapok	Ki-egyen-súlyozott alapok	Alapok alapja	Alternatív alapok	UCITS alapok	Derivatíva alapok	Fedezeti alapok	Magán-tőke alapok
2005	1	69	29	544	449	892	0	99	0	0	0	0
2006	3	70	28	556	449	952	0	113	0	0	0	0
2007	6	80	33	561	478	1 032	0	131	0	0	0	0
2008	11	69	101	478	417	1 172	25	27	0	0	0	0
2009	9	64	99	509	366	1 069	25	33	0	0	0	0
2010	8	55	91	534	364	1 086	23	31	0	0	0	0
2011	3	14	107	523	355	1 093	20	44	0	0	0	0
2012	1	8	102	549	359	1 096	15	29	2	0	0	0
2013	0	7	98	546	352	1 120	12	14	4	0	0	0
2014	0	6	91	533	350	1 092	9	0	0	11	0	0
2015	0	3	83	528	343	1 095	6	0	0	9	0	0
2016	0	3	75	503	338	1 087	6	0	0	8	0	0
2017	0	3	65	498	343	1 090	5	0	0	7	0	0
2018	0	2	61	493	342	1 096	5	0	0	7	0	0
2019	0	0	54	438	317	1 107	3	0	0	6	0	0
2020	0	0	50	432	326	1 127	3	0	0	6	0	0

22. MELLÉKLET

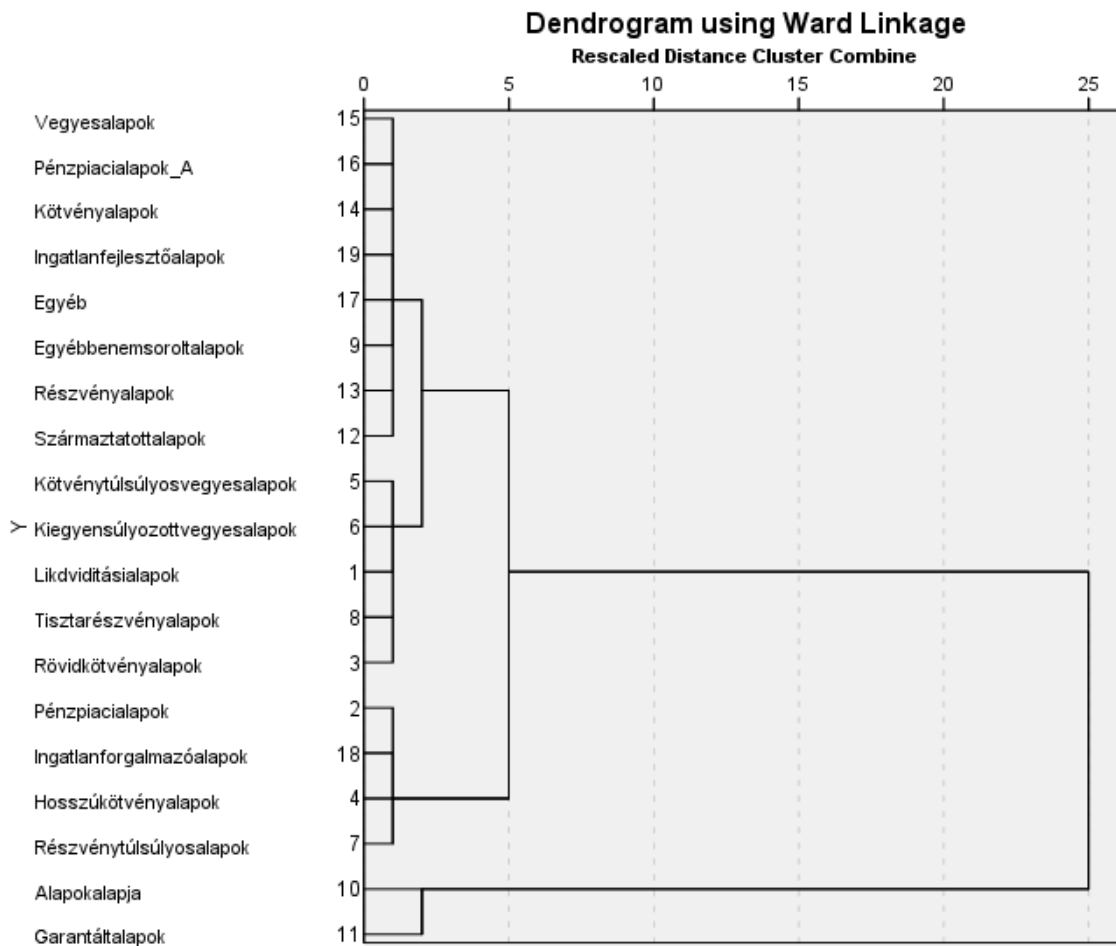
A Raiffeisen Kapitalanlage-GmbH által kezelt alapok darabszámának alakulása

Darab	Alapok száma
2005	287
2006	325
2007	344
2008	343
2009	331
2010	341
2011	346
2012	334
2013	287
2014	265
2015	258
2016	267
2017	264
2018	262
2019	280
2020	267

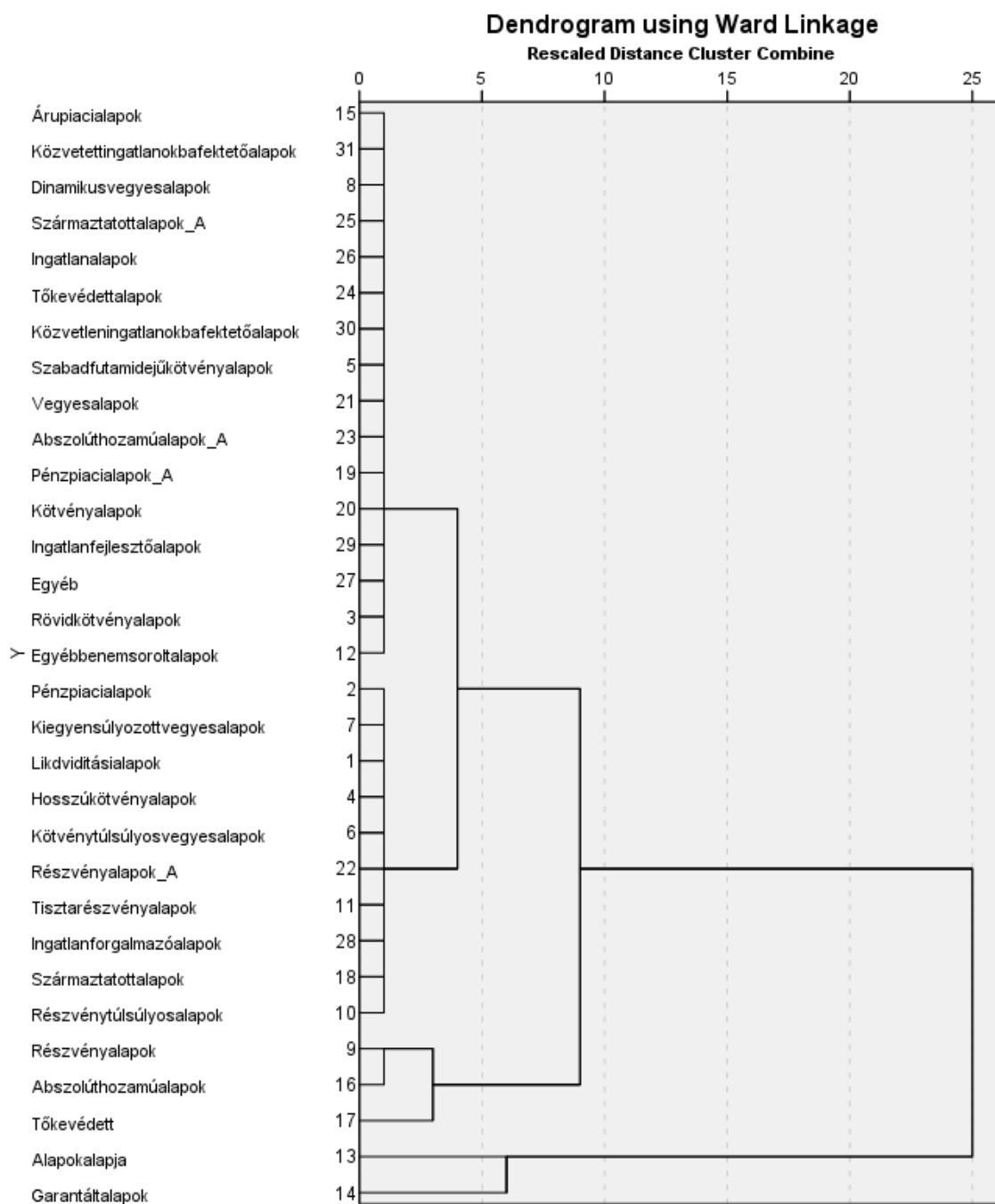
A Raiffeisen Kapitalanlage-GmbH által kezelt állomány eszközértékének alakulása

Mrd Ft	Eszközérték
2005	34 699,78
2006	39 316,47
2007	37 976,83
2008	26 271,58
2009	26 894,88
2010	29 386,90
2011	27 696,69
2012	28 512,67
2013	25 748,52
2014	26 930,02
2015	27 034,37
2016	28 294,78
2017	30 643,23
2018	30 243,25
2019	35 636,01
2020	37 496,32

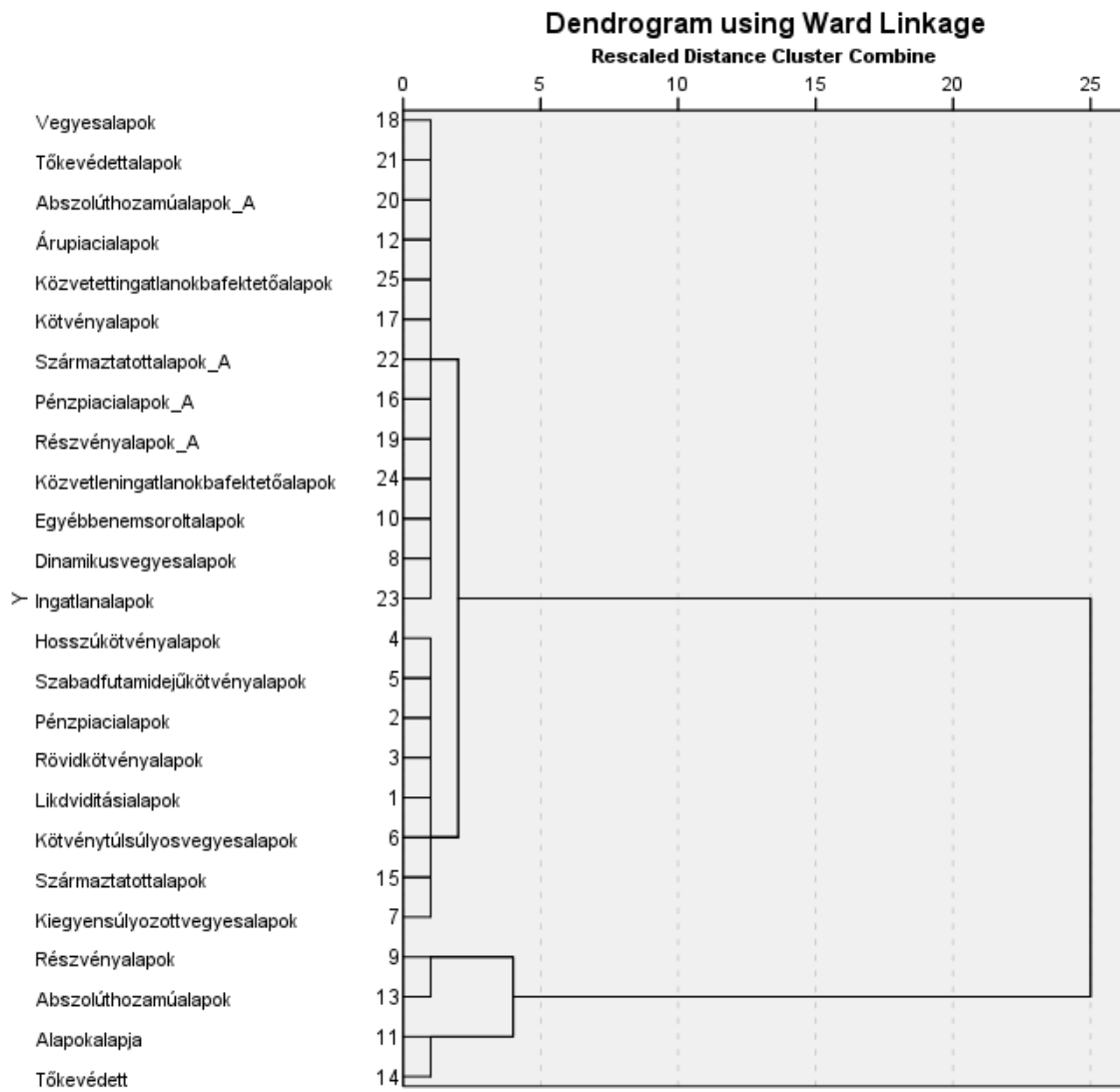
A gazdasági válság előtti időszak (2005 és 2007 között) klaszterei



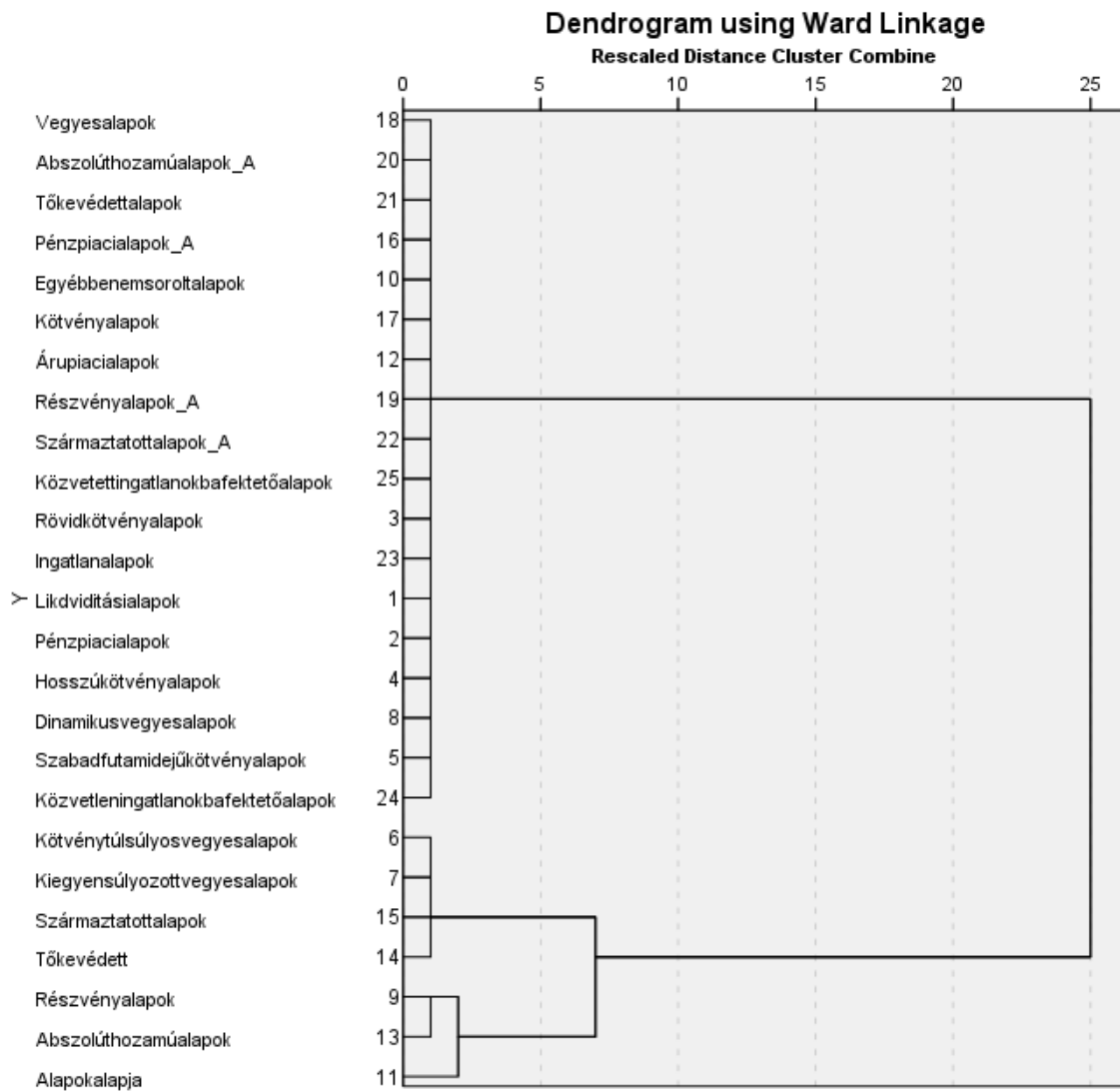
A válság alatti időszak (2008 és 2012 között) klaszterei



Infláció mentes üzleti ciklus (2013 és 2016 között) klaszterei



Magas inflációs üzleti ciklus (2017-2019 között) klaszterei



COVID-19 okozta válság időszaka (2020-2021 májusa között)

