



PÉNZÜGYI SZERVEZETEK  
ÁLLAMI FELÜGYELETE  
HUNGARIAN FINANCIAL  
SUPERVISORY AUTHORITY

## **A garantált alapok szektorának értékelése**

**2009. október**

## Tartalomjegyzék

1. Bevezetés .....	3
2. A garantált alapok szektorának áttekintése.....	5
2.1. <i>A befektetési alapok, mint alternatív megtakarítási formák helyzete</i> .....	5
2.2. <i>A garantált alapok helyzetének változása</i> .....	8
3. Opciós struktúrák és opciós partnerek.....	15
3.1. <i>Néhány hazai struktúra rövid áttekintése</i> .....	18
3.2. <i>Opciós partnerek</i> .....	20
4. Teljesítményértékelés – avagy az opciós struktúrák teljesítményeinek értékelése más alternatív befektetési formák tükrében .....	22
4.1. <i>A garantált alapok opciós struktúrájának teljesítményei</i> .....	22
4.2. <i>Alternatív befektetési formákon elérhető hozamok</i> .....	23
4.2.1 <i>Bankbetétek</i> .....	24
4.2.2 <i>Állampapírok</i> .....	25
4.2.3 <i>Részvények, indexek</i> .....	26
4.2.4 <i>Forint vagy deviza?</i> .....	29
5. A garantált alapok működésével kapcsolatos kockázatok.....	31
5.1. <i>A betétek kifizetésének kockázata</i> .....	31
5.2. <i>Az opciós partner nemteljesítésének kockázata</i> .....	31
5.3. <i>Árfolyamkockázat</i> .....	32
5.4. <i>A zártvégűség kockázata</i> .....	32
5.5. <i>Költségkockázat</i> .....	33
6. Mit hozhat a jövő? .....	35

## 1. Bevezetés

Immár hét éve annak, hogy az első garantált konstrukcióval rendelkező befektetési alapok megjelentek a hazai alapkezelési piacon. A külföldön már korábban létező és folyamatosan fejlődő, azonban hazánkban akkor teljesen újnak számító konstrukciók kedvező környezetre találtak a magyarországi piac személyében. Ez egyrészt általános marketingszemponthoz magyarázható, hiszen egy új, innovatív termék megjelenése – amennyiben megfelelően alkalmazza a termékbevezetés szabályait – általában érdeklődést vált ki a vásárlókból. A kedvező fogadtatás másik okaként a hazai befektetési- és pénzügyi kultúra meglehetősen alacsony szintjét lehet megjelölni, amely gyakran alacsony kockázatvállalási hajlandósággal is párosul. Amennyiben a befektető nem ismeri az általa megvásárolni kívánt termék pontos jellemzőit, nincsen tisztában a megvásárolandó termék előnyeivel, akkor nagy valószínűséggel nem veszi meg a terméket. Bár ez utóbbi kérdés meglehetősen összetett, hiszen sok múlik a terméket értékesíteni kívánó szakszerű, minden részletre – azaz a termék megvásárlásával együtt járó kockázatokra is – kiterjedő tájékoztatásán, ami a gyakorlatban sokszor nem valósul meg.

A garantált alapok első hallásra meglehetősen egyszerű struktúrája fokozatos népszerűsége miatt a hazai befektetési alap piacon, amelynek következtében az alapkezelők is egyre újabb, innovatívabb, és „személyre szabottabb” konstrukciók kialakításába fogtak. A tőke megővésére, valamint egy minimális fix hozam kifizetésére tett garancia vagy ígéret mellett egy esetleges extrahozam kifizetésének a meglebegtetése jól működött ezen alacsony kockázati étvággal rendelkező piacon. A befektetésnek semmi kockázata nincs, csak nyerni lehet az ügyleten, ráadásul, ha a körülmények jól alakulnak még extraprofit is képződik – gondolhatta a befektetők jelentős része. Azonban ezen befektetők döntő hányada nem teljesen volt tisztában a konstrukció – sokszor a meglehetősen agresszív értékesítési politika következtében elsikkadt és nem eléggé kihangsúlyozott – kockázataival és hátrányaival, arról nem is beszélve, hogy a már említett, az extrahozamot lehetővé tevő piaci körülmények az esetek többségében végül nem alakultak jól.

A népszerűség azonban töretlen volt az évek során a hazai piacon, mely népszerűséget nagymértékben megtámogatta a kamatadó 2006. szeptember 1. napján történő bevezetése is. Adót fizetni senki sem szeret, ezért az akkori megtakarítani valót igyekezett mindenki elhelyezni olyan megtakarítási formába, amely lehetőleg minél távolabbi időre tolja ki a nemfizetés időszakát. Ennek következtében az alapkezelők újabb konstrukciók kialakításába, míg az ügyfelek örült vásárlásokba kezdtek. Természetesen ezen „befektetési roham” nem kizárólag a befektetési alapokat, mint alternatív befektetési formát érintette, de tény, hogy az alapkezelői szektor történetének egyik legnagyobb tőkebeáramlását 2006. harmadik negyedévében tudta elkönyvelni. A tőkebeáramlást tekintve és a befektetési politikát figyelembe véve pedig alapvetően két alaptípus volt az abszolút győztes: az ingatlanalapok és a garantált alapok. Az akkoriban hasonló népszerűségnek örvendő és ugyancsak biztonságosnak tartott ingatlanalapoknál – azok jellemzően nyíltvégű jellege végett – elvileg határozatlan ideig, de maximum a visszaváltásig lehet kitolni az adómentességet, azonban 2008. novemberében az ingatlanalapok megmutatták másik, befektetők számára hátrányos arcukat is. A garantált alapok többsége viszont zártvégű konstrukcióban készült, jellemzően hároméves futamidővel, azaz a kamatadó elkerülése legalább a futamidő végéig biztosítva volt (bár több alap lejárt után is tovább él kissé eltérő befektetési politikával), de a már említett előnyök elegendőnek bizonyultak ezen alapforma nagymértékű vagyongyarapodásához.

2008. őszén Magyarországra is begyűrűzött a globális válság. A tőzsdék az évek óta tartó – és még a rossz makróhírekre is csak egyre emelkedő – 'bull' ciklus után lejtmenetbe kapcsolódtak, és 2009. márciusára elérték mélypontjaikat. Sok előzetes – és meglehetősen optimista – kijelentés ellenére a subprime hatás végül minden területen megjelent. Ráadásul a válság egyik káros hatása abban nyilvánul meg, hogy a veszteségek jelentős része közvetlenül az ügyfeleknél keletkezik: többek között egyéni számlákon, befektetési alapokban, nyugdíjalapokban, hedge fundokban, amelyeknek végbefektetői nem tudtak arról, hogy az ő biztonságosnak vélt befektetésük milyen kockázatos is valójában.

Ahogy közgazdaságilag gyakran említik, a válságok mindennek az előnyeit olvasztják le, míg a hátrányokat kiélezzik. Ez a tétel maximálisan igazolást nyert az elmúlt időszak tőkepiaci eseményeiben, és természetesen megnyilvánul akkor is, ha a hazai befektetési alapokat nézzük ebből a szempontból. Messzire sajnos nem kell menni, a hazai ingatlanalap-szektor összezuhanása élő példája annak, hogy nem minden az valójában, mint aminek látszik. A válság óriási gyorsasággal mutatatta meg ezen, korábban abszolút biztonságosnak vélt konstrukció hátrányait, azaz hogy nem is annyira biztonságosak, mint amilyenek látszóttak. Persze a garantált alapok sok szempontból mások – a zártvégűség miatt visszaváltási hullám, és ezáltal likviditás-szűke nem fenyegette őket –, azonban esetükben is igaz, hogy a válság elől nincs menekvés, annak hatásai mindenhol jelentkeznek.

Fentiek okán időszerűnek tűnik egyfajta összegzést készíteni a garantált alapok szektoráról. Különös indokoltságot ad az elemzésnek, hogy sok garantált konstrukció épp – a kamatadó bevezetését megelőző indulásának következtében – 2009. harmadik negyedévében ért futamidejének végére. Jelen elemzés célja, hogy megpróbáljon áttekintést adni a garantált alapok konstrukcióiról és működési mechanizmusáról, előtérbe helyezve és kihangsúlyozva a kockázati tényezőket. Mindemellet megpróbáljuk bemutatni a globális válság ezen szektorra gyakorolt hatásait, továbbá rávilágítani arra, hogy a különböző tőkepiaci folyamatok és trendek hogyan érvényesültek és jelentek meg a szektorban. Más alternatív befektetési eszközökkel való összehasonlítás keretében értékeljük a garantált alapok elért teljesítményét, hiszen - ahogy mondani szokták - a számok nem hazudnak. Végül pedig megpróbálunk következtetéseket levonni arra vonatkozóan, hogy mit tartogat a jövő a garantált alapok számára.

## 2. A garantált alapok szektorának áttekintése

Mielőtt részletesebben belemerülnénk abba, hogy miként alakult az elmúlt évek során a garantált alapok száma és vagyona, indokolt a jogi terminológia tisztázása.

A tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény (a továbbiakban: Tpt.) 241. § (1) bekezdése értelmében a befektetési alap nevében eljáró befektetési alapkezelő a tőke megóvására, illetve a hozamra vonatkozóan garanciát vállalhat (tőke-, illetve hozamgarancia). A tőkére, illetve a hozamra vonatkozó garanciát a befektetési alapkezelő köteles bankgaranciával biztosítani. Ugyanezen § (2) bekezdése alapján a befektetési alap nevében eljáró befektetési alapkezelő a tőke megóvására, illetve a hozamra vonatkozóan ígéretet tehet (tőke-, illetve hozamvédelem). A tőkére, illetve a hozamra vonatkozó ígéretet a befektetési alapkezelő köteles a tőke megóvását, illetve a hozamot biztosító pénzügyi eszközökre, tőzsdéi termékekre vonatkozó befektetési politikával alátámasztani a befektető részletes tájékoztatása mellett.

A Tpt. által meghatározott fogalmi meghatározás alapján tehát tőke-, illetve hozamgaranciáról kizárólag bankgaranciával történő biztosítás esetén beszélhetünk, míg a befektetési politikával alátámasztott tőke-, illetve hozamígéretet a jogi terminológia tőke-, illetve hozamvédelemnek nevezi.

Jelen elemzés mind bankgaranciával biztosított, mind a befektetési politikával alátámasztott alapok vizsgálatával foglalkozik, ezért a szóhasználat egyszerűsítése érdekében a „garantált” jelzőt a tőke-, illetve hozamvédelemmel rendelkező alapokra is alkalmazza – az általános gyakorlattal és a befektetési politika szerinti kategóriával összhangban.

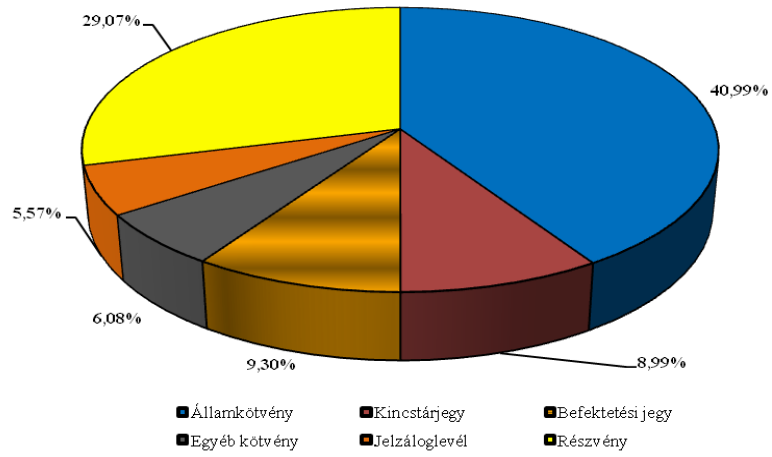
Ezen jogi kitérő után térjünk vissza ahhoz, hogy miként alakult a garantált alapok piaca az elmúlt évek során. Ezt két szinten érdemes megközelíteni. Először meg kell vizsgálni, hogy a befektetési alapok, mint alternatív befektetési formák népszerűsége (főként az alapokban kezelt vagyon nagysága) hogyan alakult az elmúlt években, majd ezután a szektor egyik részét képező garantált alapokat vizsgáljuk meg részletesebben. A szektorra jellemző tendenciáknak ugyanis bizonyos mértékben érvényesülniük kell az alacsonyabb szinteken (alaptípusonként) is. Másrészt egy ilyen kétszintű megközelítésből az is kiderül, hogy a garantált alapok milyen súlyt képviselnek az alapkezelői piacon belül, vagyonuk változása mennyire tudja befolyásolni a teljes alapkezelési piacot.

### 2.1. *A befektetési alapok, mint alternatív megtakarítási formák helyzete*

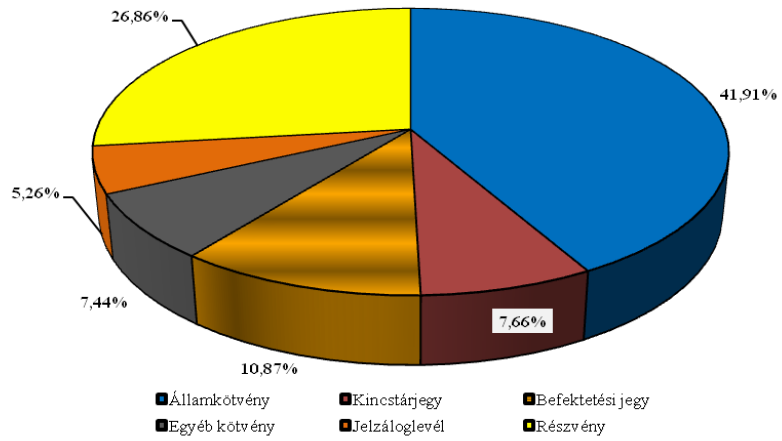
A Magyar Nemzeti Bank (MNB) statisztikáira támaszkodva megvizsgáltuk, hogy a 2006. év végétől miként alakult az egyes alternatív megtakarítási formákban elhelyezett vagyon nagysága. A statisztikák valamennyi szegmens megtakarítását magukban foglalják, ami egy picit torzít, de a főbb tendenciákat azért jól mutatja. Az alapok szempontjából relevánsak tekinthető háztartások megtakarítási szokásairól külön is ejtünk néhány szót.

Fontos megemlíteni, hogy az összehasonlítás során nem vettük figyelembe a bankbetétek állományát. Ez elsőre furcsának hathat, hiszen a bankbetét is nyilván egyfajta megtakarítási forma, amely ráadásul minden bizonnyal jelentős súllyal esett volna latba, főként a globális válság begyűrűzése után, amikor a befektetők jelentős hányada betétbe, mint az egyetlen biztonságosnak tartott eszközbe menekült, mondván arra érvényes az OBA garanciája is (igaz csak 50.000 EUR összegű felső korlátig). De egyrészt ez a valószínűleg magas arány kissé torzította volna az eloszlásokat, másrészt kifejezetten az „értékpapírosított” instrumentumokra koncentráltunk. Mindezek alapján az egyes megtakarítási formák megoszlását az egyes időpontokra vonatkozóan a következő grafikonok foglalják össze:

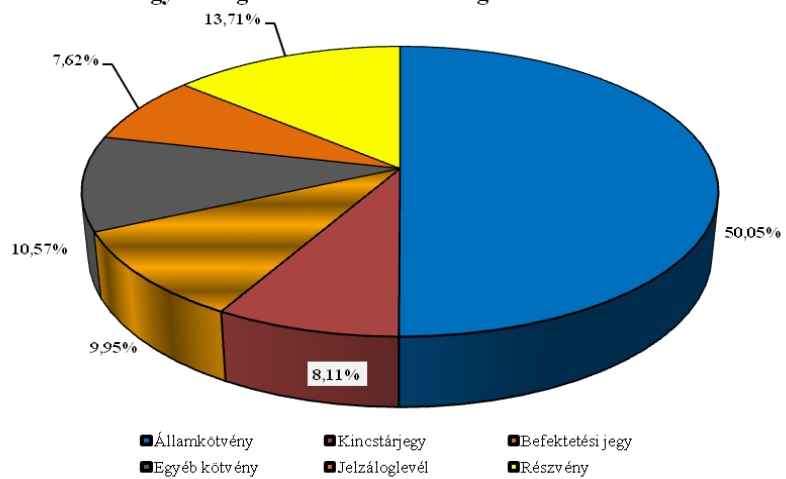
**Az egyes megtakarítási formák megoszlása 2006.12.31**

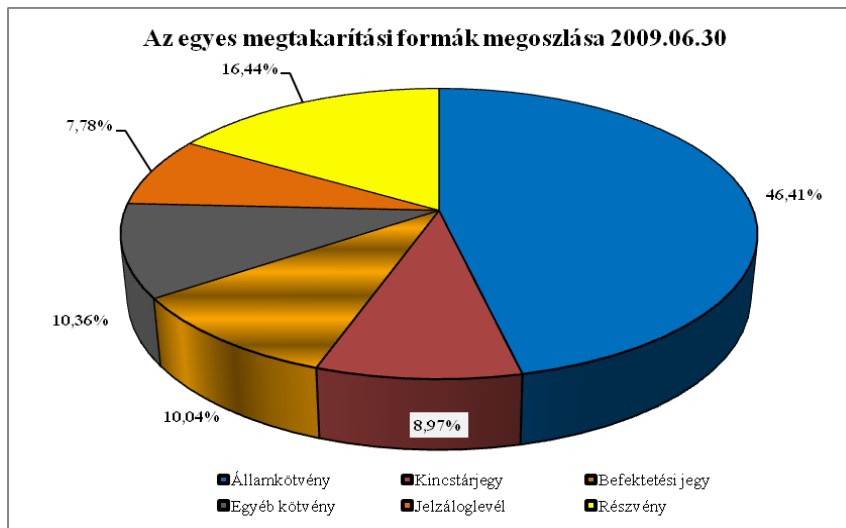


**Az egyes megtakarítási formák megoszlása 2007.12.31**



**Az egyes megtakarítási formák megoszlása 2008.12.31**





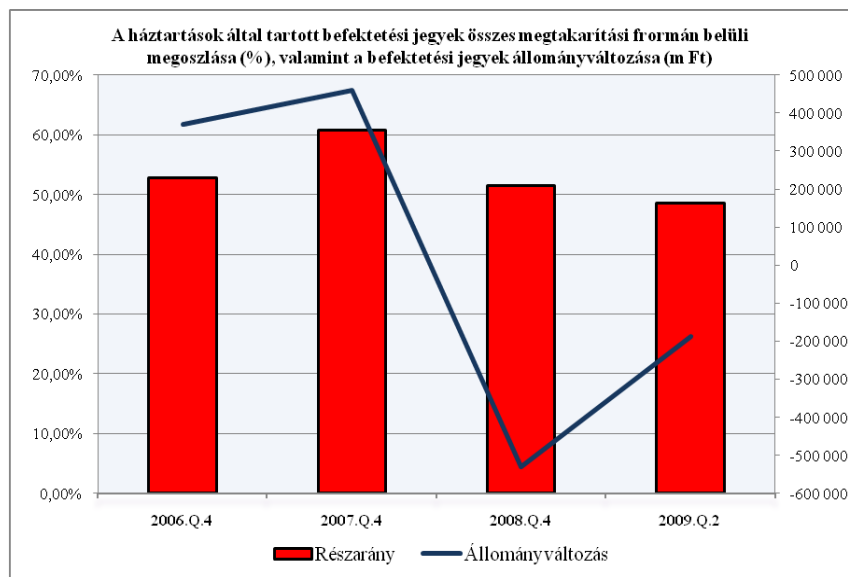
Mondhatni a fenti diagramokban semmi meglepő nincs, hiszen tükrözik a hazai befektetők alapvetően kockázatkerülő magatartását, hiszen az állampapírok aránya mind a négy időpontban 40% feletti. Mindemellett nagyon jól szemléltetik a grafikonok a tőkepiaci folyamatokat is, konkrétan a rendkívül optimista hangulatot. A válság 2008. októberi hazai begyűrűzéséig gyakorlatilag itthon is folyamatos 'bull' ciklus volt, hasonlóan a világ bármely más tőzsdéjéhez. Ezt mutatja a részvények relatíve magas hányada, a részvények 2006. és 2007. év végi egyaránt 25% feletti részaránnyal magasan a második legkedveltebb befektetési forma voltak a hazai befektetők körében. A befektetői vélekedés szerint: a bika piacon nagyon könnyű nyerni, hiszen csak be kell szállni, és jön a profit magától, mindenki nyer.

Ezek után érdemes megnézni a 2008. év végi grafikont. A válság által kiváltott tőzsdei mélyrepülés itt is pontosan visszatükröződik az arányokban. Mindenki próbált eladni, megszabadulni a részvényektől és átmenteni pénzt bankbetétbe, vagy a felrémlt hazai államcsőd miatt magasan lévő hozamokkal kecsegtető állampapírokba. Ezt mutatja a részvények arányának az előző év végéhez viszonyított több mint 13%-os csökkenése, valamint az állampapírok amúgy is magas arányának 8%-ot meghaladó növekedése. A részvénybefektetések értéke egy év alatt közel 4500 milliárd forinttal csökkent, ebből a 2008. utolsó negyedévi visszaesés több mint 2000 milliárd forintot tett ki. Ez természetesen nagyban köszönhető annak, hogy a 2008. októberében megindult tőzsdei zuhanás következtében a részvények árfolyamai felére, sok esetben harmadukra estek vissza. A 2009. március végi mélypontok után beindult bear market raliban aztán ismét egyre többen kezdtek el részvényt vásárolni, ami indukált is egy 3%-os emelkedést az arányszámban.

A befektetési jegyek részaránya 9-11% között mozgott, ezzel az egyéb kötvények mellett a harmadik-negyedik legkedveltebb kategóriának mondható befektetési formának minősült. A kamatadó bevezetése után is folyamatosan nőtt a befektetési alapok vagyona, azonban a válság begyűrűzését nem kerülhették el: 2008. IV. negyedévében több mint 500 milliárd forinttal csökkent az alapok pénze, mely csökkenésben természetesen mind a negatív hozamhatás, mind a negatív tőkehatás szerepet játszott. 2009. I. negyedéve óta azonban itt is növekvő a tendencia, azonban az emelkedéshez főként az emelkedő árfolyamok járultak hozzá, a ténylegesen alapokba áramló tőke ehhez kevésbé tudott hozzátenni.

A befektetési alapok, mint alternatív megtakarítási formák népszerűségét még egy szempontból érdemes megvizsgálni, nevezetesen a háztartások szemszögéből. Ezt az indokolja, hogy a háztartások megtakarítási szerkezetét vizsgálva megállapítható, hogy a befektetési jegyek részaránya – bankbetétek nélkül – átlagban 50% feletti. Mondhatni a háztartások a befektetési alapszektor egyik

meghatározó befektetői, akik még az állampapíroknál is jobban preferálják ezen megtakarítási formát. Nézzük, hogy alakult az időszak alatt a háztartások befektetési jegyben tartott megtakarításainak aránya, valamint a befektetési jegyek állománya:



A helyzet hasonló, mint fentebb, egy emelkedő trend után a háztartások is jelentősen büntették az alapokat a válság begyűrűzése után, amely tény mind az arányszám, mind az állomány csökkenésén nagyon jól látszik, az utóbbi pedig különösen szembetűnő.

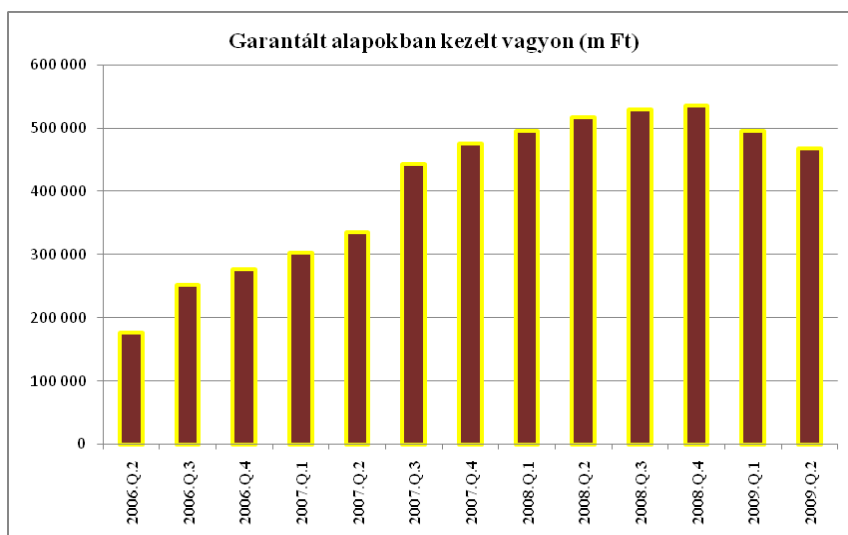
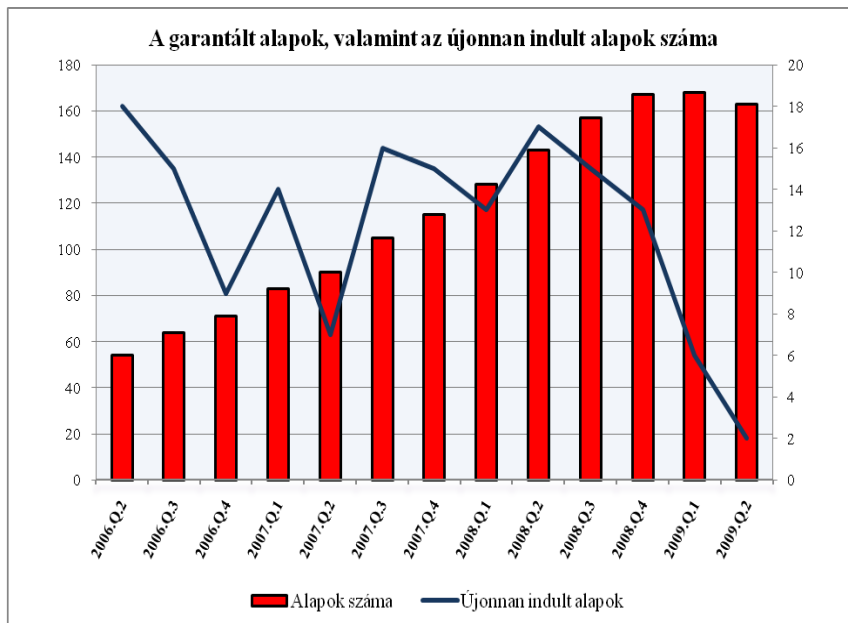
Összességében elmondható, hogy a befektetési alapok, mint alternatív megtakarítási formák átlagosan 10% körüli súlyt képviselnek a megtakarítási formákon belül – nem számítva a bankbetéteket. Az alapoknál a befektetők jobban preferálják az állampapírokat és a részvényeket is; figyelemre méltó hogy utóbbiak részaránya még a válság begyűrűzése után is meghaladta az alapokét, bár az is igaz, hogy volt honnan csökkenni (magasabb volt a bázis), hiszen a válságot egy jelentős 'bull' ciklus előzte meg, míg az alapok aránya sokkal egyenletesebben mozgott a részvényekénél. A befektetési alapokon belül a háztartások preferálják leginkább az alapokat, azonban a válság által indukált tőzsdei zuhanásban ők is az állampapírokat és a betéteket részesítették előnyben – sok esetben a befektetési jegyek kárára.

## 2.2. A garantált alapok helyzetének változása

Nyilvánvaló, hogy a fentebb említett tendenciáknak meg kell jelenniük a garantált alapok „szintjén” is, azonban mint tudjuk ezen alapok olyan speciális jellemzőkkel is rendelkeznek (mindenekelőtt a zártvégűség), amelyeket mindenképp figyelembe kell venni, ha a változásokat meg szeretnénk érteni.

Először is nézzük meg, hogy 2006. második negyedétől kezdve miként alakult a garantált alapok száma, valamint a garantált alapokban kezelt vagyon nagysága. Ezeket mutatják be a következő grafikonok.

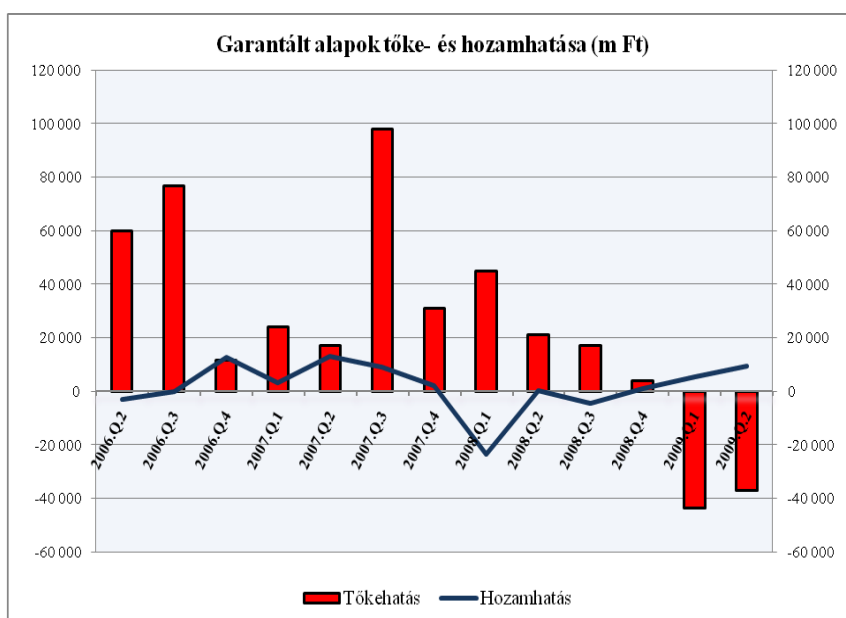
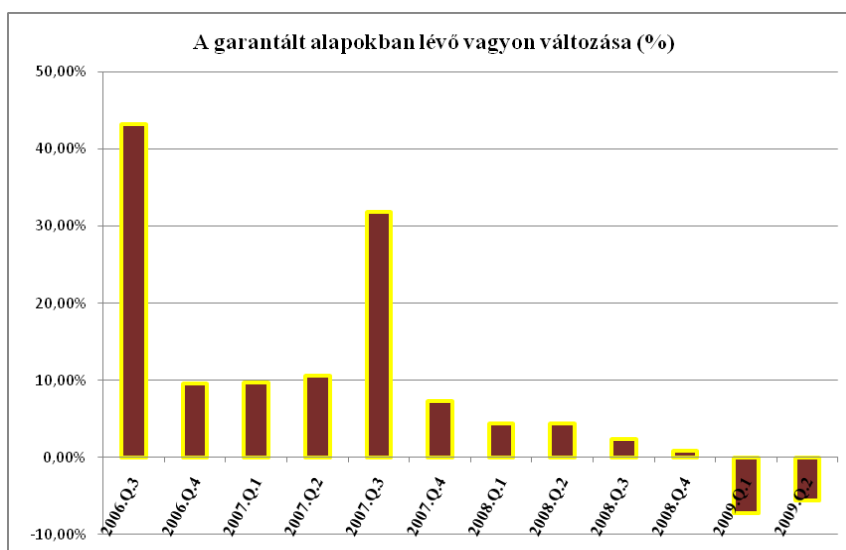




Az első ábra jól mutatja a garantált alapok növekvő népszerűségét – és paradox módon egyúttal népszerűségük jelentős csökkenését is. A garantált alapok száma gyakorlatilag egy egyenes emelkedést mutat, kizárólag 2009. második negyedévében tapasztalunk csökkenést, mivel ekkor a megszűnt alapok száma már meghaladta az újonnan induló alapokét. 2006. második negyedétől számítva ugyanis – két negyedév kivételével – bőven 10 felett volt az egy negyedév alatt indult alapok száma, míg 2009. első negyedévében 6, a második negyedévben pedig mindössze 2 új alap indult.

Gyanítható, ha nem lett volna a zártvégű forma, akkor a befektetők része szabadult volna ezen alapoktól is, hiszen az alapok opciós struktúrája által leképezett valamennyi piac óriásit esett – annyit, melyet a futamidő végéig már valószínűleg nem lesz képes visszahozni. Legalábbis az alapok többségénél nem. Így viszont a legtöbb esetben marad a garantált vagy ígért minimum hozam, amelynek mértéke már korántsem olyan impozáns, mint azt sokan várták (az alapok által elért teljesítményekről egy későbbi fejezetben írunk részletesen). Az opciós struktúrák által leképezett piacok összezuhanását – és ebből kifolyólag az elért hozamokat – látva az alapkezelők is óvatosabbak lettek ezen konstrukciókkal, így marad a kivárás és olyan piacok keresése, amelyekben hosszabb távon fejlődési potenciál rejtőzik.

A garantált alapokban kezelt vagyon változása már egy kicsit bővebb magyarázatot igényel. Alapvetően az alapok vagyonát a tőke- és a hozamhatás alakítja, ahol előbbi a befektetési jegy vásárlásoknak és visszaváltásoknak az egyenlegét, míg utóbbi az alap egyes portfólióelemein elért hozamának volumenét jelenti. A garantált alapok többsége azonban zártvégű, ezért itt a tőkebeáramlás gyakorlatilag az újonnan indult alapokba beáramlott pénzt jelenti, a futamidő alatt köztes mozgás (pl. napi szintű vásárlások és eladások) nincs, hisz a befektetési jegyek nem válthatók vissza, illetve a befektetési jegyek tőzsdéi forgalma sem befolyásolja egy adott alap vagyonát. A hozamhatás pedig nagyban az opciós struktúra teljesítményétől függ, mivel a tőke megővését, valamint a hozamgaranciát vagy ígéretet biztosító eszközök (jellemzően betétek) hozama alacsony, másrészt ezek célja előre deklarált. Nézzük is meg, hogy miként alakult a garantált alapok vagyonának százalékos változása, illetve tőke- és hozamhatása 2006. második negyedétől kezdve.



A vizsgált negyedévek döntő többségében egyértelműen a tőkehatás, azaz az újonnan indult alapokba beáramló friss tőke járult hozzá a garantált alapok vagyonának növekedéséhez, amely megint csak jól mutatja ezen alapok elmúlt évekbeli népszerűségét. A hozamhatás – 2006. utolsó negyedéve mellett – kizárólag 2009-ben haladta meg a tőkehatás értékeit, amelynek persze megvan a magyarázata. Egyrészt 2009-ben több garantált alap is futamidejének végére érkezett, és a befektetők egy része a

jellemzően nyíltvégűvé átalakuló, más befektetési politikával tovább működő alapokban sem hagyta benne a pénzét. Másrészt a márciusi mélypontoktól megindult 'bear' market óriási emelkedést hozott a tőkepiacokon, így az opciós struktúrák mögöttes piacai is intenzív emelkedést produkáltak. Más kérdés, hogy ez csak arra volt jó, hogy a vagyonsökkenés mértékét valamennyire kompenzálja – a garantált alapokban lévő vagyon így is több mint 66 milliárd forinttal csökkent 2009. első féléve során (a korábbi negyedévekben kizárólag vagyonnövekedést tapasztalhattunk).

Kettébontva a két eredőt nézzük először röviden a tőkehatást. Ennek magas értéke a kamatadó bevezetését megelőző két negyedévben szinte borítékolható volt: 2006. második negyedévében 60, harmadik negyedévében 76,7 milliárd forint friss tőkét vonzott a szektor. Mégsem ezek az abszolút csúcsok, hanem 2007. harmadik negyedéve, amikor is 97,8 milliárd forint friss tőke áramlott az alapokba. Ebben két dolog biztosan közrejátszott. Az egyik, hogy a kamatadó bevezetését megelőzően a befektetők nemcsak közvetlenül befektetési jegyeket vásároltak, de sokan kötötték le pénzüket egyéves futamidejű akciós bankbetétekbe, illetve úgynevezett strukturált betétekbe, amely egy bankbetét és egy befektetési alap – jellemzően 50-50%-os - kombinációját jelenti. Az egyéves lejárat után a befektetők többsége az alacsonynak mondható kamatkörnyezet miatt (7,5%-on volt akkor az alapkamat) nem újította meg betéteit, hanem a magasabb hozammal kecsegtető, de mégis egyfajta minimális hozamot biztosító garantált alapokat választotta. A másik tényező, hogy a tőzsdék abban az időszakban is intenzív emelkedésben voltak – holott már látszottak a válság fenyegető jelei –, így mind az alapkezelők, mind a befektetők részéről logikus választásnak tűnt beszállni az egyre csak emelkedő hangulatba.

A tőkehatás szempontjából kiemelkedő, fentebb említett három negyedév mellett a többi időszak jellemzően 10 és 20 milliárd forint közötti tőkebeáramlásokat könyvelhetett el. Ez az összeg a válság begyűrűzése következtében 2008. utolsó negyedévére 4 milliárdra mérséklődött, 2009. első két negyedévében pedig a lejáratok miatt már negatív értékeket is adott.

A hozamhatást tekintve az opciók által leképezett mögöttes piacok teljesítménye a meghatározó. Bár ezek skálája rendkívül széles, nagyon sok esetben valamely főbb tőzsdei indexhez vagy indexkosárhoz volt/van kötve az alap teljesítménye. Ilyen logika alapján egyszerű a dolgunk, hisz ha megnézzük a főbb irányadó indexek grafikonját, az alapok teljesítményéhez teljesen hasonló képet kapunk. Példaként álljon itt a sok garantált alap opciós struktúrájában megtalálható Dow Jones Industrial Average grafikonja 2005-től napjainkig.



A válság tengerentúli kirobbanása<sup>1</sup> után egy ideig csak emelkedtek a tőzsdék, gyakorlatilag semmilyen rossz hír nem árazódott be, a tőzsdék árfolyamai 2007. márciusától csaknem egy évig semmit sem estek, sőt, a közvetlenül érintett részvényeken kívül szinte minden más emelkedett a válság kirobbanása óta. A tőzsdékre szinte semmilyen hatása nem volt a subprime válságnak, sőt kifejezetten jót tett nekik. Megjegyezzük, hogy a hazai BUX indexre sem volt érzékelhető hatása a válságnak, a hazai részvényt piac kifejezetten jól teljesített, hiszen 50%-os emelkedést produkált ebben az időszakban. Valóban a jövőt árazza a tőzsde? Merthogy mindezek alapján úgy tűnik a múltat sem volt képes beárzni.

2008. elejétől aztán fokozatosan érkeztek és egyre követhetetlen tempóban buktak ki veszteségek, amely a tőzsdét is lejtmenetbe fordította. Ugyan ezután volt még egy kis korrekció, 2008. tavaszától véglegesen megérkezett a medve a piacokra. Ez még csak a korai medvepiacot jelentette, amikor a tőzsdék nagyon nehezen bírnak esni, és még nagyon könnyen emelkedni, de összességében szép lassan morzsolódnak lefele (mint ahogy ez a lemorzsolódás aztán be is következett).

Mindezeket azért volt szükséges megemlíteni, mert ezek fényében rendkívül könnyen érthetővé válik a garantált alapok hozamhatásának alakulása. Ha ránézünk a grafikonra láthatjuk, hogy 2008. elejéig a tőkepiacok szárnyalásának következtében folyamatosan pozitív hozamokat értek el az alapok, majd 2008. első negyedévében a hozamhatás értéke közel -24 milliárd forintos értéket adott, amellyel az alapok majdhogynem első három negyedéves hozamait „sikerült” anulálni. Az egyre jobban begyűrűző válság következtében 2008. harmadik negyedévében egy újabb 4,5 milliárd forintos mínusz következett, majd a 2009. elejétől egyre intenzívebbé váló emelkedésben ismét a válság előtti szinteknek megfelelő – sőt néhány esetben azt meghaladó – pozitív hozamok következtek.

Nézzük meg az időszak alatti tőke- és hozamhatások értékeit számszerűsítve is:

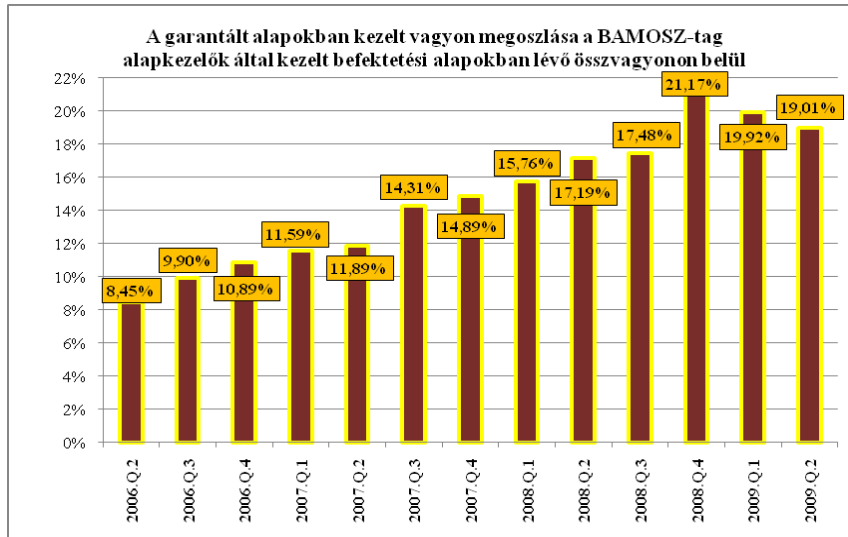
Időszak	Tőkehatás (Ft)	Hozamhatás (Ft)	Egyenleg (Ft)
2006.Q.2	60 000 000 000	-3 000 000 000	57 000 000 000
2006.Q.3	76 700 000 000	-170 000 000	76 530 000 000
2006.Q.4	11 500 000 000	12 700 000 000	24 200 000 000
2007.Q.1	24 000 000 000	3 000 000 000	27 000 000 000
2007.Q.2	17 000 000 000	13 000 000 000	30 000 000 000
2007.Q.3	97 800 000 000	8 800 000 000	106 600 000 000
2007.Q.4	30 800 000 000	1 920 000 000	32 720 000 000
2008.Q.1	44 700 000 000	-23 700 000 000	21 000 000 000
2008.Q.2	21 200 000 000	100 000 000	21 300 000 000
2008.Q.3	17 100 000 000	-4 500 000 000	12 600 000 000
2008.Q.4	4 000 000 000	870 000 000	4 870 000 000
2009.Q.1	-43 600 000 000	5 200 000 000	-38 400 000 000
2009.Q.2	-37 000 000 000	9 300 000 000	-27 700 000 000

Összességében elmondhatjuk, hogy a garantált alapok vagyónának növekedéséhez a vizsgált időszakok döntő részében az alapokba beáramló friss tőke járult hozzá. Bár a hozamok értékei is általában pozitívak voltak, ezek mindössze három negyedévben haladták meg a tőkehatás értékeit.

<sup>1</sup> Az elemzés a válság kezdetét 2007. márciusától számítja. Ekkor dőlt be a New Century Financial Corporation, ami addig Amerika második legnagyobb másodlagos jelzáloghitelezője volt évenkénti 50 milliárd dolláros hitelkihelyezéssel. A cég több mint 8 milliárd dollárral vált fizetéseképtelenné. A New Century végül tönkrement, a befektetők hiába futottak a pénzüket után, és ezzel az első dominóval elindult a láncreakció, amely az egész másodlagos jelzálogpiac összeomlását eredményezte.

2009. első félévében ráadásul ezen pozitív hozamértékek is csak kompenzálni tudták valamelyest az alapokból ekkor már kiáramló tőke értékét, azaz a vagyonszűkülést mérsékelni.

A fejezet lezárásaként végezetül nézzük meg, hogy a garantált alapokban kezelt vagyon milyen részarányt képvisel a BAMOSZ-tag alapkezelők által kezelt nyilvános befektetési alapok egyéb típusai között. Nagyon leegyszerűsítve, mennyire népszerűek ezen alapok a befektetési alapok szektorán belül. Ezt mutatja be a következő grafikon.



A garantált alapokban kezelt vagyon megoszlása 2008 utolsó negyedévéig folyamatos emelkedést mutat. A grafikonból látszik, hogy az arányszámban két jelentősebb ugrás van. 2007. harmadik negyedévében közel 3%-kal emelkedett a garantált alapokban kezelt vagyon részaránya. Emlékeztünk rá, ezen negyedév vagyonnövekedését rekordösszegű tőkebeáramlás támogatta meg, és emellett a hozamok is közel 9 milliárd forinttal járultak hozzá a vagyon emelkedéséhez. Figyelemre méltó lehet, hogy a kamatadó bevezetése előtti időszakok vagyonnövekedései ehhez képest nem indukáltak érdemi változást az arányszámokban. Ennek magyarázata abban rejlik, hogy ezen időszakban más alaptípusokba is jelentős összegű tőke áramlott (pl: ingatlanalapok), amely egyúttal azt is jelenti, hogy a garantált alapok vagyonának százalékban kifejezett emelkedése elmaradt a szektor teljes vagyonnövekedésének százalékos ütemétől.

Az arányszám legnagyobb mértékben – közel 4%-kal – 2008. utolsó negyedévében emelkedett, melynek következtében a BAMOSZ-tag alapkezelők által kezelt alapokban lévő összvagyon több mint egyötöde garantált alapokban volt. A növekedés két, egymással ellentétes tényező eredményeként következett be. Egyrészt az utolsó negyedévben részben a 2008. októberében megindult tőzsdei árak drasztikus csökkenése (árfolyamhatás), részben a visszaváltások (tőkehatás) miatt több mint 500 milliárd Ft-tal csökkent a hazai befektetési alapokban kezelt vagyon nagysága. Másrészt viszont a garantált alapokban lévő vagyon ezen negyedév során is közel 5 milliárd Ft-tal tudott növekedni köszönhetően az alapokba beáramlott 4 milliárd Ft értékű friss tőkének, illetve a közel 1 milliárd Ft értékű hozamoknak.

Mint arra korábban utaltunk, 2009. első félévében több garantált alap is futamidejének végéhez érkezett, és az ebből származó tőkekivonásokat a hozamok továbbra is pozitív értékei nem voltak képesek kompenzálni. Habár a befektetési alapokban kezelt összvagyon továbbra is kismértékű csökkenést mutatott az idei első két negyedév során, a garantált alapok százalékban kifejezett vagyonszűkülése jóval meghaladta a szektor összvagyonának visszaesését. Ez a magyarázata annak, hogy a garantált alapokban lévő vagyon megoszlása szintén csökkenő tendenciájú volt 2009. első félévében. Az arányszám azonban még mindig 20% körüli, azaz megállapítható, hogy a garantált

alapok kezelt vagyonuk alapján továbbra is a hazai befektetési alapok meghatározó szegmensét képviselik.

Mindemmellett viszont azt is látni kell, hogy ez a jelenlegi magas arány nagyban köszönhető az alapok zártvégű mivoltának. Ha ez nincs, a 2008. októberében elindult tőzsdei összeomlások következtében valószínűsíthetően számos visszaváltási megbízást ezen alapok esetében is eszközöltek volna a befektetők. Másrészt a márciusi mélypontokhoz képest 2009. júliusának végére szinte minden más befektetési alapkategóriában (pl. kötvény, részvény és vegyes alapok) nőtt a kezelt vagyon nagysága, ellentétben a garantált alapok (és az ingatlanalapok) vagyonával. Igaz ugyan, hogy az idei első két negyedévben több alap is lejárt, azonban ha továbbra is fennmaradt volna a korábbi időszakokra jellemző kibocsátási aktivitás (átlag 14 új alap indult negyedévente), akkor nagy valószínűséggel nem csökkent volna az alapok vagyona. Ez magyarázza azt, hogy bár kezelt vagyonuk alapján a garantált alapok továbbra is népszerűnek tűnnek, mégis azt mondhatjuk, hogy a korábbi évek időszakaihoz viszonyítva népszerűségük visszaesett.

### 3. Opciós struktúrák és opciós partnerek

A garantált alapok struktúrája első ránézésre nem tűnik túl bonyolultnak, hisz az alapba összegyűjtött pénz jelentős része valamilyen biztonságos eszközbe (jellemzően bankbetétbe, diszkont kincstárjegybe, zéró kupon kötvénybe) kerül elhelyezésre, a maradék pénzből pedig opciót vásárol az alap, mely az extrahozam lehetőségét hivatott megteremteni.

Mint ahogy az lenni szokott, a valóságban ennél azért jóval árnyaltabb a kép. Az úgymond biztonságot nyújtó rész - jellegéből adódóan - valóban nem túl komplikált, itt csupán azt kell eldöntenie az alapkezelőnek, hogy a tőke megóvása mellett kíván-e minimális hozamgaranciát vagy hozamígéretet biztosítani. Ami még emellett szerepet játszik abban, hogy az összegyűjtött tőkéből mekkora rész kerül a biztonságos részbe, az az aktuális kamatszint mértéke. Ha ez magas, akkor elegendő kevesebb pénzt fektetni pl. bankbetétbe, és több pénz marad az opciós struktúrára, ha pedig alacsony, akkor fordítva. Példának okáért tételezzük fel, hogy egy alapkezelő az alapba összegyűjtött pénz 80%-át teszi betétbe, 3 évre 9%-os kamattal. Ezzel nemcsak a tőke megóvását biztosítja, de emellett még – a teljes futamidőre számított - kb. 3,6%-os hozamot is tud ígérni a befektetők számára.

Az opciós struktúra azonban ennél jóval bonyolultabb. Az alapok tájékoztatóiban rendszerint az olvasható, hogy az alap a biztonságot (garancia vagy ígéret) nyújtó rész, illetve a költségek levonása után fennmaradó vagyonából vételi opciókat vásárolt valamilyen úgynevezett underlying-ra (mögöttes termékre), amelyek csak a legkritkább esetekben korlátozódnak valamilyen egyedi részvényre, devizára vagy épp tőzsdei vagy árupiaci indexre. Az opciók mögöttes termékei így rendszerint több elemből összerakott „kosarak”, ahol az egyes elemek a kosárban elfoglalt súlyuknak megfelelően járulnak hozzá a teljesítményhez. Természetesen a kosarak összetételének kiválasztásánál sok esetben a földrajzi diverzifikáltság is érvényesül; jellemző tendencia volt, hogy az alapok az opciókon keresztül főként az amerikai vagy éppen a távol-keleti tőzsdék teljesítményéből szerettek volna hasznot húzni.

A fő problémát azonban nem ezen kosarak - sokszor meglehetősen - széles körű összetétele, és nem is a földrajzi kiterjedtség jelenti, hanem az, ha azonosítani próbáljuk a garantált alapok által használt opciók típusát. Ez pedig nem egyszerű feladat, mivel ezen opciókban felfedezhető ugyan más opciós típusok néhány alapvető jellemzője, azonban a garantált alapok opciós struktúrájának van egy olyan eleme, amely teljesen egyedivé teszi ezen struktúrákat. Ez pedig nem más, mint az úgynevezett 'participation rate', vagy közismertebb nevén a részvételi hányad.

Mielőtt ezen részvételi hányad fogalmat jobban megvizsgálánk, nézzük meg röviden, hogy milyen más opciós jellemzők fedezhetők fel a garantált alapok opciós szerkezetében. Ahhoz, hogy az alap – a garantált vagy ígért hozamon felül – extrahozamot is tudjon fizetni a befektetőknek, az opció mögöttes termékének egyfajta minimális hozamot mindenképp el kell érnie. Tehát mondhatjuk azt, hogy az opció akkor lesz úgymond „aktív” – más szóval akkor kerül le hívásra –, ha az underlying a futamidő alatt elért egy minimális teljesítményt. Az opciós struktúra ezen eleme az egzotikus opciók egyik fajtájára, az úgynevezett 'barrier' opciókra épül. A barrier opciók lényege nagyon röviden az, hogy az opció kifizetése attól függ, hogy az underlying a futamidő alatt elér vagy meghalad egy előre meghatározott korlátot (predetermined level/barrier). Természetesen ezen opciók lehetnek put vagy call opciók, miként mind európai mind amerikai barrier opciókat is találunk.

A barrier opciókon belül is vannak azonban kategóriák, melyeket a teljes megértés miatt célszerű ismertetni. Az úgynevezett „in” opciók a futamidő kezdetén belső értékkel nem rendelkező – úgynevezett out of money – opciók, és csak abban az esetben válnak aktív, belső értékkel rendelkező – úgynevezett in the money – opcióvá, ha az ár eléri vagy meghaladja az előre meghatározott korlátot. Az „out” opciók viszont már a futamidő kezdetén aktív, belső értékkel rendelkező opciók, és abban az

esetben válnak értéktelenné, ha az ár a futamidő alatt eléri vagy meghaladja az előre meghatározott korlátot. Mindezek alapján négy fő típust tudunk elkülöníteni:

- **Up-and-out:** a spot ár a barrier szint alatt van, azonban ha a futamidő alatt eléri a barrier szintet, akkor az opció kiütődik és értéktelenné válik
- **Up-and-in:** a spot ár a barrier szint alatt van, és a futamidő alatt el kell neki érni a barrier szintet (azaz az árnak növekedni kell), hogy az opció aktív, belső értékkel rendelkező opció legyen
- **Down-and-out:** a spot ár a barrier szint felett van, és ha a futamidő alatt ezen szint alá csökken, akkor az opció kiütődik és értéktelenné válik
- **Down-and-in:** a spot ár a barrier szint felett van, és a futamidő alatt el kell érni ezen szintet (azaz az árnak csökkenni kell), hogy az opció aktív, belső értékkel rendelkező opció legyen

Ilyen megközelítésben a garantált alapok opciói leginkább egy „Up-and-in” opcióval mutatnak hasonlóságot, hiszen a mögöttes piacoknak emelkedniük kell ahhoz, hogy az opció aktív legyen (belső értékkel bírjon), ezáltal az extrahozam kifizetését biztosítsa. Emellett vegyük észre, hogy ez az emelkedés felülről nem korlátos – legalábbis az „Up-and-in” opciók esetében. A garantált alapok opciói esetében az emelkedés ugyancsak korlátlan lehet, azonban ezen emelkedésből csak a részvételi hányadnak megfelelően részesedhet a befektető, sőt sok esetben még egy úgynevezett „cap” is korlátozhatja az elérhető maximális hozam mértékét. Azaz valamiféle korlát mégiscsak érvényesül a garantált alapok által használt opciók esetében, emiatt mondhatjuk, hogy csak egyfajta „barrier jellegű” van.

Említettük már, hogy az alapok opciós struktúrái általában nem csak egyetlen (vagy néhány) egyedi részvényt, devizát vagy indexet képeznek le, hanem jellemzően több részvényből, indexből, devizából vagy árupiaci termékekből összeállított opciós kosarakról van szó. Ebből a szempontból nézve pedig ezen opciók úgynevezett ’basket’ opciónak minősülnek. A basket opció egy olyan opció, ahol az underlying valamilyen részvény-, deviza- vagy éppen árupiaci kosár, és a kosárban lévő elemek a kosárban elfoglalt súlyoknak megfelelően járulnak hozzá a kosár teljesítményéhez. Azon garantált alapok tehát, melyek opciói mögött különböző kosarak találhatók, a basket opciók jellegét egyértelműen magukon viselik.

Nagyon sok garantált alapnál megfigyelhető az a módszer, hogy az opciós struktúra teljesítményét a futamidő alatt előre meghatározott napokon értékelik, majd ezen megfigyelt értékek egyszerű számtani átlaga adja az opciós struktúra teljesítményét a teljes futamidőre vonatkozóan. Ezen metodika jellemző az úgynevezett ázsiai opciókra, melyek szintén az egzotikus opciók egy típusának számítanak, és amelyek esetében a kifizetés nagysága az underlying előre determinált időpontokban kiszámolt teljesítményeinek számtani átlagától függ. Közkezdvelt opciós típus, mivel bizonyos fokú védelmet nyújthat a befektetőknek a leképzett piacok volatilitásának kockázatával szemben, mely az elmúlt időszakban igencsak nagy súllyal esett latba.

Fentiekből látható, hogy a garantált alapok által használt opciók több más opciós típus jellegét hordozzák magukon, egyértelmű tipizálásukat azonban szinte lehetetlenné teszi a már korábban említett részvételi hányad. Több szempontból is. Ha folytatjuk azon logikát, hogy megpróbálunk olyan opciós típusokat keresni, ahol megjelenik ez a részvételi hányad, nem sok eredményre jutunk. A manapság már rendkívül széles körű, és egyre bonyolultabb opciós típusok között ugyanis mindössze egy olyan opció van, ahol ezen részvételi hányad megjelenik. Ez az opció az úgynevezett ’annapurna’ opció, mely ’mountain range’ típusú egzotikus opciók „családjába” tartozik.

Az annapurna opciók egy fix hozamot (kupont) biztosító instrumentum és egy mögöttes részvénykosár hozamából történő részesedés kombinációját jelentik. (Első hallásra tehát teljesen hasonlóknak tűnik



struktúrájuk a hazai garantált alapokéhoz). A fix hozam mértéke azonban attól függ, hogy a részvénykosár legrosszabban teljesítő eleme mikor esik eredeti értékének egy előre meghatározott szintje alá egy adott időszak során. A mountain range opciók ezen típusára jellemző, hogy a futamidő alatt vannak úgynevezett újraszámítási időpontok (recalculation dates). Vegyük észre, hogy ebben a struktúrában keverednek mind a basket, mind a barrier opciók jellemzői. Minél tovább tart azon időszak, ameddig a legrosszabbul teljesítő részvényelem eléri az előre determinált minimális szintet, annál magasabb lesz a fix hozam mértéke. A konstrukció az extrahozamot abban az esetben biztosítja, ha a részvénykosár egyik elemének értéke sem süllyed eredeti értékének előre meghatározott szintje alá az egyes időszakok alatt. Ha ez mégis megtörténik, akkor az opció kiütődik és marad a fix hozam. Mindemellett a részvételi hányad is akkor növekszik, ha egyik elem sem éri el az időszakok alatt a kiütési szintet.

Összességében megállapítható, hogy a hazai garantált alapok opciós struktúrája mutat némi hasonlóságot az annapurna opciók szerkezetével, azonban a különbségek is nyilvánvalóak. Ez újra csak azt támasztja alá, hogy a garantált alapok opciói teljesen egyediek, mondhatni „személyre szabottak”.

Az egyedi jelleget erősíti az is, ha megnézzük az opciók értékelési metódusát. Egy mondattal visszatérve még az annapurna opciókra, érdemes megemlíteni, hogy ezen egzotikus opciók fair piaci értékének a megállapítása meglehetősen nehéz, mivel az általános és standard formulák (pl. Black-Sholes képlet) szinte egyáltalán nem alkalmazhatók. Ezt nem nehéz bizonyítani. Ha megnézzük mondjuk a Black-Sholes képlethez szükséges paramétereket – spot és strike price, volatilitás, kamatszint és hátralévő futamidő –, láthatjuk hogy ebben nem szerepel a garantált alapok részvételi hányada, melyet azonban nem lehet függetleníteni az opció áráról.

Emellett az is kérdéses, hogy a részvételi hányad miként nyeri el pontos értékét, milyen tényezők játszanak szerepet ennek meghatározásában. Fontos megemlíteni, hogy a részvételi hányad jelentős marketingszereppel is bír az értékesítés folyamatában. Az olyan kétségtelenül jól hangzó és impozánsnak tűnő megfogalmazások, mint például „*az alap akár 70-100%-ban is részesedhet a mögöttes portfólió teljesítményéből, ami által a hozam mértéke a futamidő alatt akár 80% is lehet*” valószínűleg sok befektetőt győzött meg arról, hogy érdemes lehet garantált alapba tennie a pénzét.

A piaci szereplőktől kapott tájékoztatás alapján, a hazai alapkezelők mindössze az opció főbb paramétereit – beleértve a részesedési hányadot is – mondják meg az opciós partnernek, innentől kezdve pedig a kiíró felelőssége, hogy a kívánt paraméterekkel rendelkező opciót miként állítja elő (sok esetben több opció kombinációjával, szintetikus úton). Az alapkezelők által megadott részvételi hányad viszont feltételezi, hogy ők is végeznek egyfajta kalkulációt, melynek során próbálják meghatározni, hogy a biztonságot (és adott esetben minimális hozamot) nyújtó befektetés és a költségek levonása után még rendelkezésre álló pénz kb. milyen részvételi hányadra lesz elegendő. A részvételi hányad aztán az opció megkötése időpontjában fennálló aktuális piaci környezetnek megfelelően nyeri el végleges értékét.

A részesedési hányad kalkulálása szempontjából biztosan szerepet játszik az opció úgynevezett notional-je (principal value-ja), más néven névértéke, azaz, hogy a névértékre vonatkozóan mekkora a ráta értéke. Ha ez mondjuk 1 milliárd forintra 60%, akkor minimálisan 600 millió forinttal kell rendelkeznie az alapnak ezen opció megkötéséhez. Másrészt, ha az általánosan alkalmazott Black-Sholes képletből próbálunk kiindulni, és azt a feltételt szabjuk, hogy a részvételi hányad számításakor az opció at the money opció, – vagyis belső értéke nulla –, akkor ebben az esetben az árat meghatározó paraméterek közül a volatilitás mértéke lesz az elemi változó, ez fogja befolyásolni a részvételi hányad mértékét. Ha ez alacsony, akkor az opció ára is alacsonyabb, azaz a részvételi

hányad magasabb lesz, míg ha a volatilitás magas, akkor az emeli az opció árát és ezzel csökkenti a részvételi hányad mértékét.

### **3.1. Néhány hazai struktúra rövid áttekintése**

Szinte lehetetlen vállalkozás lenne, ha csak akár nagyvonalakban is át akarnánk tekinteni a hazai garantált alapok főbb jellegzetességeit, ideértve a mögöttes piacokat, a részesedési arányok és a cap-ek mértékeit, továbbá azt, hogy a mögöttes piacok teljesítményét hogyan és milyen időközönként értékelik. Az idő előrehaladtával a hazai garantált alapok – főként természetesen az opciós struktúra összetételét, valamint annak értékelését figyelembe véve – is változtak, újabb és újabb innovációk jelentek meg, melyek sokszor együtt jártak a konstrukció bonyolultsági fokának növekedésével is. Ebben a részben néhány olyan garantált alap lényegi működését próbáljuk bemutatni röviden, melyek struktúrája valahol mégis jól jellemzi a szektorban széles körben alkalmazott gyakorlatokat.

Kezdjük a sort az MKB Alapkezelő Pagoda Tőkegarantált Származtatott Alapjával, amely az utóbbi időben lejárt alapok közül magasan a legjobb hozamot tudta elérni. Az Alap mögöttes indexkosara három indexet tartalmazott: az FTSE Xinhua China 25 Index 50%, a Nikkei 225 Index 25%, míg a Hang Seng Index szintén 25% súlyt képviselt a kosárban. Röviden, az Alap a távol-keleti tőzsdék emelkedéséből szeretett volna részesedni. Az Alap futamideje alatt 12 megfigyelési időpont lett kijelölve, azaz ezekben az előre meghatározott időpontokban – általában negyedévente – számították ki a kosár teljesítményét. Ezen 12 időpontban meghatározott hozamértékek egyszerű számtani átlaga lett végül az Alap futamidő alatti teljesítménye. Egy kitétel azonban volt: az Alap hozamának meghatározásánál az Alap futamidejének utolsó évében – 2008. decemberétől kezdve – úgynevezett 'lock-in' mechanizmus került alkalmazásra. A lock-in mechanizmus azt jelentette, hogy a futamidő utolsó négy negyedévében a négy megfigyelési időpontban kiszámított hozamértékek közül a legmagasabb kerül kifizetésre.

Magyarán a távol-keleti tőzsdék 2008. második feléve során elindult meredek összezuhanása nem számított bele a teljesítménybe, 2009. márciusától viszont már tombolt a bear market rali, átlagot meghaladó emelkedésekkel. Ezt nagy valószínűséggel az alapkezelő stratégiái sem látták előre, azonban ez mit sem von le az alap érdemeiből. Ehhez még hozzájárult, hogy az Alap rendkívül kedvező környezetben tudott opciót vásárolni, melynek következtében az Alap részesedési hányada 180% lett!

Szintén a jobban teljesítő alapok közé tartozik a K&H Alapkezelő Míuszban is Plusz Származtatott Alapja, bár itt a jó teljesítmény magyarázata sokkal inkább abban rejlik, hogy az Alap nagyon kedvező befektetői klímában indult (2009. márciusában, azaz pont a bear market rali kezdetekor). Hogy miként alakul az Alap teljesítménye a 2012. márciusi lejáratig, az egyelőre kérdéses, de addig is érdemes áttekinteni, hogyan számíthat az Alap teljesítménye. Az elérhető hozam alapjául szolgáló kosár 20 nemzetközi részvényből áll, mindegyik részvény kosárbeli súlya 5%-os. Az Alap esetében 2011. február és 2012. február közötti egyéves időszakban lettek a megfigyelési napok kijelölve, mégpedig az egyes hónapok utolsó tőzsdei kereskedési napjai. Ezek alapján a hozam – 50%-os részesedési hányadot feltételezve – a következők szerint alakulhat:

- amennyiben a kosár teljesítménye 0 és 35% közötti, az elérhető hozam mértéke 35%
- amennyiben a kosár teljesítménye magasabb, mint 35%, az elérhető hozam mértéke a 35% és az elért teljesítmény 50%-ának értéke közül a magasabb érték (azaz a 35%-nál magasabb hozamhoz több mint 70%-os teljesítmény kell a kosártól)
- amennyiben a kosár teljesítménye alacsonyabb, mint 0%, de magasabb, mint -17,5%, az elérhető hozam mértéke a 35% és a csökkenés abszolút értéke 100%-ának a különbsége

- amennyiben a kosár teljesítménye alacsonyabb, mint -17,5%, akkor a hozam nulla és csak a tőke kerül visszafizetésre.

Kis túlzással azt is mondhatnánk, hogy ezen konstrukció az MKB Pagodánál látott konstrukciónak egy továbbfejlesztett változata. Egyrészt a megfigyelési időpont itt késleltetett, és nem is korlátozódik a futamidő egészére, hanem csak annak végére, másrészt az elérhető hozam is bonyolultabban számítódik már, mint a Pagoda esetében.

Az említett két alaptól több szempontból is eltérő a Pioneer Alapkezelő Által kezelt Befutó Tőke- és Hozamvédett Származtatott Befektetési Alap működése. Ezen alap esetében már a tőke megővását is egy olyan fix hozamú befektetési eszköz biztosítja, amelynek lejáratkori kamattal növelt értéke megegyezik az Alap tőkájével. Ez az eszköz egy úgynevezett szintetikus zérókupon betét. Az Alap emellett 15%-os hozamgaranciát ígér a teljes futamidőre.

A tőke megővását és a hozamígéretet biztosító rész mellett fentiekől eltérő az Alap opciós struktúrája is. Az opciós struktúra keretein belül ugyanis az Alap három portfóliót versenyztet. Az opció által az Alap három indexet képez le, és ezen indexek súlya eltérően alakul a három versenyző portfólión belül. Az Alap indulása után havonta, a hónap utolsó kereskedési napján vannak a megfigyelési időpontok, amikor is a portfóliókban szereplő – de eltérő súlyokkal rendelkező – mindhárom index adott időszaki nominális hozama kiszámításra kerül. Tekintve, hogy az Alap 3 éves futamidejű, összesen 36 havi átlagolási időpont van az Alap futamideje alatt. Ezek után a kapott 3 darab százalékos növekményt egyenként az egyes portfóliók vonatkozásában az adott piaci index esetében az egyes portfóliókra vonatkozó súlyokkal veszik figyelembe, majd összegzik.

Miután ez megvan, meg kell nézni, hogy az adott megfigyelési dátumon a három portfólió közül melyik nyújtotta a legjobb teljesítményt: kizárólag ennek a portfóliónak a hozama fog számítani az adott havi megfigyelés tekintetében, és egyúttal az opciós struktúra futamidő alatti teljes hozama szempontjából. Az Alap lejáratkor a 36 havi megfigyelési dátumon rögzített mindenkori legjobb portfólió-hozamok összegezésre kerülnek és egyszerű számtani átlagot számolnak belőlük. Ez lesz a három portfóliós opciós indexkosár hozama. Ha ez nagyobb, mint 15%, akkor ez kerül kifizetésre, ellenkező esetben pedig életbe lép a 15%-os hozamgarancia. Vagyis jelen esetben nem kizárólag egy portfólió – mondjuk a futamidő alatt átlagosan a legjobb teljesítményt nyújtó – hozama kerül kifizetésre, hanem egy olyan „kombinált” portfólióé, ami az egyes havi megfigyelési napokon a legjobb teljesítményt elérő portfóliók hozamait tartalmazza. Ebből a kifizetési módból ered a konstrukció „legjobb útvonal” elnevezése.

Végezetül nézzük meg a Raiffeisen Alapkezelő garantált alapjait, ahol az extrahozam lehetőségét nem opciók által, hanem swap ügyleteken keresztül próbálja meg az alapkezelő biztosítani.

A garantált alapok opciós struktúrájához hasonlóan először itt is azt kell definiálnunk, hogy valójában milyen swapok is ezek. Tekintettel arra, hogy az alap által kapott cash-flow-t jellemzően több részvényből vagy indexből képzett kosár biztosítja, ebben a megközelítésben leginkább az indexswapokhoz lehetne hasonlítani, de itt is csak egyfajta „jellegről” beszélhetünk, hiszen az indexswapok – ahogy nevük is mutatja – egyik lába általában valamilyen részvényindex, míg az alapok akár több indexet is leképezhetnek a struktúrájukban. Vizsgáljuk meg, hogy miként is működnek a Raiffeisen garantált alapjai esetében a swapok.

Az egyértelműen megállapítható, hogy ezen swap-ügyletek úgynevezett fixed-for-floating swap ügyletek. Az alapok a swap ügyleteknél megszokott principal value-ra (notional-ra – az elnevezés változó), negyedévente egy változó kamatot (úgynevezett floating rate-et) fizetnek, amely a 3 havi BUBOR-hoz kötött és emellett tartalmaz még egy felárat is. Nyilvánvaló hogy az alapok számára ezen floating rate akkor alakul jól, ha a BUBOR – melynek mértéke mindig a jegybanki alapkamattól függ

– csökken a futamidő alatt. A swap ügylet ezen lába láthatóan nem túl bonyolult, azonban a fix láb ennél már kicsit komplexebb.

Az alapok számára fix cash-flow-t biztosító struktúra itt is több részvényből vagy indexből álló kosarakból áll össze. Az azonban, hogy ezen kosarak teljesítményét mikor és hogyan értékelik, teljesen változó. A Raiffeisen Fix Mix Tőkegarantált Származtatott Alap szintén három portfóliót versenyeztet, ahol a futamidő alatt 8, úgynevezett fixing date van, majd a futamidő végén átlagolják az egyes fixing date-ek értékeit, azonban tényleges cash-flow fizetés csak a futamidő végén történik. A többi alap a Fix Mixtől abban tér el, hogy a futamidő alatt jellemzően csak kettő vagy három megfigyelési időpont (observation date) van, ahol a hozam megállapítását követően cash-flow mozgás is történik. Ráadásul ezen alapoknál általában az indulást követő fél vagy egy év múlva van egy fix kuponfizetés is, ami nem függ a mögöttes kosár teljesítményétől, azt az alap mindenképp megkapja.

Látható tehát, hogy a Raiffeisen garantált alapjai esetében is egyedi swapokról beszélünk. A swap ügyleteknél az úgynevezett payment date-eken cash-flow-k cseréje történik, itt azonban ez nincs így. A payment date-eken (jellemzően negyedévente) kizárólag az alap fizeti a floating rate-et, de az ezzel szembeni fix cash-flow tényleges mozgása jóval ritkábban történik meg: kizárólag a futamidőt követő fix kuponfizetési napokon, illetve amikor a mögöttes kosár teljesítménynek megállapítását tényleges kifizetés követi. Ezen tényleges cash-flow mozgások – azaz az alap által kapott összegek – száma így jellemzően mindössze 3 vagy 4 napon történik a futamidő alatt – szemben a negyedévenkénti floating rate fizetéssel, ami egy hároméves futamidőt feltételezve 36 napot jelent.

Ugyancsak egyedi jelleget ad ezen swapoknak, hogy az ügylet principal value-ja fokozatosan csökken a futamidő alatt. A teljesség kedvéért fontos megemlíteni, hogy természetesen léteznek olyan swapok, ahol a névérték csökken a futamidő alatt. Ilyenek az úgynevezett index amortising swapok (IAS). Ezen swapok esetében a névértéket egy előre meghatározott ráta (pl. LIBOR) mozgásának megfelelően folyamatosan csökkentik. Ez azt jelenti, hogy a fix rátát kapó egy opciót biztosít a fix rátát fizetőnek, hogy az amortizálja a swap névértékét. A fix rátát fizető akkor tudja amortizálni a névértéket, ha a ráta csökken. Ezen opció biztosítása fejében a fix rátát kapó a fix rátán felül még egy felárra jogosult – ha úgy tetszik ez a felár az opció ára. Az IAS-ek tehát egy swap és egy opció kombinációjaként is felfoghatóak.

A Raiffeisen alapok esetében azonban „természetesen” nem erről van szó. Valamennyi alapnál a biztonságot nyújtó betét összegével mindig megegyezik a swap névértéke is. Ezen betétek olyan speciális betétek, melyek bármikor feltörhetők, ha valamilyen költség kifizetése szükségessé válik, emellett az esetleges visszaváltásokat is ebből fizetik (az alapok határozott futamidővel rendelkeznek, de nem zártvégűek). Ha pedig visszaváltás, vagy valamilyen költség kifizetése történik, akkor ezen összegekkel csökkenteni kell a swap névértékét is.

És végezetül egy fixed-for-floating swap esetén a fix ráta valóban fix és előre meghatározott az ügylet teljes futamidejére nézve. A Raiffeisen alapok esetében ez annyiban más, hogy az alap valóban egy fix összegű hozamot kap, azonban ennek mértéke nem látható előre, az teljes egészében a mögöttes kosár teljesítményétől függ. Azaz ez a fix ráta valahol mégsem fix. Ez is csak újabb adalék ahhoz, hogy lássuk, ezen swap ügyletek is – hasonlóan a többi garantált alap opciós struktúrájához – egészen egyediek.

### **3.2. Opciók partnerek**

Az opciók esetében nagy jelentősége van annak, hogy ki az ellenoldali partner, azaz ki tölti be az opció kiírójának szerepét. A partnerek megoszlása nagyfokú koncentrációt mutat, hiszen a megkötött opciós ügyletek közel fele (47,5%-a) esetében ugyanaz a befektetési bank írta ki az opciót az alapok

számára. A koncentráció úgymond „alapkezelői” szinten is megjelenik, azaz abban, hogy az egyes alapkezelők által kezelt alapok összesen hány különböző opciós partnerrel kötöttek ügyleteket. Az átlagos „opciós partnerszám” 3,6, azaz nem jellemző, hogy az egyes alapkezelők gyakran váltogatnák opciós partnereiket.

A koncentráció magas foka egyben magas kockázatot is hordoz, hiszen ha az említett befektetési bank valamilyen okból kifolyólag nem tudná fizetési kötelezettségeit teljesíteni, az sok alapot nagyon hátrányosan érintene, az opciók egyedi mivolta pedig még csak fokozza a kockázat szintjét. Az úgynevezett counterparty risk (partnerkockázat) mértéke tehát jelentős, ami azt is jelenti, hogy egy esetleges krach esetén az alapok követelése nem lennének rövid időn belül érvényesíthetőek.

Ezen kockázat magas fokát azonban mérsékli, hogy a jelenlegi árfolyamszinteken az opciós partnereknek az esetek döntő többségében nem lenne teljesítési kötelezettsége, ugyanis a legtöbb mögöttes piac olyan szinten van jelenleg, ahol az opciót nem érdemes lehívni az alapoknak.

#### **4. Teljesítményértékelés – avagy az opciós struktúrák teljesítményeinek értékelése más alternatív befektetési formák tükrében**

Befektetői szemszögből az elemzés kétségtelenül legizgalmasabb része következik. Hiszen lehet sokat írni a garantált alapok szerkezetéről, megpróbálhatjuk jellemezni a különböző opciós struktúrákat és azok működését, megnézhetjük kik az opciós partnerek – a befektetők számára úgyszólván csak a végeredmény számít, az, hogy az alapok milyen teljesítményt nyújtottak a befektetés ideje alatt. Mindemellett bizonyára sokan elgondolkoznak azon is, hogy az adott teljesítmény mire is elég valójában? Azaz, ha a befektetés időtartama alatt más alternatív befektetési formába vagy éppen formákba került volna a megtakarítás, akkor milyen hasznot lehetne most elkönyvelni. Mindkét kérdés egyaránt fontos, ráadásul a garantált alapok többsége a zártvégű konstrukció miatt a befektetés megváltoztathatóságát illetően komparatív hátrányban van, hisz átlagosan 3 évig egy adott megtakarítási formában kell, hogy maradjon a pénz. Három év pedig hosszú idő, ez alatt az éppen uralkodó piaci tendenciákat más befektetési formákkal bizony sok esetben jobban meg lehet lovagolni.

A fentebb említett logika mentén első körben az alapok teljesítményét értékeljük, majd ezután azt nézzük meg, hogy az elmúlt három évben más alternatív befektetési formákkal milyen hozamokat lehetett volna elérni. Mielőtt ezt megtennénk, egy fontos kitélet mindenképpen rögzítenünk kell, nevezetesen azt, hogy az alapok esetében kizárólag az opciós struktúrán elért hozamokat vesszük figyelembe, amihez indokolt némi magyarázatot fűzni.

A garantált alapok bankbetétei és a portfóliókban még megtalálható állampapírok (jellemzően diszkont kincstárjegyek) gyakorlatilag kizárólag a tőke megővésére, illetve a minimális hozamra vonatkozó garancia vagy ígélet biztosítására, emellett a futamidő alatt felmerülő költségek fedezetére szolgálnak. Érdemben tehát nem ezen portfólióelemek teremtik meg a hozam lehetőségét – a teljes futamidőre vonatkozó garantált vagy ígért minimális hozam mértéke nagyon alacsony, az is kijelenthető, hogy szinte bármely más, fix hozamú befektetés hozama meghaladja azt –, az úgyszólván „valódi” teljesítmény az opciós struktúrán múlik. Ez azonban még nem minden, hiszen a befektetőket illető tényleges hozam kiszámításához az opciós struktúra hozamát meg kell szorozni a részesedési hányaddal, sőt ha az elérhető hozam maximalizálva van a cap által, akkor bizony azt is figyelembe kell venni. Mindezeket alapul véve lássuk akkor az elért teljesítményeket.

##### **4.1. A garantált alapok opciós struktúrájának teljesítményei**

A teljesítményadatokat úgy értelmeztük, hogy ha 2009. július 31. napján az alap lehívta volna az opciót, akkor az milyen mértékű hozamot biztosított volna a befektetők részére.

Mindezek alapján megállapítható, hogy az esetek döntő többségében a befektetők a betett pénzüket kapták volna vissza és egy minimális hozamot a három évre. De gondoljunk azon alapokra, melyek nem garantáltak vagy ígértek semmilyen minimális hozamot a tőke megővése mellett. Ezen alapok esetében az opciós struktúra futamidő alatti rossz teljesítménye miatt a befektetők a befektetett tőkét kapták volna vissza – de nem többet. Ez ugyanazt jelenti, mintha valaki mondjuk három évre betette volna a pénzét az íróasztal fiókjába.

Lehetetlen lenne azokat az underlying-okat bemutatni, amelyek az opciós struktúra hozamát ilyen-olyan arányokban befolyásolják. De megtalálhatók bennük a legfőbb tőzsdei részvény- deviza vagy éppen árupiaci indexek, emellett természetesen a megcélzott piac földrajzilag is szegmentálva van, a távol-keleti tőzsdék például nagyon közkedveltek voltak az utóbbi időben. Az előzetes optimista véleményekkel azonban a subprime válság mindenhova elért – így a garantált alapok mögöttes piacaiba is. Így legyen akármilyen diverzifikált is a mögöttes piac, a válság káros hatásai minden garantált alap

opciós struktúrájában megjelentek erodálva egyúttal a mögöttes portfólió addigi teljesítményét. Ez nyilván egyfajta magyarázatként érvényesíthető lesz az esetek többségében elért gyenge teljesítményekre, mondván a válságot senki nem látta előre.

Az azonban már meglehetősen furcsának tűnik, hogy a válság kirobbanását követő időszakban sem csökkent az újonnan induló alapok száma, 2008. utolsó negyedévéig átlagban 15 új alap indult el negyedévenként. Mint azt korábban már említettük, a tőzsdék – beleértve a hazai BUX-ot is – a subprime kirobbanását követően képtelenek voltak a csökkenésre, a külföldi tőzsdék még az egyre inkább katasztrofálisabbá váló hírekre is rakétaként emelkedtek. A garantált alapok nyilván abban érdekeltek – hisz ez biztosítja az extrahozam lehetőségét –, hogy a mögöttes piacok minél jobban emelkedjenek. A meglehetősen intenzív emelkedés pedig – az egyre rosszabb hírek ellenére is – folytatódott, mindenki megrögzött „longossá” vált – mindenki attól félt, hogy kimarad az emelkedésből. Hisz ne feledjük, bika piacon nagyon könnyű nyerni. A válság hatásainak – az emelkedésben mindenáron részt venni és abból minél nagyobb mértékben részesedni akaró magatartás miatti – figyelmen kívül hagyása azonban befektetői szemmel (is) meglehetősen felelőtlen ségre vall.

Ezek fényében talán kissé jobban érthetővé válik az alapok opciós struktúráin elért teljesítmény. Maradjunk a száraz tényeknél: 2009. második negyedévének végén a forgalomban lévő 163 alapból 30 alap tudott felmutatni pozitív teljesítményt. Ebből a 30-ból 12 alap az, melynek opciós struktúráján elért hozama 10% feletti. Átlagosan három évre.

A pozitív teljesítményt elért alapok közül az MKB Pagoda teljesítményét már korábban méltattuk: az alap egyrészt az opció szerencsés módon megválasztott értékelési metódusának, másrészt a magas részesedési hányadának köszönhetően tudott kiugróan jó eredményt elérni. A többi alap a jó opciós teljesítmény szempontjából három fő csoportba sorolható. Vannak olyan alapok, ahol a jól megválasztott befektetési politika (az árupiaci indexekbe történő befektetés néhány esetben jó választás volt), vagy az opciós teljesítmény értékelési módja miatt alakult ki pozitív teljesítmény. Vannak olyan alapok, amelyek még a válság magyarországi begyűrűzése előtt indultak közvetlenül (2008. októberének elején). Ezen alapok egy alapvetően lefele tartó piaci környezetben startoltak, azonban a 2009. márciusában kezdődött intenzív emelkedés nemcsak ledolgozta a kezdetben gyorsan képződő mínuszokat, de a teljesítményt is pozitív tartományba fordította. Az alapok esetében az úgymond bázis szintek már messze voltak a korábbi csúcsoktól, ez is magyarázza azt, hogy az opciós struktúra teljesítménye pozitív értéket ad.

Ami a harmadik csoportot illeti, ezen alapok gyakorlatilag tökéletes időzítéssel, a márciusi mélypontokról indultak útnak. Az azóta elindult bear market raliban szinte csak nyerni lehetett – a mögöttes piac teljesítményétől függően hol többet, hol kevesebbet. Miként az előző csoportnál, természetesen itt is nagy kérdés, hogy a mögöttes piacok hogy alakulnak majd a futamidőből hátralévő nagyjából 2 év alatt.

A legrosszabb opciós teljesítményt elérő alapok véleményünk szerint nem igényelnek különösebb kommentárt, de annyit azért érdemes megjegyezni, hogy az opciós struktúrák teljesítményei sokszor elrettentő mértékű számokat eredményeztek. Ezt támasztja alá az a tény is, hogy a 15 legrosszabb opciós teljesítmény között nem találunk 60% alatti értéket – a pozitív opciós teljesítménnyel rendelkező alapoknál egy esetben (MKB Pagoda) haladta meg a hozam értéke a 60%-ot.

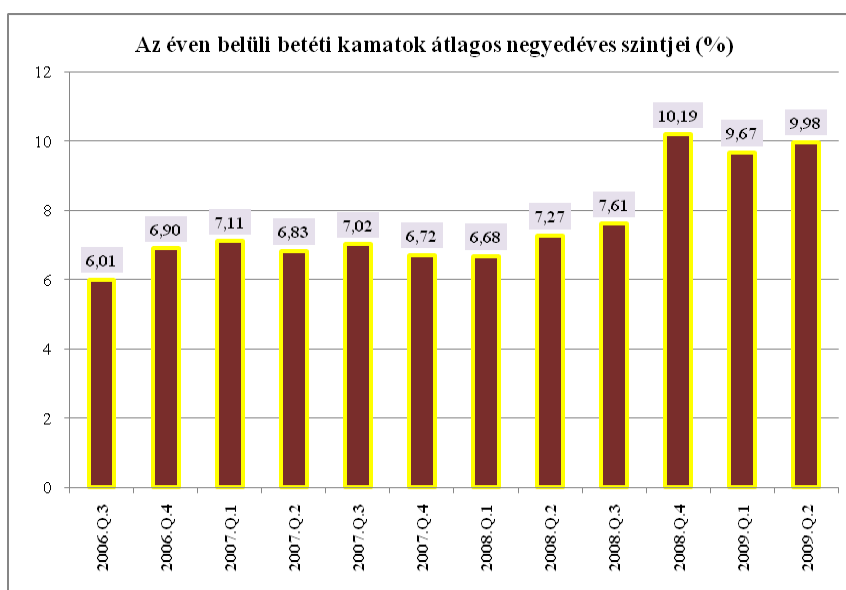
#### **4.2. Alternatív befektetési formákon elérhető hozamok**

És akkor most nézzük meg röviden, hogy más alternatív befektetési lehetőségeket választva milyen hozamokat lehetett volna elérni hároméves futamidő alatt. Habár az elemzés külön-külön említi meg néhány alternatív befektetési formát, azt természetesen figyelembe kell venni, hogy az éppen aktuális

piaci trendeket akár több befektetési forma egyidejű alkalmazásával vagy épp a különböző formák változtatásával lehet legjobban meglovagolni.

#### 4.2.1 Bankbetétek

Kezdjük a sort a talán legbiztonságosabb eszközzel, a bankbetéttel. A magyar befektetők jelentős része nem szereti egy évnél hosszabb időtávban betétben lekötni a pénzét. Ennek fő oka nyilván a kiszámíthatatlanság, mivel ezzel egy évre úgymond „bezárja” magát egy adott konstrukcióba a befektető, így adott esetben nem tudja kihasználni a kedvező piaci lehetőségeket (természetesen a betét feltörhető, csak épp a kamat vész el). A hazai hitelintézeteknél így nem is nagyon jellemzőek egy évnél hosszabb futamidejű betétek, az úgynevezett akciós betétek esetében pedig végképp nem találunk ilyet. A következő diagram az éven belüli kamatok átlagos szintjeit mutatja meg negyedévente.



A diagram jelen esetben meglehetősen torzít. Többek között nem lehet belőle kiszűrni az akciós betéti kamatok szintjeit, melyek pedig sokszor csábítóan hatnak a befektetőkre. Nyilván ehhez az is kell, hogy az akciós betét lekötésére nyitva álló időszakban rendelkezünk megtakarítással. De az elmúlt időszak erre is jó példa volt: a válság következtében kialakult likviditásszűke miatt a bankoknak egyre több forrást kellett bevonniuk egyre magasabb áron. Ehhez még társult a 2008. október 22-ei 300 bázispontos jegybanki kamatemelés, valamint az, hogy a tőzsdei zuhanás következtében mindenki igyekezett betétbe átcsoportosítani a pénzét. 2009. elején bizony nem voltak ritkák a 13% körüli (vagy esetleg ezt meghaladó) éves betéti szintek. Egy évre 13%, gyakorlatilag kockázatmentesen. Eközben a garantált alapok döntő része vagy csak a tőkét fizeti vissza, vagy a jellemzően alacsony, átlag 15-20% közötti minimum hozamokat – három évre.

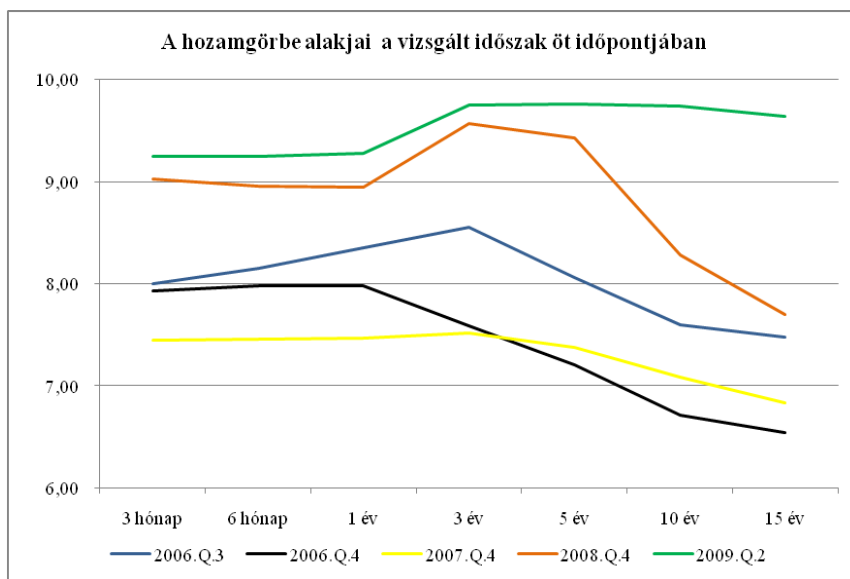
De talán nem is kell ennyire szélsőséges példát kiragadni. A kamatadó bevezetésének negyedévében az átlagos éven belüli kamatszint 6,01% volt, a betétet mondjuk egyéves lejárat után – az emelkedő kamatkörnyezet miatt – jellemzően jobb feltételekkel lehetett újrakötni. Ha csak azt feltételezzük, ha valaki 3 évre vonatkozóan mindig 6%-kal újította volna meg betéteit, akkor is – kamatos kamattal számolva – több mint 19%-os hozamot kapunk. Ez bőven beleesik a garantált alapok által jellemzően garantált vagy ígért hozamtartományba. Hangsúlyozzuk úgy, hogy egyrészt egy minimális betéti szinttel számoltunk, és úgy, hogy több garantált alap esetében a hozamgarancia vagy hozamígéret mértéke vagy alacsonyabb, vagy egyáltalán nincs.



## 4.2.2 Állampapírok

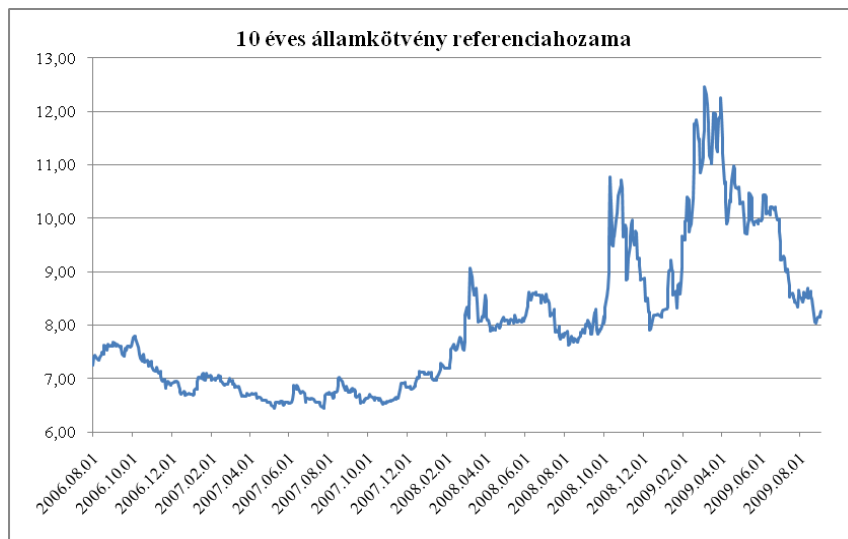
A befektetési időtáv miatt jelen esetben az államkötvények relevánsak most számunkra. Azt azért szögezzük le itt az elején, hogy az államkötvény már jóval kockázatosabb eszköz egy szimpla bankbetétnél. Biztonságos, de kockázatos. Az adott ország gazdasági megítélése mellett a kockázat elsősorban a piaci kamatok és elvárt hozamok jövőbeni változásából fakad, mely kihat a kötvények árfolyamára. Minél távolabb van egy kötvény lejárat dátuma, annál nagyobb a kockázat, hiszen a vételi árfolyamunkra vetített kamatozást annál több évre rögzítettük be, miközben a piaci hozamok mind felfele mind lefele változhatnak. Ennek következtében egy államkötvény csak akkor igazán biztonságos, ha lejáratig megtartja a befektető, ám ha esetleg futamidő alatt kell eladni, úgy – az éppen aktuális piaci körülményeknek megfelelően – veszteség is képződhet az eladáson.

Nézzük először meg, hogy a hozamgörbe hogy alakult a vizsgált időszak öt időpontjában:



Természetesen a befektetőknek az a jó, ha a hozamok csökkennek. Ilyen szempontból a grafikon nem mutat kedvező képet, mivel minden időtávon 2009. második negyedévének végén voltak a legmagasabbak a hozamszintek. Ennek azonban viszont csak akkor van jelentősége, ha valakinek el kell adnia a papírt a futamidő lejárta előtt. Másrészt, ha valaki 2006. szeptemberének végén akart venni egy három éves futamidejű államkötvényt, akkor azt 8,55%-os éves hozammal tudta megvenni. A papírt lejáratig megtartva – kupon-újrabefektetésekkel – közel 28%-os hozamot lehetett realizálni. Ez pedig már felette van a garantált alapok által jellemzően garantált vagy ígért minimális hozamértékeknek- szintén kockázatmentesen.

A fenti példa a befektetési időtáv tekintetében teljesen megállja a helyét, mivel nagyon sok garantált alap – a kamatadó megfizetését elkerülendő – ugyancsak 2006. harmadik negyedévében indult. Ennek következtében a teljesítmények jól összehasonlíthatóak, és látható, hogy az esetek többségében a három éves államkötvény bizony jobb befektetés lett volna. Még inkább ez a helyzet, ha a futamidő alatti állampapír-piaci trendeket vizsgáljuk meg. Nézzük meg, miként alakult a 3 és 10 éves államkötvények referenciahozama a 2006. augusztusától számított 3 éves időtávban. Ezt mutatják meg a következő grafikonok.

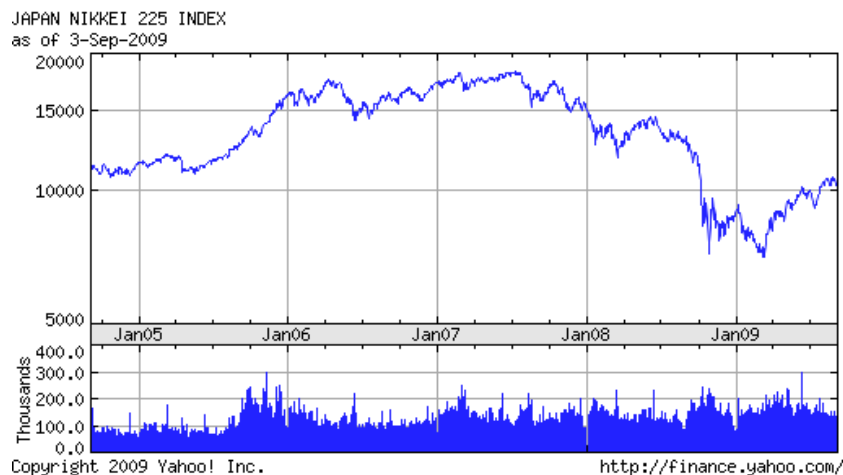
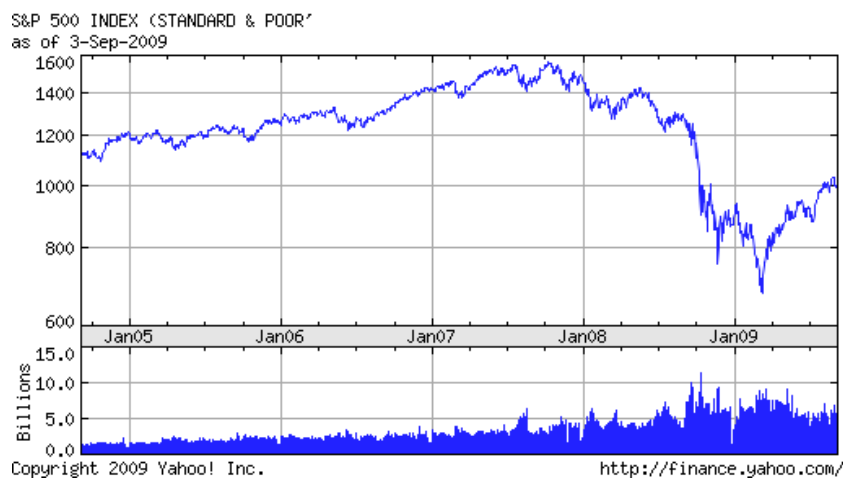


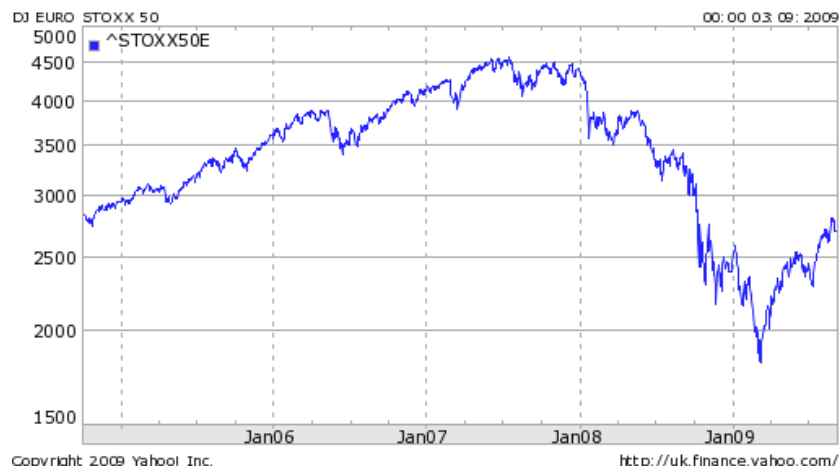
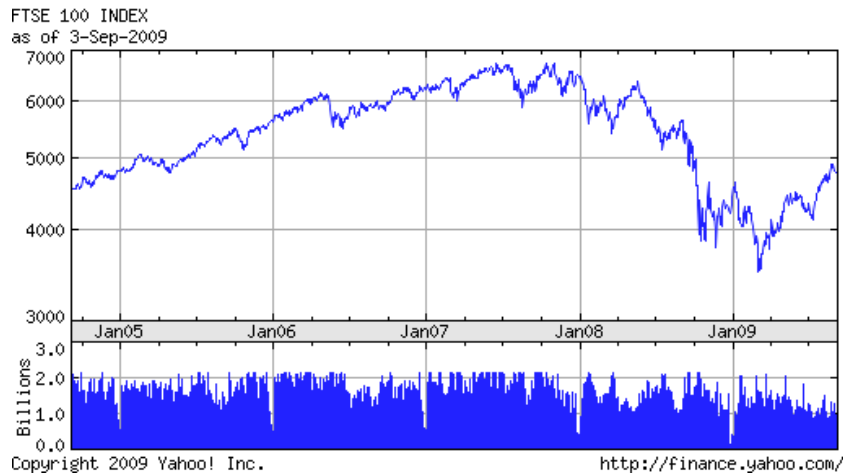
Természetesen itt is a válság magyarországi begyűrűzése, valamint az azutáni időszak az érdekes. Az október végén felrémlt államcsőd jelentősen megemelte a hozamokat, majd némi megnyugvás, valamint kamat-és hozamcsökkenés után, 2009. márciusára a piac elérte lokális mélypontjait, amelynek következtében még az októberi szinteknél is magasabb szintekre emelkedtek a hozamok. Mind az októberi, de különösen az idei márciusi remek beszállási lehetőség volt hosszabb távú állampapírok vételére. Hogy mást ne mondjunk, kb. 10 év óta nem volt ilyen magas a 10 éves államkötvény hozama. Ilyen magas hozamszintekről indulva csak az a kérdés, hogy a 10 év alatt – kupon-újrabefektetésekkel – kockázat nélkül kitermelődő 150-200% profitból mennyi idő után realizálódik az első 50%.

#### 4.2.3 Részvények, indexek

Ezen instrumentumok tekintetében nehéz újat mondani, mivel a legtöbb részvény vagy index megtalálható a garantált alapok opciós struktúrájában, azaz árfolyamalakulásuk ugyanaz, mintha egy opciós struktúrában lennének, csak a struktúrában részesedési arányuknak megfelelően járulnak hozzá a teljesítményhez (aktuálisan fogalmazva: rontják azt). Nagyon röviden jellemezve ezeket, 2008. októberétől rendkívül meredek ívű szakadás, 2009. márciusától kezdve pedig egy intenzív emelkedés a

meghatározó. Nézzük erre meg példaként pár főbb tőzsdei index alakulását 2005. januárjától kezdve napjainkig.

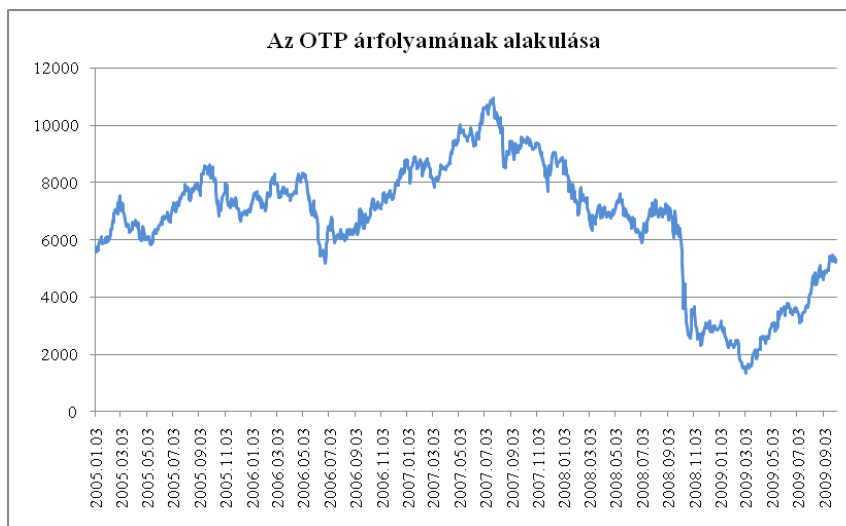




A grafikonok hasonló alakzatán kívül egy dolgot feltétlenül érdemes észrevennünk. A Hang Seng indexet leszámítva az indexek 2009. szeptember végi értékei nem érik el a 2005. január eleji szinteket. Felmerülhet a kérdés, valóban jó befektetés a részvény hosszú távon?

A részvények és az indexek teljesítményével való összehasonlítás során van talán a legnagyobb jelentősége a garantált alapok zártvégűségének. A grafikonokból kiderül, hogy még az általában hosszú távra ajánlott részvénybefektetéseknél sem az időtáv a meghatározó, hanem az időzítés. Magyarán az, hogy mikor veszek, és mikor adok el. A garantált alapok befektetőinek három évig nincs lehetősége arra, hogy a megfelelő időzítést legalábbis megpróbálja eltalálni. Három évig nincs mozgástér, a hozam a mögöttes részvények/indexek három év alatti, különböző módokon értékelt teljesítményétől függ. És ez az, ami a főbb különbséget jelenti egy szimpla részvény vagy indexbefektetéssel szemben.

Amennyiben valaki 2008. októberében eladta a 2005. elején vett, például az S&P 500 indexet követő instrumentumát, majd a 2009. márciusi mélypontokon újra beszállt, az hatalmas profitot tehetett zsebre. Az index a 600-as szintekről egészen 1000 pont fölé emelkedett, ami 1,67-szeres emelkedést jelent. Emellett rengeteg külföldi egyedi részvény árfolyama triplázódott, vagy akár négyszereződött a márciustól indult bear market raliban. De hogy ne menjünk ennyire messze, nézzük meg a legkedveltebb hazai blue-chip, az OTP árfolyamának alakulását 2005-től napjainkig.



Az árfolyam az 1200-as mélypontokról az 5200-as szintek fölé került, azaz több mint négyszeresére nőtt. Aki tehát 2009. márciusában szállt be, most igazi extraprofitot tehet zsebre. Akik viszont 2006. szeptemberében 6000 feletti szinteken vásároltak OTP-részvényt, azokat legfeljebb az vigasztalhatja, hogy korábbi veszteségük jelentős része elolvadt, és csak bízhatnak abban, hogy az emelkedés még kitart egy darabig.

Ugyanez a helyzet a garantált alapok mögöttes portfolióval is. Azok, melyek a közeljövőben járnak le, minden valószínűség szerint nem fognak fizetni extrahozamot, hisz a mögöttes piacok értékei az esetek jelentős részében még elmaradnak a 2006-os őszi szintektől. Azon alapok esetében, melyeknek futamidejéből egy vagy akár több év van hátra, az extrahozam alakulását lehetetlen megmondani, hiszen ebben a piaci környezetben még nagyon rövid időtávra is nagyon nehéz pontosan jóslni.

#### 4.2.4 Forint vagy deviza?

A garantált alapok között több olyat is találunk, melyek nem forintban, hanem euróban vagy dollárban denomináltak. Az ilyen alapok esetében árfolyamkockázatnak is ki vannak téve a befektetők –kivéve, ha az alapkezelő fedezi azt, ami azonban többletköltséget jelent az alap számára –, hiszen a befektetési jegy megvásárlása esetén a vásárláshoz szükséges devizaösszeg konverziós árfolyama, valamint a lejáratkori konverziós árfolyam adott esetben jelentős mértékben is eltérhet egymástól, hiszen átlagosan három év futamidő alatt nem lehet az árfolyamok változását kiszámítani. Egy devizában történő befektetés esetén mindig az a jó, ha a forint gyengül az aktuális devizával szemben, azaz egy külföldi denominációjú instrumentum megvásárlásával a befektető akarva-akaratlanul egyben a forint gyengülésére is spekulálhat.

A válság kirobbanása után kibontakozott – és óriási volatilitásokkal jellemzett – forintgyengülés a külföldi alapoknak (és nyilván minden más devizaalapú befektetésnek) csak előnyére vált. Olyannyira, hogy ezen alapok a tőzsdék zuhanása következtében a befektetéseken elért brutális (sok esetben 70-80%-os) veszteségét valamelyest visszakompenzálta a forint adott devizával szembeni gyengülése. Ha visszaemlékezünk, volt olyan időszak (2009. február közepétől egészen április elejéig), amikor stabilan 300 felett volt az EUR/HUF árfolyam. Ha ezen 300 feletti szinteket mondjuk az átlagosnak tartott 240 és 250 közötti szintekhez viszonyítjuk, az több mint 20, kissé extrémebb árfolyamokkal számolva pedig akár 30%-os árfolyamnyereséget jelentett a befektetők számára. Persze ez még nyilván nem vigasztalta őket, hiszen kizárólag a befektetéseken elszenvedett nagymértékű veszteségek mértékeit tudta valamennyire tompítani.

Vegyük alapul a kamatadó bevezetése előtti szinteket, amikor sok garantált alap indult el. 2006. szeptemberében az EUR/HUF árfolyam a 270 és 280 közötti sávban mozgott, így számoljunk 275-ös árfolyammal. Jelenleg az árfolyam szintén 270 körül van, így az árfolyamon is minimális vesztesége van annak, aki 2006. szeptemberében euró alapú garantált befektetési jegyet vett. A képlet azonban nem ennyire egyszerű, hiszen a devizáknál a kamatozást is figyelembe kell venni, ezért egy devizaalapú befektetést illetően nem lehet azt mondani, hogy egy 250-es szintnél történt átváltás esetén a mostani szintekhez képest egyértelműen jobban jártunk.

A tőzsdei összeomlás után, 2009. júniusára a spekulatív instrumentumok egy része újra a subprime válság bő két évvel korábbi kirobbanását megelőző szintje fölé tornázta magát: többek között az arany, az olaj és meglepetésre a forint is. Ugyanis a kamatozást is figyelembe véve a forint abszolút csúcsra került mind az euróhoz, mind a dollárhoz képest. Aki a subprime válság kirobbanásakor, mondjuk 2007. márciusában 1 eurót 250 forintra váltott, annak most két és fél évvel később forintkamatokkal együtt kb. 290 forintja van. Aki viszont euróban tartotta a pénzét ezen időszak alatt, annak az 1 eurója euró kamatokkal együtt a mostani árfolyamok alapján kb. 275-280 forintot ér. A globális válság közepette is az járt tehát jobban, aki forintban tartotta a pénzét. Hiába a forint a világ egyik legstabilabb pénze.

## **5. A garantált alapok működésével kapcsolatos kockázatok**

Mint minden más befektetés, a garantált alapok működése is együtt jár kockázatokkal, melyek közül egypár egészen specifikus- a garantált alapok egyedi struktúrájából fakadóan. Tekintsük át röviden azokat a főbb kockázatokat, melyeket a garantált alapok kockázati megítélésénél mindenképpen figyelembe kell venni.

### **5.1. A betétek kifizetésének kockázata**

Talán a legfőbb kockázat, hiszen a garantált alapok által elhelyezett betétek szolgálnak egyrészt a tőke megóvására, másrészt a minimálisan garantált vagy ígért hozam kifizetésére. Ha ezen betétek kamattal növelt kifizetését nem tudná teljesíteni az érintett pénzügyintézet az alapok felé, az hatalmas kockázatot jelentene.

Ebből a kockázati szemszögből nem az az elsődleges szempont, hogy a garantált alapok abszolút értékben mekkora összegeket helyeztek el bankbetétekben a – rendszerint ugyanazon pénzügyi csoportba tartozó – pénzügyintézetknél. A betétek kifizetésével kapcsolatos kockázatokat sokkal jobban jellemzi, ha megnézzük, hogy a garantált alapok által a bankoknál elhelyezett betétek összértéke milyen részarányt képvisel a bankok teljes betétállományán belül.

Mindezt figyelembe véve a 2009. július 31. napjára vonatkozó adatok alapján a részarányok nem adnak magas értékeket. Az alapok által elhelyezett betétek össz-betétállományokon belüli arányai mindössze két pénzügyintézet esetében haladják meg az 5 %-ot: az egyik pénzügyintézet esetében minimálisan, míg a másik esetében valamivel 9% felett volt az arányszám. Ezen utóbbi részarány sem minősíthető egy kiugró értéknek, legalábbis annyira semmiképp sem, hogy ez a kifizetések teljesítését veszélyeztetné.

A másik fő kockázati tényező, amit itt figyelembe kell venni az, hogy a garantált alapok lejáratáig hátralévő időben valamelyik bank egyszerűen bedől. Bár a válság hazai tetőpontján sokan riogattak azzal a rémképpel, hogy sok hazai bank be fog dőlni, ez egyelőre nem következett be, és nagy valószínűséggel nem is fog. Összességében tehát elmondhatjuk, hogy a talán legfőbb kockázati tényező esetében a kockázat foka nem minősíthető jelentősnek.

### **5.2. Az opciós partner nemteljesítésének kockázata**

Ez nem jelent mást, minthogy az opció kiírója lejáratkor nem tud eleget tenni kötelezettségének. A garantált alapok esetében ilyen szempontból a helyzet jelenleg kettős.

Ahogy az opciós partnerek ismertetésénél láttuk, a garantált alapok az opciók közel felét ugyanazon opciós partnerrel kötik. De néhány alapkezelőt leszámítva, az alapok jellemzően 3 vagy 4 partnerrel kötik meg opciós szerződéseiket. A koncentráció foka tehát mind szektorszinten, mind úgymond egyedi (alapkezelői) szinten magasnak mondható. A magas koncentráció magas kockázatot is jelent, azaz ha a legfőbb opciós partner különböző okok miatt nem tudja majd teljesíteni opciós kötelezettségét, akkor ennek negatív hatása minden olyan alapnál jelentkezik, amelyek számára ő írta ki az opciókat.

Ezen nagy befektetési bankok valós pénzügyi helyzetébe meg végképp nem lehet tisztán belelátni. A válság kirobbanása után jó fél évig rengeteg bank, brókerház és hitelminősítő intézet azt állította, hogy semmilyen hatása nem lesz a subprime válságnak. Aztán egyszer csak elkezdtek kibukni az egyre követhetlenebb mértékű veszteségek. Gondoljunk csak a Lehman Brothers csődjére, ami megmutatta, hogy a mai tőkepiaci helyzetben már semmi sem biztos. De említhetnénk a UBS-t is. A

válság kirobbanása után fél évig ők is azt bizonygatták, hogy náluk nem lesz semmi gond, majd egyre nagyobb összegű veszteségeket kezdtek beismerni, aminek következtében Európa egyik legnagyobb bankja elvesztette saját tőkéjének nagy részét. A veszteségek természetesen megmutatkoztak a részvények árának alakulásában is, aminek a részvényesek látták a kárát: nagyságrendileg 100 milliárd dollárt buktak.

A jelenlegi helyzet alapján viszont úgy tűnik, hogy az opciós partnereknek nem lesz fizetési kötelezettsége, hisz az opciókat ilyen szinteknél nem fogják lehívni az alapok, mivel az intenzív tőzsdei zuhanás következtében nincsenek azokon a szinteken, hogy ezt érdemes lenne megtenni. Ezért kettős tehát a helyzet: a koncentráció magas foka miatt magasabb a kockázat is, azonban tényleges teljesítési kötelezettség jelenleg nagyon kevés esetben lenne. Itt is kérdés természetesen az, hogy miként alakulnak a jövőben lejáró alapok mögöttes portfólióinak teljesítményei. Ha az emelkedés kitart és érdemes lesz lehívni az opciókat, akkor a partnerkockázat megnövekszik.

### **5.3. Árfolyamkockázat**

Az árfolyamkockázat szintén két dolgot takar. Egyrészt jelenti a már korábban ugyancsak említett denominációt. Ez magában hordozza egyrészt a befektetési jegy megvásárlásának konverziós árfolyamát, és a lejáratkor megkapott devizaösszeg forintra történő konverziós árfolyamát. Aki 2006. szeptemberében vett deviza alapú befektetési jegyet, annak a mostani aktuális árfolyamok alapján az árfolyamon is vesztesége keletkezett. Emellett figyelembe kell venni azt is, hogy az adott befektetési időtáv alatt forint vagy más devizában elhelyezett megtakarítással jártunk-e volna jobban.

Az árfolyamkockázat másrészt azt jelenti, amikor egy forintban denominált garantált alapnál az opciós struktúra külföldi devizában denominált instrumentumokból áll össze. Ez persze nagyon gyakori – sőt nyugodtan mondhatjuk, hogy ez a jellemző –, hiszen a legtöbb alap nem a BUX, vagy valamely egyedi hazai részvény növekedéséből szeretné az extraprofitot biztosítani. Azaz a devizaárfolyamok az opciós teljesítményre is kihatnak, egy túlzott forinterősödés adott esetben akár nagymértékben csökkentheti a mögöttes portfólió által elért hozamot (bár jelen árfolyamszinteknél inkább csak tovább rontja). Hozzá kell tenni, hogy ezen árfolyamkockázatot az alapkezelők gyakran fedezik határidős devizaügyletekkel, azonban előfordulhat olyan helyzet is, hogy ezen fedezeti ügyleten is veszteség képződik.

Az árfolyamkockázat tehát gyakorlatilag minden pillanatban érvényesül, végleges hatását azonban egy 3 éves időhorizonton szintén nagyon nehéz kiszámítani.

### **5.4. A zártvégűség kockázata**

Három év meglehetősen hosszú befektetési időtáv. Ez alatt számos olyan piaci tendencia alakulhat ki, melyet jól kihasználva megfelelő mértékű hozamokat érhetünk el. A zártvégűség kockázata azt jelenti, hogy a garantált alap befektetési jegyét megvásárló befektető az alap futamideje alatt elesik más alternatív befektetési formákon elérhető magasabb hozamtól. Az alternatív befektetési formák teljesítményének bemutatásánál már ismertettük, hogy megfelelő stratégiával és – ami ennél talán fontosabb – gyakorlatilag kockázatmentesen meglehetősen vonzó mértékű hozamok lettek volna elérhetőek akár egyszerű betéttel, akár állampapír-vétellel, akár egyedi részvények, vagy épp indexek vásárlásával.

Megint csak hangsúlyozni kell, hogy a befektetési forma megválasztásánál az időzítés a döntő és nem az, hogy milyen időtávra történik a befektetés az adott formába. A garantált alapoknál ez éppen fordítva van: az időzítés szabadsága nincs meg, ellenben az időtáv kötött. Következésképp a garantált alapon lévő pénzt a befektető nem tudja másra elkölteni, nincs meg a tetszőleges adás-vétel

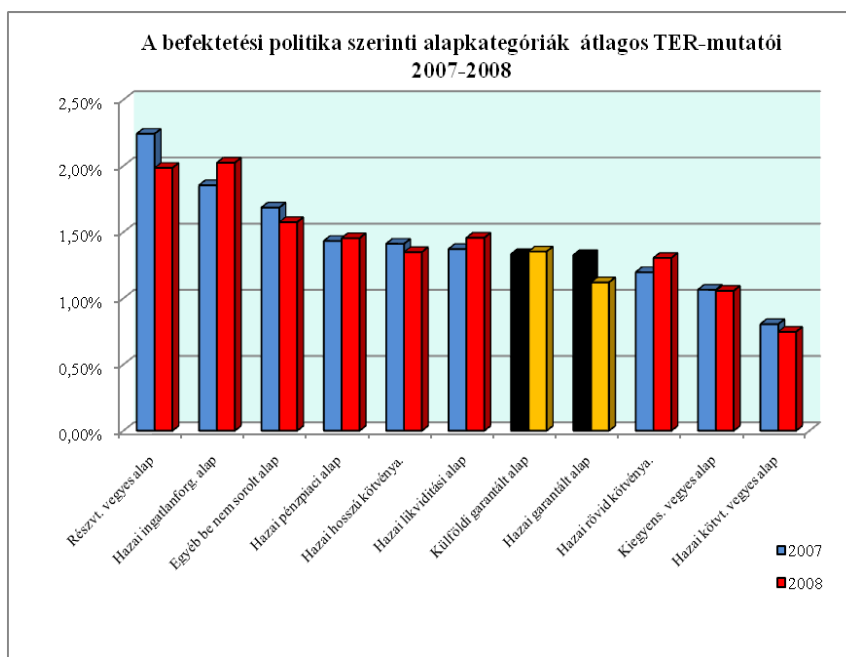


szabadsága, így nem tudja meglovagolni az éppen aktuális trendeket. Ráadásul egy konstrukció a teljesítményétől függ, és jelen állás szerint a garantált alapok vagy egyáltalán nem fizetnek hozamot, vagy a fizetett hozamok mértékei (ha lehívásra kerülnének az opciók) eltörpülnek az utóbbi időszakban más alternatív befektetési formán elért hozamok mellett.

## 5.5. *Költségekockázat*

Rengeteg, a garantált alapokról szóló elemzésben visszaköszön az a megállapítás, hogy a garantált alapok nagyon drágák. Nézzük ezt meg egy kicsit részletesebben, hiszen ahogy mondani szokták minden relatív.

A befektetési alapok költségeit a TER-mutató alapján tudjuk meghatározni. A következő grafikon azt mutatja be, hogy miként alakult a befektetési politika szerinti alapkategóriák átlagos TER-mutatója 2007-ben és 2008-ban.



Ahogy a diagramon látszik, mind a hazai mind a külföldi garantált alapok a középmezőny végén helyezkednek el átlagos költségmutatójuk alapján. Ilyen szempontból tehát nem tartoznak a legdrágább alapok közé, bár a „középmezőnyben” csak nagyon minimális (néhány század százalékos) eltérések vannak az egyes kategóriák között, és valójában kizárólag a részvénytúlsúlyos vegyes alapok és az ingatlanforgalmazó alapok költségterhelése magaslik ki a mezőnyből. Ennek alapján azt mondhatjuk, hogy a garantált alapok valamivel átlag alatti (különösen 2008-at illetően) költségterheléssel rendelkeznek.

A garantált alapok esetében jellemzően indulás évéhez kapcsolódnak a magasabb költségek, a futamidő hátralévő éveiben a költségterhelés mértéke alacsonyabb. Ez azt jelenti, hogy a futamidő átlagos éves költségét érdemes nézni, ami adott esetben jóval magasabb, mint a diagramban látható 2007. és 2008. évi költségek. Egypár alap esetében szűrőpróbaszerűen megvizsgáltuk, hogy a bankbetétbe elhelyezett pénz és az opciós díjak levonása után a költségek fedezetére megmaradt összeg hogy aránylik az alapok induló vagyonához. Ezen arányszámok első éves értékei nem ritkán 6% feletti értéket adtak, az átlagok értékei pedig meghaladták a 4%-ot.

Ez azonban még nem minden. A költségek mellett az számít, hogy ehhez milyen teljesítmény társul. Magyarán a hozam hogyan aránylik a költségekhez, az alap által elért hozamból a költségek levonása

után mennyi marad (ha úgy tetszik, mennyi lesz a nettó hozam mértéke). A 2007. év vonatkozásában a hazai garantált alapok az utolsó helyen végeztek, vagyis itt lett a legkevesebb az átlagos nettó hozam mértéke. (2008-at azért nincs értelme ilyen szempontból megvizsgálni, mert szinte minden alapkategória esetében negatív a hozam, amit a költségek csak még inkább növelnének). Ha tehát az elért teljesítmény függvényében értékeljük a költségek mértékét, akkor a garantált alapok bizony igenis drágának számítanak.

Másrészt ez az átlagos számítás nem ad teljesen valós képet az alapok költségeiről, ezért indokolt egyedi szinten, azaz külön-külön alaponként is megnézni, hogy miként alakultak a teljes költségmutatók értékei 2007-ben és 2008-ban. Az egyedi szinten vett TER-mutatók értékei megint csak az alapok relatív drágaságát támasztják alá. Mindkét évre vonatkozóan kiszelektáltuk a 20 legnagyobb költségterheléssel rendelkező alapot. 2007-ben a húsz legdrágább alap közül 9 minősült garantált alapnak, míg 2008-ban ez a szám már 11 volt. Utóbbi évben ráadásul az első három legnagyobb költséghányaddal rendelkező alap mind garantált alap volt.

Összességében elmondható, hogy a garantált alapok költségeit is egyedi szinten érdemes nézni, és ilyen szempontból az elért teljesítményhez viszonyítva valóban drágának minősülnek ezen alapok, hiszen arányaiban az elért teljesítményt nagyobb mértékben csökkenthetik, mint más alapkategóriák esetében.

## 6. Mit hozhat a jövő?

Azt a fejezet elején szeretnénk leszögezni, hogy az elemzés nem kíván jóslásokba bocsátkozni. Ennek nagyon egyszerű indoka van: jelen piaci környezetben akár nagyon rövid időtávra (napokra, hetekre) is rendkívül nehéz biztonsággal előre látni. Mondhatni lehetetlen. Következésképp az elemzés is csak az elmúlt időszak piaci történéseit és tendenciáit alapul véve próbál megfogalmazni olyan, remélhetőleg racionálisnak tűnő dolgokat, amelyek a jövőben valamilyen vonatkozásban hatással lehetnek a garantált alapok szegmensére.

Ha jobban belegondolunk, akkor a garantált alapok jövőjét illetően két felvetésre kellene reflektálnunk:

- miként alakulhat a garantált alapok mögöttes piacának teljesítménye a jövőben – azaz a befektetők számíthatnak-e arra, hogy a garantált alapok futamidejük végén nem csak a tőkét, valamint a minimális hozamot, de extrahozamot is tudnak fizetni
- miként változhat az újonnan induló alapok száma a közeljövőben – azaz vissza tudja-e nyerni a szektor az utóbbi időben kétségtelenül megcsappant népszerűségét

A globális válság kirobbanásával a korábbi hitelexpanzióra és a túlfeszített fogyasztásra épülő gazdasági rendszernek vége szakadt. A hitelezés beszűkülése azt vonta maga után, hogy nincs több hitel a fogyasztásra, és nincs több hitel a korábban felvett hitelek törlesztésére. Ezért a gazdaság szereplőinek el kell kezdeni megtakarítani, mivel újabb hitelek felvételével már nem tudják adósságaikat törleszteni. Azaz a gazdaság szereplőinek el kell kezdeni törleszteni a korábbi hiteleiket és visszafogni fogyasztásukat. Ezen alkalmazkodási folyamatot nagyon jól mutatta, hogy 2009. második negyedévének végére Amerikában 15 éves csúcsra emelkedett a megtakarítási ráta.

Közgazdaságtanból tudjuk, hogy a recesszió a gazdasági folyamatok ciklikussága következtében szinte szükségszerű, a válságok bekövetkezte ennek eredményeképpen gyakorlatilag elkerülhetetlen. Ebben a szemléletben azonban azt is látni kell, hogy a recesszióra nem kizárólag egyfajta „rosszként” kell tekinteni, hanem egy olyan folyamatként, mely az előző gazdasági ciklus káros hatásaitól megtisztítja a rendszert. Mondhatni a recesszió egy gyógyszer az előző gazdasági ciklus betegségeire, jelen esetben a túlzott hitelezési és fogyasztási lázra. A legfőbb kérdés természetesen az, hogy milyen hosszú lesz ez a betegség, meddig tart a megtisztulás időszaka?

Szintén ismert gazdasági tétel az, hogy általában minél tovább tart egy expanziós gazdasági ciklus, az ezt követő recessziós időszak is hosszabb lesz. Márpedig tudjuk, hogy ez a hitelexpanzióra és a fogyasztás növelésére épülő ciklus megközelítőleg egy évtizedet is magában foglalt. Másrészről a recesszió gyógyításáért felelős főorvosok, azaz államok, a betegség beállta után kezdetben nem a megfelelő gyógymódot alkalmazták. Sok külföldi állam ugyanis (különösen igaz ez az USA-ra) 0% körülire leredukált kamatlábakkal pontosan a fogyasztási lázat és a túlfeszített hitelezést próbálta fenntartani. Magyarán a felmerült betegséget nem egy arra alkalmas gyógyszerrel próbálták kezelni, hanem épp ellenkezőleg: amit „beadtak”, az nem gyógyszer volt, hanem valami olyan más „anyag”, ami fokozta a betegség komolyságát. Ez amellet, hogy torzítja a gazdasági rendszereket, nem engedi érvényesülni a gazdaság önszabályozó mechanizmusát sem.

Ha a fentebb említett két tényezőt nézzük, azok a recessziós ciklus hosszának növelése, a betegség súlyosbodásának irányába hatnak. Ezek alapján úgy tűnik, hogy a beteg(ek) felépülése lassú lesz. Természetesen a recesszió tünetei az egyes országok gazdaságaiban eltérő hatásúak lesznek attól függően, hogy az adott ország gazdasága mennyire volt egészséges állapotban a betegség bekövetkeztét megelőzően. Vannak olyan országok, ahol a betegséget kiváltó legfőbb tényezők

(hitelezési és fogyasztási láz) nagyon erősek voltak (Spanyolország, Írország), míg mások esetében a betegség hatásai vagy csak közvetlen módon jelentkeznek, vagy elég erős volt a szervezetük ahhoz, hogy elég ellenállók legyenek (Svájc, Benelux államok).

A válság következtében az elmúlt év végére a hitelezési aktivitás világszerte jelentősen visszaesett, azaz elindult egyfajta alkalmazkodás. Mivel azonban nem voltak hitelek, a vállalatok nem tudták finanszírozni termelésüket, emellett pedig sok ország esetében a korábbi exportpiacok felvevőképessége is csökkent, hisz az exportáló vállalatok többsége is hitelből finanszírozta vásárlásait. A világgazdaság termelése ennek következtében jelentősen visszaesett, mondhatni szinte le is állt, ami meg is nyilvánult a gazdaság egyik tükörképének minősülő tőzsdék 2009. márciusi összeomlásában. Viszont a termelés visszaesése (leállása) azt is maga után vonta, hogy bizonyos fogyasztási szegmensek tekintetében a kínálat a kereslet mértéke alá esett. Ez pedig egyrészt nyilván ösztönözte és egy egészségesebb állapot felé terelte a termelés volumenét, másrészt a túlkereslet miatt árfelhajtó tényezőnek bizonyult. Ez a folyamat jelenleg is zajlik, ez járul hozzá, hogy a befektetők által mindig árgus szemekkel figyelt amerikai gazdaságból (de említhetnénk más jelentős erejű gazdaságokat vagy régiókat is) jobbnál jobb makroadatokat láttak napvilágot az elmúlt időszakban, és ez táplálta a márciusban megindult intenzív tőzsdei emelkedést is.

Viszont ezek még nem indokolják, hogy a betegség gyors lefolyású legyen. Ez a „szervezetnek” mondhatni egy természetes reakciója a betegsége, de a tényleges felépülés ennél jóval hosszabb időt vesz igénybe. A korábban említett közgazdaságtani okok (recessziót megelőző hosszú expanzió, kezdeti rossz válságkezelés) ugyanis sokkal inkább a hosszabb távú helyrerázódás irányába hatnak. Ebben a hosszú megtisztulási folyamatban – azaz a hitelek visszafizetésének időszakában – azonban lehetnek olyan periódusok, amikor a „betegek” állapota egy kicsit rosszabbodik. Mindemellett ezen hosszú távú felépülés nem jelenti azt, hogy a „betegek” eredeti egészségi állapota helyreáll. Gazdasági nyelven szólva a rendszer meg fog tisztulni, de az ezután következő új gazdasági modell már valószínűleg nem a túlfeszített hitelexpanzióra fog épülni. Ha pedig ezt a tőzsdék világára akarjuk lefordítani mindezt, akkor az említett tényezők inkább egy olyan hosszútávú szekuláris medvepiac irányába hatnak, melyen belül több, különböző ideig tartó bull ciklus fog indulni.

A hosszúra nyúlt bevezetőt követően alapvetően arra kellene valamilyen iránymutatást adnunk, hogy miként alakulhatnak a garantált alapok mögöttes piacai. A 2009 márciusától beindult rali az elmúlt száz év legintenzívebb emelkedését okozta. Ehhez a már említett, a világgazdaságból – de különösen Amerikából – érkező egyre pozitívabb hírek mellett az is hozzájárult, hogy a tőzsde alapvetően egy emelkedni akaró piac. Az árfolyamok gyakorlatilag maguktól emelkedtek, hisz a mélypontokról kiindulva mindenki azt szeretne volna, hogy az árak emelkedjenek. Az árak emelkedése így nem ütközött akadályba, mert szinte mindenkinek ez volt az érdeke.

Emellett ha megnézzük a tőzsdei szereplők összetételét, akkor azt tapasztaljuk, hogy van még fölös pénz a rendszerben. A tőzsdei szereplők döntő többsége jelenleg olyan játékos, aki benntart a pozíciójában. Ezen befektetők a tőzsdei összeomlás előtti optimista hangulatban vettek az akkori árfolyamokon részvényeket, és most csak reménykedni tudnak, hogy a márciusban elindult emelkedés még kitart, és esetleg minimális veszteséggel ki tudnak szállni. Ezen játékosok nem játszanak érdemi szerepet jelenleg: újabb vételekre nincs pénzüik, eladni meg nem tudnak.

A tőzsdei szereplők kb. 20%-át azon befektetők alkotják, akiknek sikerült meglovagolniuk az elmúlt évek emelkedéseit, azaz nyereséget realizáltak. A mélypontokon azonban egyszerűen nem mertek beszállni, mert félték a további zuhanástól, illetve attól, hogy az egyre jobban megindult emelkedés nem lesz tartós. Ők jelenleg azon bánkódnak, hogy eddig kimaradtak az emelkedésből. Náluk tehát van készpénz, azaz potenciális vevőknek minősülnek.

A maradék egy része shortos, míg másik része a mélypont idején bele mert venni a piacba. A shortosoknak mint tudjuk pont az emelkedés a rossz, így a március óta egyre inkább intenzívebbé váló emelkedésben többségük zárta is pozícióját. Akik a mélypontok idején (vagy az emelkedés kezdeti szakaszában) szálltak be a raliba, azok vannak most a legkellemesebb pozícióban. Gyakorlatilag extraprofitot tudnának zsebre tenni, azonban többségük még kivár a pozíció zárásával. Ők tehát potenciális eladónak minősülnek. Viszont sem ezen utóbbi szereplők, sem a shortosok nem rendelkeznek érdemi jelentőséggel.

Ha a felsorolt tőzsdei szereplők összesített pozícióját nézzük, akkor láthatjuk, hogy összességében van még azonnal bevethető készpénz a rendszerben. Ha ezen potenciális vevők aktivizálódnak, akkor az rövid távon az árfolyamok további növekedésének irányába hat. De ha ezen potenciális vevők esetleges vásárlásai feljebb hajtják az árfolyamokat, akkor ez azt is jelenti, hogy a beragadt játékosok veszteségei még tovább fognak csökkenni, és előfordulhat, hogy közülük jópáran élni is fognak a kedvezőnek tűnő kiszállási lehetőségekkel. Következésképp az eladói nyomás is egyre nagyobb lesz, ami viszont már az árfolyamok csökkenésének irányba hat. Két hatás feszül tehát egymásnak, de hogy ennek mi lesz a valódi eredője, azt nehéz megjósolni.

A garantált alapok jelentős része ebből a szempontból teljesen hasonló helyzetben van, mint a pozíciójukba beragadt befektetők. Számukra csak az a kérdés, hogy a rövid távon még valószínűleg kitartó emelkedés mennyit tud eltüntetni a veszteségükből, vagy – más szempögből nézve – olyan szintekre repítheti-e a mögöttes piacokat, hogy az alapok extraprofitot tudjanak fizetni. Ehhez még annyit teszünk hozzá, hogy a válság következtében egyfajta rotáció is végbement a részvények körében. Ez röviden annyit jelent, hogy sok részvény jelenlegi árfolyamszintje már elérte a válság előtti szinteket, míg mások csak minimális mértékben tudtak emelkedni. A rotáció gyakorlatilag azt mutatja meg, hogy melyik vállalat mennyire volt válságálló az elmúlt időszakban. Azon részvények, amelyek elérték korábbi szintjeiket, már csak korlátozottan tudnak emelkedni, a többi papír esetében viszont még lehet tér felfele.

A rotáció azonban nem csak egyedi részvények szintjén, hanem regionális szinteken is végbement. A brazil, a kínai és a hong-kongi tőzsde például már a válság kirobbanása előtti szinteken van, de említhetnénk a BUX-ot is, mely 20.000 feletti értékével szintén a válság kirobbanása előtti szinteket idézi. Fontos ezeket a garantált alapok jövőbeni teljesítményének szempögből hangsúlyozni, hiszen nem lesz majd mindegy, hogy milyen régiók és azon belül milyen egyedi részvények vannak leképezve az alapok opciós struktúráiban.

Arra megint csak nincs egyértelmű válasz, hogy a garantált alapok visszanyerhetik-e korábbi népszerűségüket és visszatérnek-e azok az idők, amikor negyedévente átlagosan 14 alappal növekszik a darabszám. Több, a futamidejét elért alap tovább folytatja a működését, igaz jellemzően az eredetitől kicsit eltérő struktúrában: a tovább élő alapok jellemzően nyíltvégű likviditási vagy pénzüpiaci alapok, ahol azért tőkegaranciát a befektetési politika általában továbbra is tartalmazza. Főként a kamatadó alóli mentesség időtartamának további kitolása szempöntjéből ez lehet az egyik irány – hiszen ha valaki nem váltja vissza befektetési jegyét a futamidő lejártával, hanem benne hagyja a „továbbélő” alappal, akkor nem kell megfizetnie a kamatadót.

Mint tudjuk a fő kérdés azonban kétszintű, ahol az első döntő tényező az, hogy a befektetési alapok, mint alternatív befektetési formák népszerűsége hogy alakul. A márciusi mélypontok után folyamatosan nő a hazai alapok vagyona, azonban egyrészt a növekedés nem mindig „egészséges” szerkezetű (a második negyedévben főleg a hozamoknak volt köszönhető, ehhez mérten a friss tőke mértéke alacsony volt), másrészt a garantált alapok vagyona épphogy csökkenő tendenciát mutat.

A továbbra is fennálló banki likviditásszűke és forráshiány miatt azonban valószínűsíthető a garantált alapok további kibocsátása, hisz ezek révén jelentős forrásokat tudnak a bankok bevonni. A jövőbeni kibocsátási aktivitást támogathatja még a garantált alapok magas megtérülési szintje, hisz az alapokon – mint láttuk – magas költségeket lehet az alapkezelőknek (vagy éppen a pénzügyi csoportnak) realizálni. A már szintén többször említett hazai befektetési és pénzügyi kultúra alacsony szintje, valamint az erre jól illeszkedő demagóg értékesítési stratégiák pedig ugyancsak a további kibocsátások irányába hatnak.

Két dolog ugyancsak kedvezhet a szektornak. Az egyik az egyre inkább csökkenő jegybanki alapkamat, ami olvasztja a betéti kamatok szintjeit is. Ehhez még hozzájön az, hogy az államcsőd veszélyének elmúltával az állampapír-piac is normalizáltabb keretek között működik, ami megnyilvánult a másodlagos hozamok jelentős csökkenésében is. Egyre alacsonyabb lesz tehát az ezen befektetési formákon elérhető hozam nagysága, és ezzel egyre versenyképesebbé válhatnak az alapok.

A másik kedvező tényező az lehet, hogy a kormány a jelenlegi tervek alapján a hosszú távú megtakarításokat adókedvezményel ösztönözné a jövő évtől (a javaslat még parlamenti jóváhagyásra vár). Ennek alapján a személyi jövedelemadóról szóló törvény egy új fogalommal bővülne: a tartós befektetéssel, amely alatt a legalább 3 évre elhelyezett pénzeket értik. Amennyiben az időtartam 3 és 5 év közötti, úgy az egyébként 20 százalékos adómérték felét kellene megfizetni, ha pedig a magánszemély legalább 5 éven át nem nyúl a pénzéhez, teljes egészében mentesülne a kamatadó vagy az árfolyamnyereség-adó alól. Ez nem kizárólag a befektetési alapokat, de ezeken belül – figyelembe véve az átlag 3 éves futamidőt – a garantált alapokat is kedvezően érintheti.