



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

**A BEFEKTETÉSI ALAPKEZELŐK PIACI FEJLŐDÉSI  
TRENDJEI MAGYARORSZÁGON**

Doktori (PhD) értekezés tézisei

DOI: 10.54598/003640

**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

# 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. Pontosan 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 adósminősítés, 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 tovagyűrűző 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 érezte 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. 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 meghatároznunk. 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)

#### 3.1 A vizsgálatához 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 vizsgálathoz 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 könnyeb értékelését.

#### **Első szakasz**

A 2007 közepén kibontakozott amerikai pénzügyi válság 2008 őszére az európai államokat is elérte, és az egységes európai piac legnagyobb gazdasági is deflációval, valamint gazdasági visszaeséssel 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 középméretű 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 hibásáv 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.

## 4. A KUTATÁS EREDMÉNYEI

### 4.1 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 kamatokat 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 világválság időszakát. A gazdasági környezetet recesszió jellemzi, de a pénzügyi stabilitás Magyarországon és nemzetközi szinten is megmaradt. A hazai befektetési piacon körültekintve az látható, hogy a befektetési alapok többsége 2021. május végéig sértetlenül vészelt át a COVID-19 válságát.

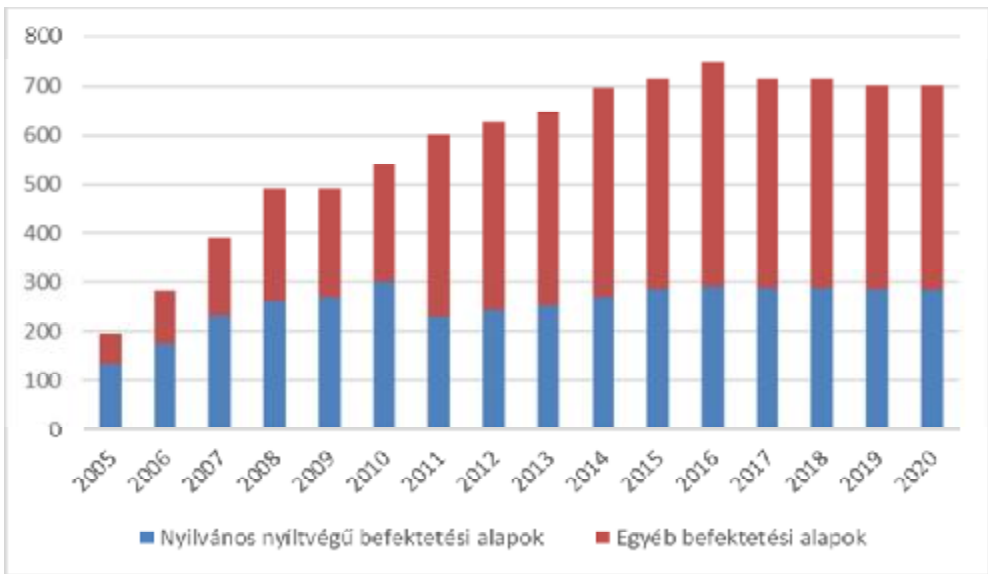
A magyar befektetési piac szokásait inkább az óvatosság jellemezi, főleg a magánszektorban. Az emberek nem mernek kockáztatni, félnek az újtól, így csak kevesen mernek új dolgokba fektetni. Menczel (1999) megállapította, hogy a hazai háztartások fogyasztásmítási törekvése csak korlátozottan

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 utolsósorban a befektetési politika. Nem gondolom, hogy a hétköznapi ember racionalisan tud befektetési döntéseket hozni, vagy ha igen, akkor csak abban az esetben, ha széleskörű gazdasági, piaci ismeretekkel és tapasztalattal rendelkezik. 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.

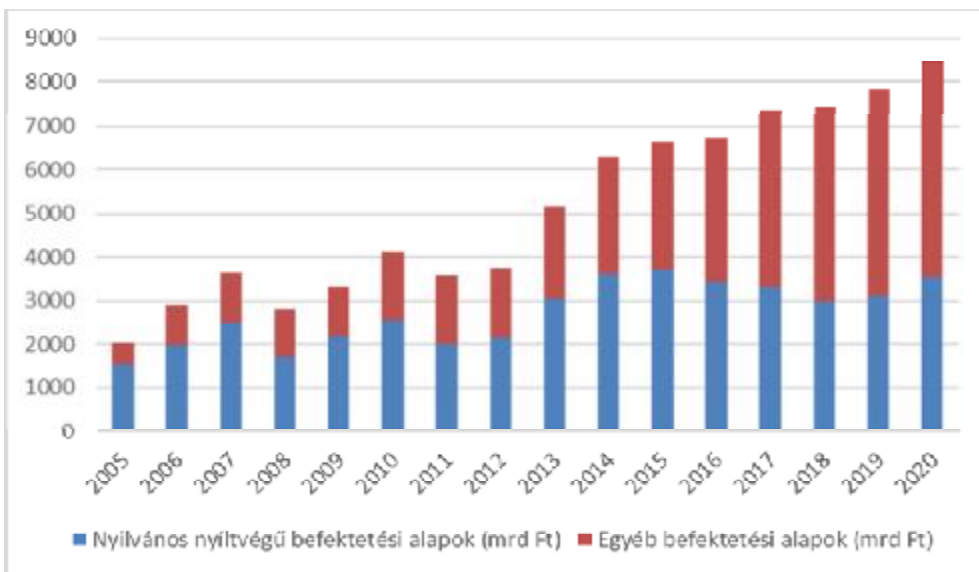
Az első ábra a kezelt állomány darabszámának alakulását mutatja. Látható, hogy a darabszám releváns és folyamatos emelkedést mutat két kivétellel. Az egyik a 2009-es év, amikor stagnált a darabszám a 2008-as évhez viszonyítva, valamint 2017, amikor csökkenés tapasztalható az azt megelőző évhez képest.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



**1. 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.

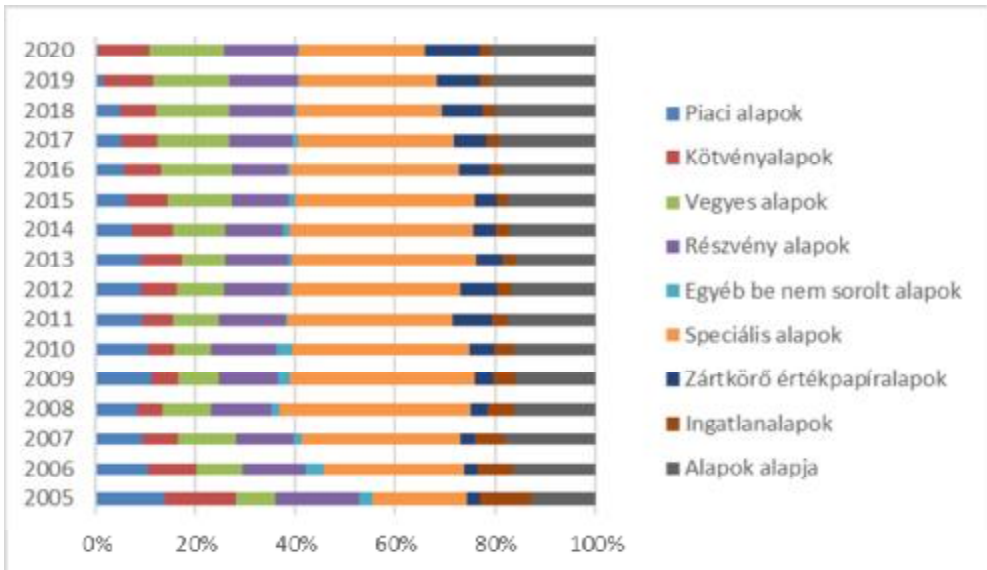


**2. ábra: A kezelt állomány eszközértékeinek alakulása (mrd HUF)**

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.

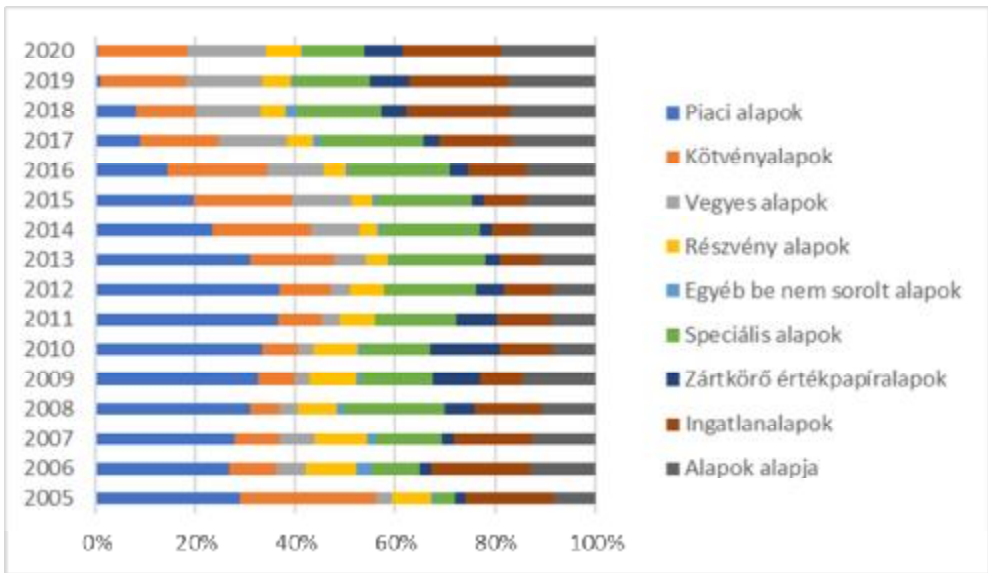
Az alapok alapja szintén hódított, mivel a 25 darabos állomány 2020-ra 146-ra bővült.



**3. 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. Érdekesség 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 széljárást 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 kékekkel színnel a piaci alapok, mint egy stabil bázis. Megfigyelhető, hogy a 2012-es csúcs után folyamatos csökkenés indult meg, és a 2019-es és 2020-as évre szinte elenyésző szintre csökkent az állomány.



**4. 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 elkésztő 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 véget enyhe csökkenéssel, amely kitartott a 2020-as évben is.



#### **4.2 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 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 kitétséget jelentenek, függetlenül az alap feltöltöttségétől.

*Óvatos:* 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 kitétséget jelentenek, függetlenül az alap feltöltöttségétől.

**Részvényalapok:** portfolióban 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 portfoliója 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.

**Ingtatlanalapok:** 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.

## 2. 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	-	-	-
	-	Árúpiaci alapok	Árúpiaci alapok	Árúpiaci alapok	Árúpiaci 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	
Ingatlanalapok	Egyéb	Egyéb	-	-	-
	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.

**3. 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.

#### 4. táblázat: A vizsgált időszakok klaszter analízise

<b>A gazdasági válság előtti időszak (2005 és 2007 között)</b>					
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	<b>9,29</b>	<b>13,52</b>	<b>18,67</b>		
<b>A válság alatti időszak (2008 és 2012 között)</b>					
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	<b>16,4</b>	<b>16,4</b>	<b>17,97</b>	<b>17,4</b>	<b>18,27</b>
<b>Inflációmentes üzleti ciklus (2013 és 2016 között)</b>					
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	<b>25,88</b>	<b>27,84</b>	<b>28,60</b>	<b>29,92</b>	
<b>Magas inflációs üzleti ciklus (2017-2019 között)</b>					
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	<b>28,60</b>	<b>28,56</b>	<b>28,04</b>		
<b>COVID-19 okozta válság időszaka (2020-2021 májusa között)</b>					
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	<b>28,04</b>	<b>28,24</b>			

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 dinamikusan 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.

## 5. 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	Árpiaci alapok	Hosszú kötvényalapok	Hosszú kötvényalapok
Kötvény alapok	Árpiaci 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	Árpiaci alapok	Árpiaci alapok
Ingatlanfejlesztő alapok	Abszolút hozamú alapok	Tőkevédett alapok	Pénzpiaci alapok	Tőkevédett alapok
<b>Átlag alatti</b>	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	<b>Átlagos</b>	Származtatott alapok	Tőkevédett alapok
<b>Átlagos</b>	Közvetett ingatlanba fektető alapok	Likviditási alapok	Közvetlen ingatlanba fektető alapok	Származtatott alapok
Pénzpiaci alapok	<b>Megszűnő és új alapok</b>	Pénzpiaci alapok	Közvetett ingatlanba fektető alapok	Közvetlen ingatlanba fektető alapok
Hosszú kötvényalapok	Részvénytúlsúlyos alapok	Rövid kötvényalapok	<b>Átlag feletti</b>	Közvetett ingatlanba fektető alapok
Kötvénytúlsúlyos vegyes alapok	Tiszta részvény alapok	Hosszú kötvényalapok	Rövid kötvényalapok	<b>Átlag feletti</b>
Kiegészítő vegyes alapok	Egyéb be nem sorolt alapok	Szabad futamidejű kötvényalapok	Kötvénytúlsúlyos vegyes alapok	Rövid kötvényalapok
Részvénytúlsúlyos alapok	Árpiaci alapok	Kötvénytúlsúlyos vegyes alapok	Kiegészítő vegyes alapok	Kötvénytúlsúlyos vegyes alapok
Ingatlanforgalmazó alapok	Ingatlanforgalmazó alapok	Kiegészítő vegyes alapok	Tőkevédett alapok	Kiegészítő vegyes alapok
<b>Átlag feletti</b>	<b>Átlagos</b>	Származtatott alapok	Származtatott alapok	Származtatott alapok
Alapok alapja	Likviditási alapok	<b>Átlag feletti</b>	Ingatlanalapok	Ingatlanalapok
<b>Nagyon átlag feletti</b>	Pénzpiaci alapok	Részvény alapok	<b>Nagyon átlag feletti</b>	<b>Nagyon átlag feletti</b>
Garantált alapok	Hosszú kötvényalapok	Abszolút hozamú alapok	Részvény alapok	Részvény alapok
	Kötvénytúlsúlyos vegyes alapok	<b>Nagyon átlag feletti</b>	Abszolút hozamú alapok	Abszolút hozamú alapok
	Kiegészítő vegyes alapok	Alapok alapja	<b>Extra átlag feletti</b>	<b>Extra átlag feletti</b>
	Abszolút hozamú alapok	Tőkevédett alapok	Alapok alapja	Alapok alapja
	Részvény alapok			
	<b>Átlag feletti</b>			
	Alapok alapja			
	<b>Átlag feletti és új alapok</b>			
	Tőkevédett alapok			
	<b>Nagyon átlag feletti, de megszűnő</b>			
	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 makrótenyezők 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 kamatokat 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 időszakához 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 bekövetkezte 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. 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 szelektációs 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, azon belül 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 szórási 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 csúcst a 2011-es év jelentette 346 darabbal.

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 finánciális 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 jelent 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 portfolióban, 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 időszakában 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.

## 6. ÚJ TUDOMÁNYOS EREDMÉNEK

**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.

# PUBLIKÁCIÓS JEGYZÉK

## Tudományos folyóirat (magyar nyelvű)

**Bogáth Emese, Gábor Ágnes:** A magyar befektetési piac vizsgálata 2005 és 2017 között. CONTROLLER INFO VII: 2 pp. 36-38., 3 p. (2019), (ISSN: 2063-9309)

**Bogáth Emese:** A nemzetközi számviteli rendszerek harmonizációja. CONTROLLER INFO VI: 1 pp. 2-4., 2 p. (2018), (ISSN: 2063-9309)

**Bogáth Emese, Medveczky Balázs:** Foglalkoztatáspolitikai humáncontrolling kérdései a pénzügyi, gazdasági világválság után a magyar versenyszféra területén. CONTROLLER INFO IV: 1 pp. 14-16., 1 p. (2016), (ISSN: 2063-9309)

**Bogáth Emese Melinda, Bárczi Judit, Szakács Attila:** Startup lehetőségek az új nyugdíjbiztosítás területén, figyelembe véve a 2007-2012 év között befektetési egységekhez kötött életbiztosítási állomány változásait. CONTROLLER INFO II: (1) pp. 28-32., 5 p.(2014), (ISSN: 2063-9309)

**Bogáth Emese, Bárczi Judit:** A befektetési piac alakulása az elmúlt évtizedben. CONTROLLER INFO II: 1 pp. 20-22., 3 p. (2014), (ISSN: 2063-9309)

## Tudományos folyóirat (idegen nyelvű)

**Bogáth Emese Melinda, Bogáth Andrea Gabriella:** The positive results and achievement of the economic crises of the 20th century. Economics & Working Capital Hungarian Special Issues, Science Journal. London, Egyesült Királyság, 3-4 pp. 53-57., 5 p. (2020), (ISSN: 2398-9491)

**Bogáth Emese, Tóth Márk:** A nemzetközi számviteli rendszerek összehasonlítása. CONTROLLER INFO III: 3 pp. 62-67., 6 p. (2015), (ISSN: 2063-9309)

## Könyvrészlet (magyar nyelvű)

**Bogáth Emese Melinda, Bárczi Judit:** Az EU szerepvállalása a befektetési piacok válság kezelésében. In: Csiszárík-Kocsir Ágnes (szerk.) Vállalkozásfejlesztés a XXI. században: VII. tanulmánykötet. Budapest, Magyarország: Óbudai Egyetem Keleti Károly Gazdasági Kar, 833 p. pp. 82-91. 10 p. (2017), (ISBN:978-963- 449 -028-9)

### **Könyvrészlet (idegen nyelvű)**

**Bogáth Emese Melinda**, Bárczi J, Li Jing: Investments and funds under crisis. In: Zéman Z, Ignatieva I, Kucherenko D, Chagrak N (szerk.). Theory and practice of social, economic and technological changes. Prága, Csehország: Nemoros, 386 p. pp. 142-147., 6 p. (2018), (ISBN: 978-617-673-747-6)

[dspace.pdaa.edu.ua:8080/bitstream/123456789/2119/1/monograph.pdf](https://dspace.pdaa.edu.ua:8080/bitstream/123456789/2119/1/monograph.pdf)

### **Konferencia (magyar nyelvű)**

**Bogáth Emese**: A befektetési piac alakulása Magyarországon az elmúlt évtizedben. Magyar tudomány ünnepe 2014: „Kockázat és Stabilitás” konferencia. Gödöllő, Magyarország: Szent István Egyetem. pp. 3-5., 3 p. (2014), (ISBN: 978-963-269-440-5)

### **Konferencia (idegen nyelvű)**

**Bogáth Emese**, Gáspár Sándor, Kerekes Etelka: The influence of the conjuncture cycles and the economic crisis of 2008 to the national investment market. Proceedings of the 9th International Conference on Management: "People, Planet and Profit: Sustainable business and society": Volume II, Gödöllő, Magyarország: Szent István Egyetemi Nonprofit Kiadó Kft. pp. 95-101., 7 p. (2019), (ISBN: 978-963-269-882-3)

Péter Földi, Judit Tóth, **Emese Melinda Bogáth**: Situation of the building industry SMBs since the crisis. Vadyba: Journal of Management 31: 2 pp. 133-141., 9 p. (2017), (ISSN 1648-7974)

Bogáth Andrea, **Bogáth Emese**, Földi Péter, Yaser A. Alkahtani: Saving and investment under Crisis. In: Witold, Jedynak: Jaroslaw, Kinal (szerk.). From post-industrial to an information society; selected aspects, „Social and ethical dimensions of change” International Interactive Interdisciplinary Conference. Rzeszów, Lengyelország: Wydawnictwo Uniwersytetu Rzeszowskiego, 115 p. pp. 24-33., 9 p. (2015) (ISBN 978-83-7996-212-9)

### **Egyéb**

**Bogáth Emese**, Gáspár Sándor, Kerekes Etelka: Connection between the conjuncture cycles and the economic crisis of 2008 as reflected in the domestic and the Austrian investment market. In: Fodor, Zita (szerk.), Book of Abstracts of the 9th International Conference on Management: "People, Planet and Profit: Sustainable business and society": 9th ICoM 2019, Gödöllő, Magyarország: Szent István Egyetemi Nonprofit Kiadó Kft. 178 p. pp. 99-99., 1 p. (2019), (ISBN: 978-963-269-836-6)

**Bogáth Emese Melinda, Bárczi Judit, Jing Li: Investments and funds under crisis. Modern Science 2017, Prága, Csehország, 5 pp. 40-46., 7 p. (2017), (ISSN 2236-498X)**