

HOLTZER PÉTER

Az öngondoskodás stratégiai megközelítésben

A 2007-ben felállított Nyugdíj és Időskor Kerekasztal nemrégiben tette közzé a tevékenységéről szóló összefoglalót.¹ Ebben elemezte az eljövendő évtizedekben követhető nyugdíjrendszereket, és gazdasági-társadalmi hatástanulmányban vizsgálta az egyes opciók lehetséges következményeit. Az elemzésből egyértelműen kiviláglik, hogy az egyéni öngondoskodás szerepének elkerülhetetlenül növekednie kell. Ugyanakkor az intézményi felépítés és a hosszú távú megtakarítások ösztönzése az elmúlt két évtizedben számos ad hoc változást mutatott, a rendszer nem koherens, a hosszú távú megtakarítások szintje alacsony; jellemzően azok részesülnek adókedvezményben, akik kevésbé szorulnak rá, míg azok, akik később alacsony állami nyugdíjra számíthatnak, kimaradnak a kedvezményes nyugdíjcélú megtakarítások rendszeréből. A cikkben összefoglaljuk az öngondoskodásnak a kerekasztal vizsgálataiból kirajzolódó perspektíváit. Elemezzük a nyugdíjcélú megtakarítások alacsony szintjének néhány okát, valamint javaslatokat teszünk arra, milyen teendői lennének az államnak, hogy ez a helyzet változzék. Röviden érintjük az egyén szerepét, majd számba vesszük egy lehetséges koherens megtakarítási- és ösztönzőrendszer elemeit. Kiemeljük egy bölcsen meghatározott default portfólió fontosságát. Végül a pénzügyi közvetítők feladatairól, felelősségéről és fontosságáról ejtünk szót, valamint arról, milyen módon képzelhető el az állam és az öngondoskodásért felelős egyén együttműködése.

1. BEVEZETÉS

A Nyugdíj és Időskor Kerekasztal 2007–2009 között megkísérelte meghatározni azokat a fő opciókat, amelyek mentén gondolkodni lehet a következő évtizedek hazai nyugdíjrendszeréről. Elvégeztük több lehetséges irány társadalmi és gazdasági hatásvizsgálatát, elsősorban azt elemezve, hogy bizonyos döntéseknek, értékválasztásoknak milyen hatásai lehetnek egyes fontos mutatókra, a nyugdíjak szintjére, eloszlására, a járulékokra, a teljes nyugdíjkiadásokra, a hiány alakulására, a rendszerből kiesők számára és azokra, akiknek nagyon alacsony lesz a járandósága.

A kerekasztal számos egyéb kérdéssel is foglalkozott, amelyeket összefoglal a 2009 végén elektronikus, 2010 elején nyomtatott formában elkészült jelentés. Folytattunk vitát az előtakarékosági kérdésekről is, de erről végül a testület nem fogadott el anyagot a munkáját lezáró jelentésbe. Ugyanakkor ezt írtuk a jelentés előszavában:

„(...) nem tárgyaljuk részletesen az önkéntes nyugdíj-előtakarékoság kérdéseit. Ez a téma kétségtávolul igen fontos, a hatásvizsgálat alapján is jól látszik, hogy szerepének a jövőben nőnie kell, ha további adósság felhalmozása és/vagy magas mértékű járulékok/adók

1 http://nyugdij.magyarorszagholnap.hu/images/Nyugdij_kerekasztal_jelentes.pdf, illetve Jelentés a Nyugdíj és Időskor Kerekasztal tevékenységéről, Budapest, 2010

beszedése nélkül kívánunk elérni egy elfogadható mértékű, teljes nyugdíjhelyettesítést. Vizsgált paradigmáink között van olyan is, amely az időskori jövedelmek forrásának nagy részét ide helyezné át. Az öngondoskodás eszköztárával kapcsolatban az elmúlt húsz évben nem alakult ki egységes megközelítés Magyarországon, a szabályozók, az adókörnyezet ad hoc módon változnak szinte évről évre, kiszámíthatatlanul, a stabilitás jeleit nélkülözve. Javasoljuk, hogy a jelentésben leírtakat is figyelembe véve, a döntéshozók először alakítsanak ki egy világos képet arról, hogy a kötelező rendszereken kívüli előtakarékosságnak milyen stratégiai szerepe legyen a jövőben. Ehhez kell azután igazítani az intézményrendszert, az eszközöket, a kedvezményrendszert – ezt világos, átlátható módon kell bemutatni, és azután tartósan változtatlanul kell hagyni. Ellenkező esetben már középtávon is még nehezebb helyzetbe hozzuk nyugdíjrendszerünket.”

A mostani írás első részében bemutatjuk a hatásvizsgálat néhány kiemelt megállapítását. A második rész arról szól, hogy az öngondoskodás szempontjából mindebből mi következik: mi az egyén, az állam és a pénzügyi közvetítői szektor feladata, felelőssége, és merre lehetnek a kitörési pontok a mai helyzethez képest.

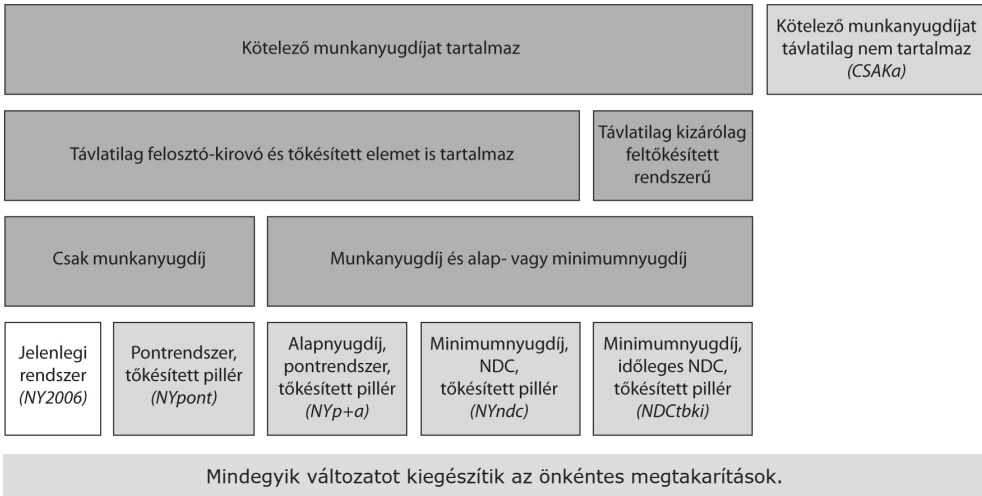
2. TANULSÁGOK A NYUGDÍJ KERESZTAL MUNKÁJÁBÓL

Elsőként röviden bemutatjuk azokat a nyugdíjrendszer-opciókat, amelyek a kereszttal hatásvizsgálatának tárgyai voltak. Ez az írás nem ezeket kívánja érdemben tárgyalni, de az alábbi ábrák pontos értelmezéséhez ez elengedhetetlen.

Öt, jellegében eltérő paradigmát vizsgáltunk. Ezek közül az első abban különbözik a jelenlegitől, hogy a tb-pillér első logikáját a pontrendszer veszi át, egyebekben – kötelező munkanyugdíjra alapul; első és második pilléres vegyes rendszer; alap- vagy minimumnyugdíj hiánya – változatlan. A másodikban a pontrendszer mellett már megjelenik egy rezidensi jogon mindenkinek járó alapnyugdíjelem is. A harmadik vizsgált paradigma a névleges egyéni számlás (NDC) rendszer, amely idősebb (a modellben 70 éves) kortól tartalmazza, hogy a minimumnyugdíjra egészítsék ki azoknak a járandóságát, akiknek az egyébként nem érne el ezt a szintet. A negyedik változatban távlatilag megszűnik a felosztó-kirovó elem, és csak a tökécsített pillér marad fenn (az átmenet során az első pillér működése itt is NDC-elvű, és itt is belép a kiegészítés a minimumnyugdíjra). Végül az ötödik változatban távlatilag teljesen megszűnik a kötelező munkanyugdíjelem (mind az első, mind a második pillér), és kizárólag egy általános rezidensi alapnyugdíj marad fenn. Mindegyiket kiegészítik az önkéntes megtakarítások, ennek szerepe értelemszerűen az utolsó változatban a legnagyobb.

1. ábra

A hatásvizsgált paradigmák osztályozása



1. táblázat

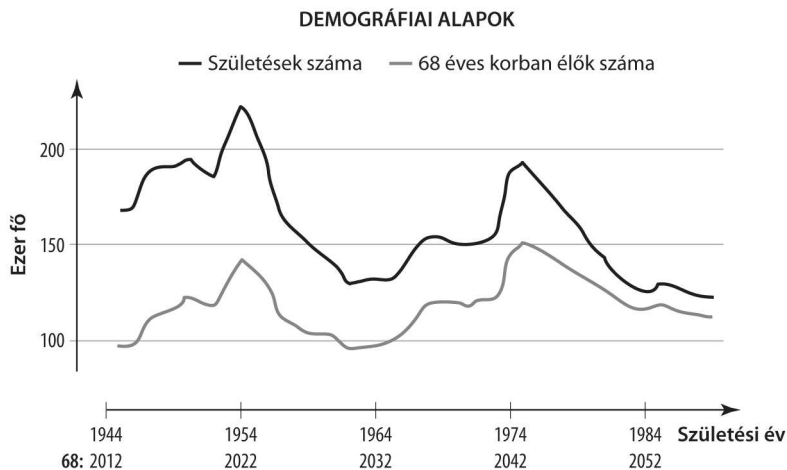
A hatásvizsgált paradigmák összetevői

A hatásvizsgált paradigmaváltozatok		NYpont	NYP+a	NYndc	NDCtbki	CSAKa
alapnyugdíj	alanyi		X			X
	rászorultsági (minimumnyugdíj)			(x)	(x)	
tb-munkanyugdíj	pontrendszeres	X	X			
	névleges egyéni számlás			X		
magánnyugdíj		(x)	(x)	(x)	X	

Bármelyik változatban gondolkozunk is, mindegyik beágyazódik a demográfiai és foglalkoztatottsági háttérbe, attól nem függetleníthetjük az összképet. A következő ábrán egyszerre látjuk a születések számának hullámzását, a Ratkó-generáció és az ő gyermekeik (a „visszhang”) belépését, illetve azt, hogy a várható élettartam is folyamatosan nő. Emiatt, míg a hetvenes években született „visszhang” lélekszáma elmaradt a szüleikétől, mégis, amikor ők nyugdíjba mennek a 2040-es években, létszámuk 68 éves korukban magasabb, mint azoké, akik a most előttünk álló évtizedben vonulnak ki az aktív korosztályból. A Ratkó-korosztály gyermekei tehát nagyobb nyomást fognak helyezni a nyugdíjrendszerre. Ugyancsak láthatjuk azt, hogy az előttünk álló évtizedekben szinte végig magasabb lesz a 68 évesek száma, mint ma – arányuk pedig az alacsony gyermekszám miatt még inkább nő.

2. ábra

**A születések és a 68 éves korban élők számának alakulása
az 1944–1989 között született évfázatokban**



A kerekasztal jelentése definiálta a nyugdíjbiztosítási hozzájárulás alapja (NHA) mérőszámot: egy évi teljes jogszerezés az átlagkereset mentén 1 NHA-t ér. Rövidebb jogszerezés egy adott éven belül, vagy az átlagkeresetnél alacsonyabb bér egynél kevesebb NHA-t jelent, magasabb bér többet. Valójában a jól ismert „pont” fogalmáról beszélünk, amelyet a jelentésben azért nem használunk a keveredések elkerülése érdekében, mert több pontrendszeres paradigmát is definiáltunk, azok azonban némely jellemzőjükben eltérnek egymástól. Azt szoktuk tipikusnak tekinteni, ha valaki 40 évig dolgozik, és minden évben az átlagkeresetet keresi. Ekkor neki 40 NHA-ja lenne. Fontosnak tartottuk világosan bemutatni azt is, hogy ez egyáltalán nem tipikus, épp ellenkezőleg.

A 2. táblázat legutolsó sorának „NHA” elemével érdemes kezdeni. Vizsgálatunk az 1954 és 1989 közötti 36 évfázatra terjed ki, abból az egyszerű okból, hogy a legidősebbek még, a legfiatalabbak – jellemzően, többségében – már bent vannak a munkaerőpiacon, így van róluk ismeretünk. Ennek a populációnak 60 éves korában az átlagosan megszerzett NHA-ja mindössze 28. Ráadásul ezen átlagos szám alatt van közel kétharmaduk, míg 35%-uk esetében ennél magasabb ez az érték. Ez jól mutatja, hogy a megszerzett 40 NHA egyáltalán nem tipikus (még ha a 60 évnél valamivel magasabb is az az életkor, ahol a 40 év szolgálati viszony reálisan elérhető a felsőoktatás miatt). Azt is láthatjuk, hogy átlagosan kevesebb, mint 33 szolgálati évet szereznek 60 éves korukig, ami nem azt jelenti, hogy 27 évesen állnak jellemzően munkába, hanem hogy a többnyire 18–24 évesen megkezdett munkaerőpiaci pálya nem lesz folyamatos.

2. táblázat

A nyugdíjbiztosítási hozzájárulás alapja (NHA) 60 éves korban

	Szolgálati évek száma	NHA	Átlag alattiak (%)	Átlag felettiak (%)
<i>Csak tb-tagok</i>				
Alfa	37,0	27,2	66,6	33,4
Béta	31,8	18,3	85,3	14,6
Gamma	26,6	15,1	90,1	9,9
Átlag	33,1	21,9	77,3	22,7
<i>Magánpénztári tagok</i>				
Alfa	35,9	37,0	50,0	50,0
Béta	30,0	28,8	56,6	42,5
Gamma	27,1	19,5	83,0	17,0
Átlag	32,7	32,0	56,1	43,9
<i>Összesen</i>				
Alfa	36,4	33,0	56,7	43,3
Béta	30,5	25,7	64,4	34,4
Gamma	26,8	16,6	87,7	12,3
Átlag	32,8	27,9	64,7	35,3

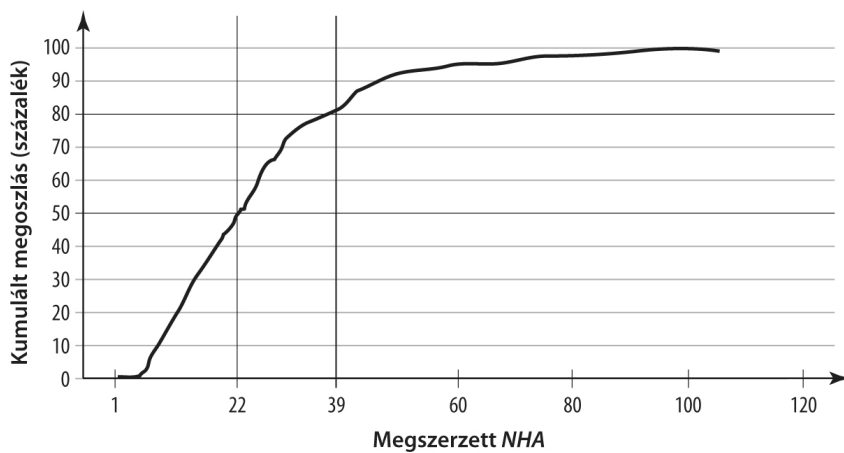
Kétféle bontás fontos még – és ez érdemleges tanulság lesz majd, amikor az öngondoskodásra, az előtakarékosági rendszerek ösztönzési elemeire, azok célzási pontosságára térünk vissza a későbbiekben. Az egyik csoportosítás az úgynevezett „alfák”, „béták” és „gammák”, akik – az *Augusztinovics Mária* által bevezetett fogalmakkal – az év minden napján, egyik napján sem, vagy a két véglet között rendelkeznek munkaviszonnyal (ez utóbbiakat tovább szokás és lehet bontani, de ezt most nem tesszük meg). Nem meglepő módon azt látjuk, hogy a munkaerő-piaci helyzet szempontjából szerencsésebb alfák NHA-ja 60 éves korban 33, amely 5-tel meghaladja az átlagot, és szolgálati éveik száma is magas (náluk nagy többségben lehetnek a felsőfokú végzettséggel, majd folyamatos munkaviszonnyal rendelkezők). A másik véglet a munkaerő-piacról erősen kiszoruló gammák, akik nagyon kevés NHA-t és szolgálati évet szereznek.

Érdekes és tanulságos az eltérés a csak tb-tagok és a vegyes rendszerbe befizetők között. Míg megszerzett szolgálati éveik nem térnek el érdemben, NHA-juk között 50%-os a különbség. Ez azt mutatja, hogy részben létrejött egy „önselektció” (a magasabb jövedelműek és iskolázottabbak léptek át önkéntes választással a vegyes rendszerbe), másrészt a kötelezés miatt a bekerülő pályakezdők is eltolják a vegyes rendszer tagságát a fiatalabbak és így magasabban képzetebbek irányába. Itt érdemes megemlítenünk, hogy a kerekasztal számításában a felsőoktatási expanzió és a magasabb képzettség automatikusan magasabb foglalkoztatáshoz vezet, amely nem biztos, hogy ennyire egyértelmű lesz a következő évtizedekben, de a modellezésben csak ezzel a feltételezéssel tudtunk élni.

Összességében tehát: átlagosan sem lesz túlzottan magas a megszerzett jogosultság, és azon belül igen erős a szóródás. Láthatjuk, hogy a népesség fele legfeljebb 22 NHA-t szerez 60 éves koráig, és a „bűvös” 40 fölé kevesebb, mint 20 százaléuk jut el.

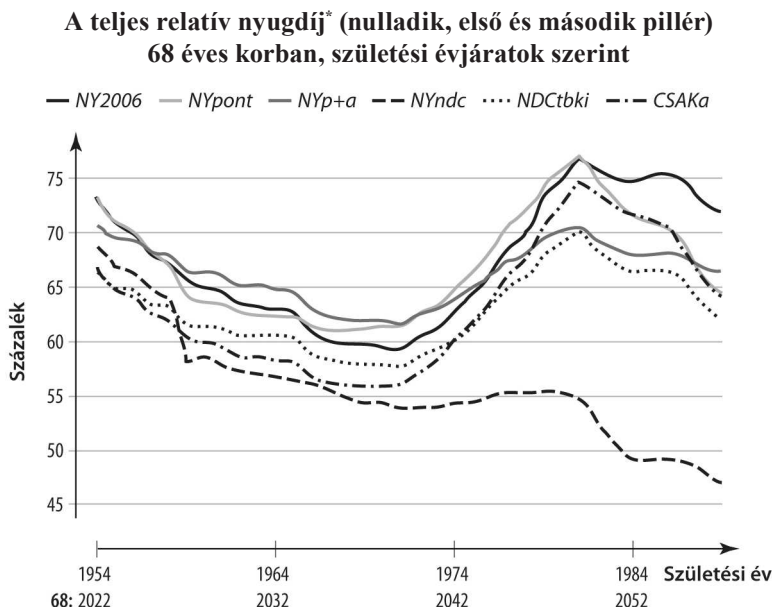
3. ábra

A nyugdíjasok létszámmegoszlása a 60 éves korban szerzett NHA szerint



Érdemes mindezek után kétféle megközelítésben vizsgálni a relatív nyugdíjak (az adott évi nettó átlagkeresetek arányában számított nyugdíjak) alakulását a kerekasztal által vizsgált paradigmák esetében: születési évjáratok, illetve a megszerzett NHA-k szerint (ez utóbbi az összes születési évjárat összességében értendő). Modellünk előrebecslései szerint a paradigmák – egy kivétellel – hasonló pályát írnak le: az 1970 körül születettek 68 éves korban számított relatív nyugdíja (2040 körül) a legalacsonyabb 55-60 százalékos szinttel, majd ez ismét megnövekszik az 1980 körül születettek esetében 2050 körül 70-75 százalékra. Ennek okai között szerepelhet az az előbb már említett feltételezés, hogy a hetvenes évek közepén születetteket először elérő, nagymértékű felsőoktatási expanzió és a folyamatosan növekvő képzettség magasabb munkaerő-piaci státuszokba vezet. Ugyancsak egyre inkább meghatározzák a számítást a magánpénztári hozamok (hiszen a fiatalabb évjáratok már mind vegyes rendszerbeli tagok), amelyekre a még hosszú felhalmozási idővel rendelkezőkre vonatkozóan éves átlagban 5 százalékos reálhozammal, míg a közvetlenül nyugdíj előtt állókra 3 százalékos reálhozammal számol a modell.

4. ábra



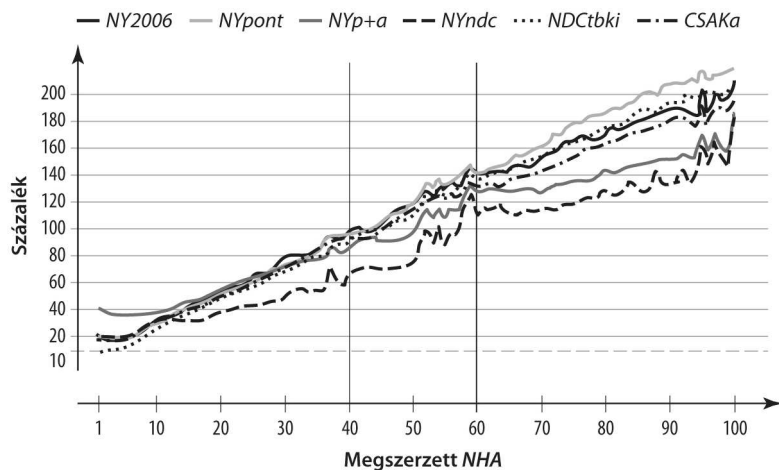
* Relatív nyugdíj: nyugdíj az adott év nettó átlagkeresetének százalékában

Az előbb említett egyetlen kivétel, ahol az összkép más, a névleges egyéni számlás (NDC) rendszer, amely a kerekasztal modellezési keretei között a nyugdíjrendszer további adóssággenerálásának megfékezését a relatív nyugdíjszintek csökkentésével valósítja meg. Ezt általánosítva is értelmezhetjük: egy olyan rendszer, amely nem vesz igénybe költségvetési támogatást, hasonló nyugdíjba vonulási korprofilok mellett ennyivel alacsonyabb nyugdíjakat képes átlagosan fizetni.

A 60 éves korig megszerzett NHA-k függvényében kimutatott, 68 éves korban fennálló teljes relatív nyugdíjszint alakulása azt mutatja: minden paradigma többé-kevésbé követi azt az elvet, hogy aki több jogosultságot szerez, annak több lesz a nyugdíja. Vannak olyan megközelítések (leginkább a mindenkinek alapnyugdíjat is biztosító opció), amelyben több az átcsoportosítás és kisebb az ösztönző linearitás, míg más paradigmák egyértelműbben lineárisak, de az összkép hasonló: 20-30 NHA alatt a nyugdíjak a nettó átlagkeresetek legfeljebb 40-50 százalékát érik el, és a munkaerőpiacról leginkább kiszorulóknak nyugdíja a legtöbb változatban rendkívül alacsony. Korábban láttuk, hogy a népesség 60-70 százaléka 20-30 NHA alatt helyezkedik el. A magas (már 40 vagy azt meghaladó) NHA-k magas, a nettó átlagkeresetet elérő vagy meghaladó nyugdíjakhoz vezetnek, de arányuk kevesebb, mint a majdani nyugdíjasok egyötöde. Tegyük hozzá, hogy amikor „magas” nyugdíjról beszélünk, a mai nettó átlagkeresetnek megfelelő összeg körülbelül havi 450 euró (a jelenlegi árfolyamon körülbelül 120 000 Ft), ami minden, csak nem magas.

5. ábra

**A teljes relatív nyugdíj* (nulladik, első és második pillér)
68 éves korban, a 60 éves korig szerzett NHA szerint**

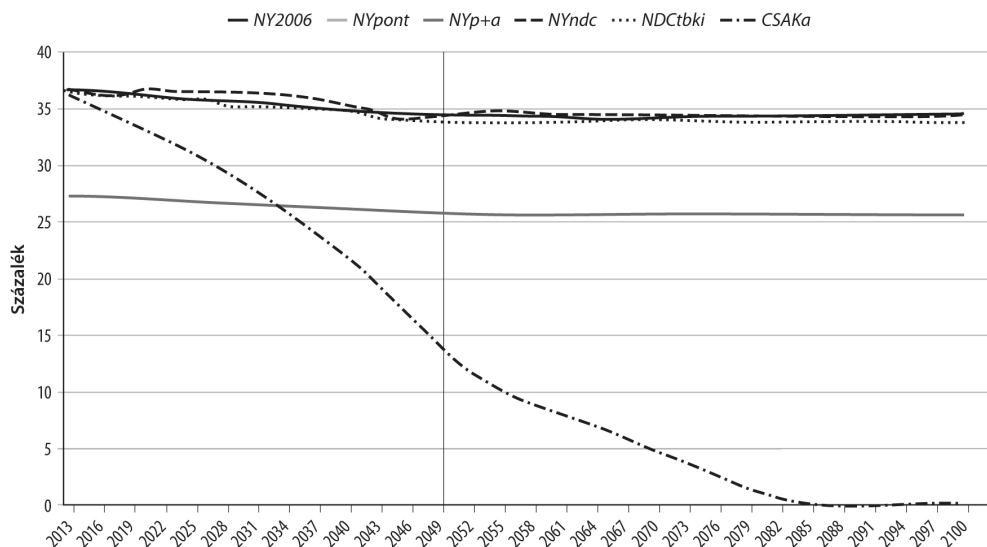


* Relatív nyugdíj: nyugdíj az adott év nettó átlagkeresetének százalékában

Ahhoz, hogy értelmezni tudjuk a relatív nyugdíjakról, azaz a kifizetésekről bemutatott képet, együttesen kell vizsgálnunk a rendszer forrásaival: a járulékbefizetésekkel, illetve a költségvetési támogatással. A modellezés során a járulékszintet a maihoz képest alapvetően nem módosítottuk. Ezalól kivétel az az eset, amikor a nyugdíjnak átlagosan közel a felét egy rezidensi jogon járó alapnyugdíj adná, amelyeknek a fedezetül általános adóbevételek szolgálnának, és így a járulékszint csökkenne. Eltér az az eset is, amelynek célja hosszú távon a kötelezésre alapuló rendszer fokozatos kivezetése úgy, hogy kizárólag egy alapnyugdíjat tartana fenn – ebben az opcióban fokozatosan megszűnnek a járulékfizetők. A legtöbb esetben azonban a korábban bemutatott relatív nyugdíjpályákhoz a mai járulékszintek kapcsolódnak.

6. ábra

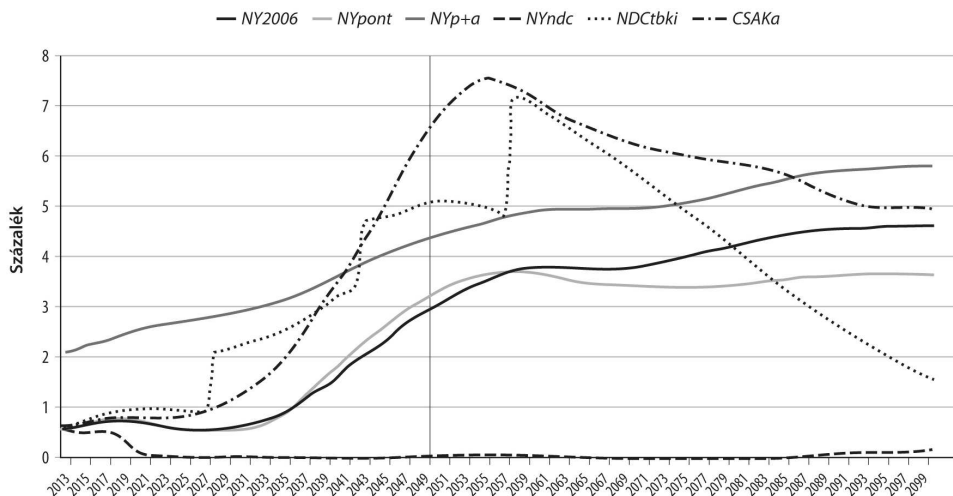
**A beszedett járulékok (rokkantnyugdíjjal együtt)
és befizetett tagdíjak összege a teljes bértömeg százalékában**



A másik fontos kérdés az, hogy ha tudjuk, mennyi a relatív nyugdíj, és mennyi folyik be, ahhoz mennyi kiegészítő költségvetési támogatás szükséges. Ez nem kevés, az előttünk lévő két évtized kézben tarthatóbb szintjét követően ismét az éves GDP több százalékos hiányát láthatjuk. Van, ahol nagy átmeneti megugrás után ez csökken, de többségében jelentős szinten áll be. A fent leírtaknak megfelelően az NDC-rendszer az, amely nem termel többlethiányt.

7. ábra

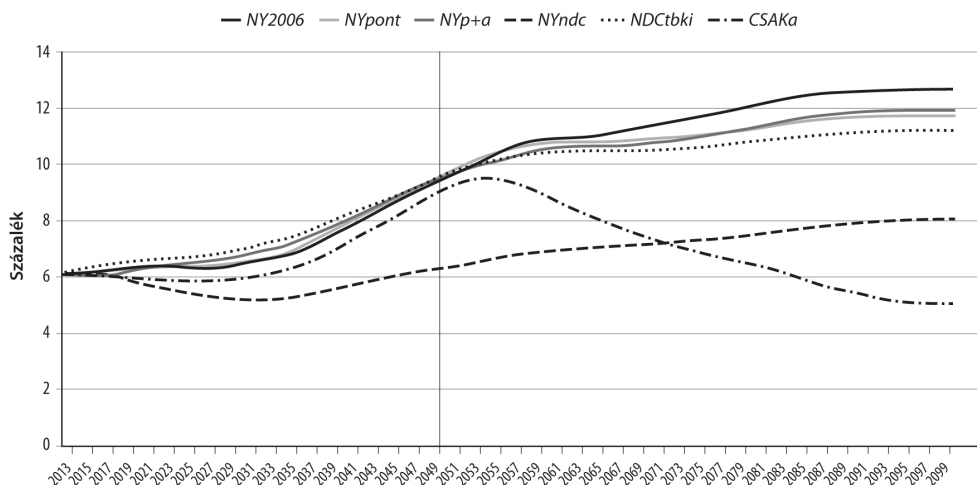
**A teljes költségvetési finanszírozás szerepe
a teljes öregségnyugdíj-kiadások finanszírozásában a különböző
paradigmák esetében (a GDP százalékában)**



Összességében a teljes nyugdíjkiadások mértéke a legtöbb változatban növekvő pályán van, és már az évszázad közepén a GDP mintegy 10 százalékát teszi ki.

8. ábra

A teljes öregségnyugdíj-kiadások a GDP százalékában



3. MI KÖVETKEZIK MINDEBBŐL?

Az összkép az, hogy az elfogadható szintű teljes átlagos relatív nyugdíjszint magas járulékulcsokba, és még így is magas hiányba kerül, miközben a nyugdíjrendszer kiadásai magasak, és ezzel együtt is sokan számíthatnak igen alacsony összegű nyugdíjakra.

A hatásvizsgálat eredményeihez három fontos kiegészítés tartozik.

- A 2009 nyarán kihirdetett változásokhoz képest ezek az előrebecslések még nem tartalmazzák a bejelentett korhatáremelést és indexálási változásokat (a 13. havi nyugdíj kivezetését azonban igen). Emiatt a nyugdíjszintek–járulékok–hiány hármasának összképe valamelyest kedvezőbb is lehet.
- A számítások nem tartalmazznak olyan visszacsatolásokat (pontos összefüggések és empiria hiányában), hogy egy áttekinthetőbb nyugdíjrendszer, amely azt ígéri, hogy a befizetésekkel szorosabb viszonyba kerülnek a kifizetések, önmagában mennyire emelné esetleg a befolyó járuléktömeget.
- Az előrebecslések paraméterei többnyire a jelenlegi helyzetből indulnak, azt vetítik előre. Ez részben azt jelenti – a korábban bemutatottak szerint –, hogy a foglalkoztatási helyzet a felsőoktatásban végzetek emelkedő arányával párhuzamosan javul, de egyéb jellemzőiben változatlan, másrészt pedig azt, hogy legalább a jelenlegi szinten megmarad a járulékfizetési képesség és készség. Más szavakkal, a nyugdíjrendszerrel szemben fennálló általános szkepszis ellenére, a modell magas járulék szintjei mellett sem romlik tovább a járulékfizetőktől érkező befizetések dinamikája. Noha egyes vélemények szerint az igen alacsony hazai aktivitási és foglalkoztatási helyzet csak jobbra fordulhat, nem elhanyagolható a veszélye annak sem, hogy az előrebecslések még így is inkább túl optimistának bizonyulnak.

A hosszú távú hatásokra vonatkozólag ugyan nem feltétlenül releváns jelzés, de mindenesetre figyelemre méltó, hogy a 2009–2010-es jelentős megszorítás a nyugdíjak terén (amely első lépésben, rövid távon a 13. havi nyugdíj kivezetésében érhető tetten) nem járt párhuzamos hiánycsökkenéssel. Ugyanis a még tovább csökkenő foglalkoztatás és a megtorpanó bérek a kiadáscsökkenéshez hasonló mértékű bevételelmaradáshoz vezettek. Miközben a világ egyidejűleg próbál talpra állni a drasztikus visszaesésből, egyáltalán nem tűnik nyilvánvalónak, hogy Magyarország ebben a versenyben mitől fog tudni érdemi foglalkoztatásbővülést elérni, mitől kezd el képződni az a hazai tőke, amely tömeges munkahelyteremtésre képes, és miért éppen ide özőnlene vissza a külföldi befektetők szűkösebbé vált tőkéje. A talpra állás megteremtése nem lehetetlen, de megfontolt, sikeres gazdaságpolitikát igényel. A veszély tehát az, hogy a kiadások csökkentése esetleg hosszú távon sem abba a hiánymérséklésbe megy át, amit várnak tőle.

Ezért, amikor az öngondoskodás szerepéről kezdünk morfondírozni az alábbiakban, három fő kérdésre keressük a választ.

1. Mi az egyéni előtakarékosság stratégiai szerepe akkor, ha tartunk tőle, hogy az idealizált nyugdíjszintek a foglalkoztatási háttér, a kapcsolódó járulék- és hiányszintek, valamint a gazdaság szereplőinek viselkedési mintái miatt nem feltétlenül tarthatók?

2. Hogyan próbáljuk kezelni a várható nyugdíjszintek közötti szóródást, különösen a sok igen szegény jövőbeli nyugdíjast?
3. Mindebből mi következik az intézményekre, szabályozásra és ösztönzésre nézve?

3.1. Egy számpélda

A további gondolkozás elősegítésére vegyünk ezen a ponton egy leegyszerűsített számpéldát. Próbáljuk megválaszolni azt a kérdést, hogy ha havi 20 000 Ft nyugdíj-kiegészítést kívánunk elérni (reálértéken), azaz az átlagos nyugdíjakhoz képest a helyettesítést 20-25 százalékkal meg kívánjuk növelni, milyen teendőink lehetnek. Először nézzük meg azt a helyzetet, hogy a gondos és előrelátó szülők gyermekük megszületésének napjától folyamatosan félretesznek reálértéken változatlan összeget, amit majd ő folytat a maga számára felnőtt korában. A leegyszerűsített példánkban 60 év felhalmozási, majd 20 év lehívási időszak szerepel, ez utóbbiban havi 20 000 Ft reálértékű összegekkel.

A kamatos kamat hatalmasan erős. Ha óvatosan úgy számolunk, hogy a 60 éves felhalmozási időszak alatt reálhozamunk átlagosan csak évi 3%, míg a lehívási időszakban 0% (azaz csak az inflációt követjük), akkor is elegendő havi 2400 Ft, azaz napi 80 Ft félretétele az első naptól kezdve! Egy ennél bátrabb számítással – 5%-os éves átlagos reálhozam mellett a felhalmozási és 3% átlagos reálhozammal a lehívási időszakban – ugyanez az összeg nem éri el a havi 840, a napi 28 Ft-ot sem.

Látjuk tehát, hogy havi ezer-kétezer mai értékű forintot félretéve, a szülő gyermekének, majd ő önmagának biztosíthat az átlagnyugdíjakhoz képest nem elhanyagolható kiegészítést. El szoktuk mondani, hogy minél később kezd az ember ráébredni az előtakarékoság fontosságára, annál nehezebb lesz. Ugyanezt a leegyszerűsített számpéldát úgy elvégezve, hogy az egyén csak 40 évesen kezd félrerakni magának öregkorára (amikor már a lakása megvan, gyermekei kezdenek kirepülni), az összkép gyökeresen eltérő. Óvatosabb számítással 14 700, de agresszívebb tervezéssel is több mint 8900 Ft a havonta félreteendő összeg. A különbség 6-10-szeres.

4. ÖNGONDOSKODÁS – ÁLLAM, MUNKÁLTATÓ, PÉNZÜGYI KÖZVETÍTŐK

Az állam az elmúlt húsz évben nem volt képes kialakítani azt, hogy igazából mit is gondol az egész „öngondoskodási” kérdésről, hogyan kívánja kezelni, támogatni. A kedvezményrendszer gyakran változik, nem is mindig konzekvensen. Néha egyes termékcsoportok vagy szolgáltatótípusok kerülnek előnyösebb helyzetbe, a pillanatnyi érdek és a lobbierő sem kevésbé befolyásolja ezeket. Ennek is – bár nyilván nem csak ennek – köszönhetően, sem a végfelhasználó ügyfelek, sem a pénzügyi közvetítő szolgáltatók nemigen képesek stratégiai megközelítésben kezelni az előtakarékoságot.

Márpedig a korábban leírtakból egyértelműen következik, hogy az öngondoskodásnak nagyobb szerephez kell jutnia a jövőben, mivel a mai rendszer szét fogja feszíteni a kereteit. Előbb-utóbb nem lesz mód akkora méretű központi rendszert fenntartani, amely az elvonások szintjét is elfogadható, elviselhető szinten tartja, és a nyugdíjak is elegendő mértékűek

mind átlagosan, mind többségükben. Ezért az államnak elemi érdeke, hogy előrelépés történjen ezen a területen.

Vegyük sorra azokat az érveket, amelyek azt indokolják hogy miért nem takarít meg ma öreg napjaira a magyar:

1. A legtöbb esetben nincs miből – a napi szükségletek fogyasztása mellett nem marad.
2. Nem látja szükségét: az állam mindig megoldja a problémákat, és úgysem fogja hagyni nagy tömegben érdemi szintű nyugdíj nélkül az időseket, kerül, amibe kerül.
3. Alacsony a pénzügyi kultúra.
4. Nincs hit a hosszú távú intézményekben, abban, hogy a befektetett, félretett megtakarítások nem vesztek el az értéküket az évtizedek alatt.

A fenti felsorolásból is látható, hogy az államnak sokféle és gyakran nehezen megoldható feladata adódik:

1. Meg kell teremteni a lehetőséget az öngondoskodásra. Kisebb elvonásokra van szükség, több pénzt kellene az emberek zsebében hagyni. Ez távolról sem csak nyugdíj-kérdés; az egész gazdaság talpra állításnak ez az egyik erősen szükséges, de messze nem elégséges feltétele. Nem véletlenül szoktuk azt mondani, hogy a nyugdíjrendszer problémáinak nagy részét a nyugdíjrendszeren kívül kell orvosolni.
2. Meg kell teremteni az igényt is az öngondoskodásra, felépíteni azt a hitelességet, hogy ha az állam megígéri, hogy valami nem lesz, akkor az nem is lesz. Az alacsonyabb elvonások értelemszerűen azt is jelentik, hogy ezek kevesebb ígérvényt is keletkeztethetnek – azaz például alacsonyabb nyugdíjjárulék-befizetésekből alacsonyabb központilag nyújtott nyugdíjszintek lesznek (még ha a változás nem is feltétlenül teljesen lineáris, az alacsonyabb járulékszintek egy jobban működő gazdaságban akár vezethetnek nagyobb járulékfizető képességhez és készséghez is). Ez még automatikusan nem orvosolja az állam azon hitelességi problémáját, hogy ha megígéri, hogy kevesebbet fizet majd, akkor valóban el is hiszik, és nem kényszerítik ki az érdekelt választó tömegek végül az ingyenebédnek látszó, állami megfélemlést. A várakozások, a viselkedési minták átállítása nem megy egyik napról a másikra, kell hozzá egy-két erős, kemény precedens, ahol az állam megteremti a hitelességét, és/vagy szükséges egy-két új generáció, amely részben már más elvárásokkal érkezik, illetve a saját bőrén tapasztalja meg a hitelességet.
3. Némileg hasonló a helyzet a pénzügyi kultúrával. Kell és lehet sokat harcolni azért, hogy az emberek értelmesebben, tudatosabban kezeljék pénzügyeiket, de az elmúlt húsz év megmutatta, hogy ez rendkívül lassú és nehéz meccs. Az iskolákba behatolva lehet ezt felgyorsítani; az erre vonatkozó, pozitív tapasztalatok az elmúlt évekből mindenképpen a programok felerősítését indokolják, és jóval nagyobb állami – nem csak pénzben mérhető – támogatást igényelnek és alapoznak meg.
4. Az államnak szabályozó és ellenőrző szerepkörében óriási feladata és felelőssége, hogy az intézményrendszer átláthatóan, megbízhatóan, hatékonyan és versenyszerűen működjék, hogy az ügyfelek ne gyanakvással forduljanak a kötelező rosszhoz, a bankhoz, biztosítóhoz, alapkezelőhöz stb. Ki kell alakítani és következetesen fenntartani az intézményrendszert, szabályozókat, kedvezményeket. Elő kell segíteni és

kontrollálni a közvetítőrendszer működését jó törvényekkel és működőképes, hiteles felügyelettel, segíteni kell abban, hogy kialakuljon az emberek bizalma az intézmények több évtizedes működésében.

Egy olyan rendszer kialakítására van szükség, amelyben egyszerű, könnyen elérhető, olcsó tömegtermékek kerülhetnek az ügyfelek számláira. Ez az állam mellett a közvetítőrendszer érdeke is. Ha majd egyszer valaki megírja a pénzügyi közvetítői szektor első húsz évének történetét, érdekes lesz megfigyelni: vajon összességében megérte-e a piaci szereplőknek az, hogy a nyilvánosság, átláthatóság és a tisztességes ügyfél-tájékoztatás elvárásainak legfeljebb igencsak félszívűen feleltek meg?

Fontos feladat azt is elérni, hogy az öngondoskodás támogatásának célzása jobb legyen. Amint a számpéldában láttuk, ha kellően korán kezdjük, akár havi 2000 Ft reálértékű konzekvens megtakarítás is nagyon sokat számíthat. Ma is élnek köztünk igen sokan, akiknek ennyi tartaléka sem marad egy hónapban, és pontosan ők azok, akiknél – illetve, az ő gyerekeiknél – lenne a leginkább szükség egyébként az állami nyugdíj kiegészítésére. Éppen azok nem tudnak pár ezer forintot félretenni havonta, akiket ritkán jelentenek be olyan fizetésen, amelyből érdemi nyugdíj lesz, és az ő gyerekeik indulnak olyan családi háttérrel, amelyen az iskolarendszer már nemigen tud segíteni, újratermelve ugyanezt a helyzetet.

Velük szemben a ma már szűkülő támogatásokat éppen azok veszik igénybe, akik viszont képesek megtakarítani, és akiknek nyugdíja is lesz. Az a mintegy 1,3 millió önkéntes nyugdíjpénztári tag (illetve közülük a valódi befizetők, és nem az „alvó számlák” tulajdonosai) nagyjából azoknak a maradéka, akik a formális szektorban még mindig rendszeresen bejelentve, munkahellyel és munkahelyi támogatással bírnak – közalkalmazottak, nagyobb vállalatok, multik alkalmazottai, továbbá a nagyon tudatosak. Ők kapnak az amúgy is megszolgált állami nyugdíjuk mellé munkahelyi kiegészítő támogatást is, amely a munkáltatónak valamivel olcsóbb, mint a bér kifizetése.

A formális gazdaságban nem dolgozók, a minimálbéren bejelentett tömegek, a jellemző hazai kvv-k alkalmazottai vannak a legkevésbé lefedve, ők az egyéni megtakarítások hiánya mellett ilyenfajta munkáltatói támogatásban sem rendelkeznek. Eközben a skála másik végén azokat, akiknek módjában áll havi 55 000 Ft-ot félretenni az önkéntes pénztári és a nyugdíj-előtakarékossági számlájára (nyesz), azt azonnal havi 16 500 Ft-tal, 30 százalékkal hozammal honorálja az állam. Jól látható tehát, hogy az öngondoskodás támogatásában meglévő perverz újraelosztás azoknak kedvez a nyugdíj-kiegészítésben, akik jóval kevésbé lesznek erre rászorulva.

Ami ezen segíthetne például, az egy alacsony összegű kiegészítés (*matching fund*). A ma egyáltalán nem működő babakötvény-konstrukció helyett lehetne akár egy olyan számla, amelyre az állam minden egyes gyermek megszületésekor jóváír 24 000 Ft-ot, majd vállalja, hogy – csökkenő mértékben és egy nem magasan meghúzott plafon mellett – kiegészíti a szülő saját befizetéseit egy bizonyos életkorig. A számlán halmozódó összeg kizárólag nyugdíj-kiegészítésre vehető majd igénybe sok évtized múlva, viszont kamat- és árfolyamnyereség-adómentes. Egy ehhez hasonló konstrukció ötvözhetheti az elvárásokat: rászoktatja azok egy részét is kis összegek félretételére, akikről ez ma teljesen távol áll (ha az egyén nem folytatja a befizetéseket gyermeke – vagy ha már felnőtt, a saját – számlájára, nem esik el az eddigiektől, de nem is fér hozzá nyugdíjig). Nem kerül sokba – szinte biztosan kalibrál-

ható úgy, hogy a mainál ne költsünk többet megtakarítástámogatásokra, kedvezményekre, de jobban célozzunk –, és támogatást csak egy bizonyos életkorig ad, viszont biztosítja a hosszú távú megtakarításokért cserébe az adómentességet.

Nem biztos persze, hogy éppen ez a legjobb struktúra. Ez egy gondolat kísérlet, amely pontosításra és kalibrálásra, és persze egyéb részletek, például a felmenő rendszerű bevezetés finomhangolására szorul. Inkább példának szántuk arra, hogy milyen szempontok mentén lenne érdemes végiggondolni az öngondoskodás-támogatás stratégiáját és eszközrendszerét.

4.1. Kis kitérő: a munkáltató

Habár azzal érvelünk, hogy azok szorulnak kevesebb támogatásra, akik biztosabb munkahellyel rendelkeznek, ez nem jelenti azt, hogy ne használjuk ki azt a lehetőséget, amelyet a munkáltatók képesek nyújtani. A munkahelyhez kötődő, önkéntes pénztárak adják ma is az előtakarékosság talán legfontosabb elemét – az aktívak egy szeletének. Érdemes lehet tehát fenntartani valamennyi előnyt, amellyel ennek a munkáltatói támogatásnak a működtetése jár, hogy a rendszer fenn is maradjon. Ennek számszerűsítését, kalibrálását a korábban leírtak szerint együtt, összehangoltan kell elvégezni a többi kedvezményével, annak érdekében, hogy mind az állami költségvállalás (elmaradt adóbevételek), mind a célzás pontossága megfelelő legyen.

Ugyanakkor más országok tapasztalata alapján megfontolás tárgyává lehet tenni egy olyan rendszert is, amelynél az újonnan belépő munkavállaló számára kifizetendő nettó bérből egy kis összeget automatikusan az alábbiakban bemutatandó *default* portfólióba utalnának át hosszú távú nyugdíj-előtakarékossági célra – hacsak az egyén nem kéri külön, hogy ez ne történjék. Mivel az átlagembert jellemzően erősen noszogatni kell arra is, hogy a saját érdekében lépjen, és általában nem túl tájékozott, a döntés ilyen megfordítása akár hasznos is lehet – persze, megfelelő tájékoztatás és áttekinthetőség esetén.

4.2. Egy koherens rendszer

A kedvezmények újragondolásának elengedhetetlen eleme, hogy azt követően ne maradjon az egységes logikának ellentmondó részlet, kibúvó. A hazai szabályozás az utóbbi egy évben már tetővén elindult ebbe az irányba, de elég furcsa tánc lépésekkel. Az eddig agyontámogatott biztosítások, amelyek ebből a szempontból az előző jó néhány év nyertesei voltak, most hirtelenjében kiestek a rostán. Az egyetlen valódi nyugdíjcélú, nyugdíjig tartó kiegészítő megtakarítási eszköz, a nyesz kis híján elvérzett; máig sem vagyok képes megérteni, hogy vajon miért merült fel ez a gondolat. Megszülettek úgynevezett „hosszú távú” (azaz három és öt évre szóló), új, részben vagy teljesen kamatmentes számlakonstrukciók. A korábbi évekhez képest – amikor mindenféle termékek, illetve szolgáltatástípusok igencsak sokféle adókedvezményeket élveztek, amelyek hol összeadhatók voltak, hol nem – ez már kevésbé zűrzavaros, de még mindig távol van a tökéletestől.

Ennek megfelelően a mi elképzelésünk szerint:

1. A nyugdíjcélú kiegészítő megtakarítás nyugdíjig tart. Ebből a szempontból az önkéntes nyugdíjpénztár sem megfelelő, tíz év után ugyanis részben, tíz plusz tíz év után teljesen ingyen kivehető az összeg, miközben a befizetéseket erősen támogatták, a megtakarítások pedig kamat- és árfolyamnyereség-adómentesen gyarapodtak.
2. A közvetlenül adható kedvezmények többségét meg kell szüntetni, és ehelyett a minden egyéb megtakarítást sújtó kamat- és árfolyamnyereség-adó elkerülhetősége (25%-os többlethozam!) a vonzerő. Az önkéntes pénztári és nyesz éves állami számlajóváírás helyett a korábban leírt alacsonyabb, korlátozottabb és kevésbé rosszul célzó matching fund lehet indokolható.
3. Mindenféle rövidebb, pár éves megtakarítás támogatása ehhez képest erősen kérdéses. Ha ezek ugyanolyan adómentességeket élvezhetnek, akkor senki nem fog 40 évre előtakarékoskodni. A kettő közötti összhangot úgy kell megteremteni, hogy ne essünk ismét abba a csapdába, amikor úgy akarunk plusz jutalmakat adni a hosszú távú megtakarítóknak, hogy az kap többletkedvezményt, aki nem nagyon szorul rá.
4. Ne szorítsuk be a nyugdíjcélú kiegészítő megtakarításokat a hazai eszközökbe. Ez rendkívül veszélyes játék, hiszen ezzel éppen hogy növeljük az egyénnek azt a kockázatát, hogy a nehezen félretett pénzének a hozadéka is teljes mértékben aszerint alakul: mi folyik ebben az országban, a gazdaságban és a társadalomban. Ha azért noszogatjuk erőteljesen az önkéntes megtakarítások irányába az embereket, mert tartunk tőle, hogy az állam – növekedési, foglalkoztatási, demográfiai okokból – gondban lesz, mire az ő nyugdíjukat fizetnie kell majd, akkor miért gondoljuk, hogy jó ötlet ennek az egyetlen országnak az eszközeibe kényszeríteni a kiegészítő megtakarításokat? Megfelelő (nagy) nemzetközi kockázatmegosztás nélkül az egész elképzelés félkarú óriás, fogatlan oroszlán.

4.3. Hogyan fektessünk be?

Ide kapcsolódik a következő fontos kérdés: szükség van egy bölcsen meghatározott, automatikus (*default*) portfólióra. A megtakarítók túlnyomó többsége, még ha lassacskán valamelyest javul is majd a pénzügyi kultúra, értelemszerűen rá lesz szorulva, hogy valaki segítsen, mi is a megfelelő eszközösszetétel. Ne feledjük, a számpéldában bemutatott feltételezéseink 60 éves átlag 3-5 százalékos reálhozamot tartalmaznak. Ezt egyoldalú, alacsony kockázatú, kizárólag bankbetétekre, pénzpiaci eszközökre és kötvényekre alapuló, nem jól megosztott portfóliókkal nehezen fogjuk elérni. Egy másik feladat – erre az alábbiakban kitérünk – az olcsó, egyszerű és hatékony ügyfélkiszolgálás biztosítása.

A vagyonkezelési szakmában mindig is zajlott, és amíg a világ világ, zajlani is fog a vita az aktív vagyonkezelés hozzáadott értékének kérdéséről, az úgynevezett „alfa” (azaz rendkívül körmönfont elnevezéssel a többlethozam) megtalálási képességéről, és arról, hogy a kifizetett díjak utáni nettó hozam átlagosan jobb-e, mint a passzív vagyonkezelés, az indexkövetés eredménye. Mindkét oldal hívei cáfolhatatlan példákat tudnak felmutatni igazuk mellett. Az alapkezelésben eltöltött közel tizenöt – és a befektetési teljesítménymérés okta-

tásában töltött számos – év után az én véleményem megegyezik a klasszikusokéval: minden vagyonkezelő azt gondolja, hogy meg tudja verni a piacot, és minden ügyfél azt hiszi, hogy meg tudja találni azt a vagyonkezelőt, aki megveri a piacot; legtöbbször persze mindkettő téved. Ez nyilván a hatékonyabb piacokon igaz elsősorban, de a mi szempontunkból most ezek számítanak, hiszen az előbb mondtuk ki, hogy a szűk és egyoldalú kitettségű portfóliók a hosszú távú megtakarítások szempontjából túlzott kockázattal járnának.

Valószínűleg tehát olyan olcsó eszközökből álló, globálisan jól megosztott *default* portfóliókat célszerű összeállítani, amelyekből optimális nettó reálhozam-megtérülést várhatunk el hosszú távon, míg az aktív vagyonkezelés mázát és a vagyonkezelésre kifizetett többletdíjakat minimalizálni érdemes. Ilyen olcsó és egyszerűen elérhető eszközök léteznek, ezek az ETF-ek, a tőzsdén nagy tételben kereskedett passzív indexalapok, amelyek a világ szinte minden országának, régiójának részvény-, kötvénypiacaira, devizáira, árukra és egyébekre kiterjednek.

Több évtizedre jól összeállítani egy *default* portfóliót persze nem egyszerű. Nem is lesz időben változatlan, habár túl gyakran nem kell változnia, azzal épp a lényegét veszíti el. De, hogy divatos szóval éljünk, a „megatrendeket” valahol érdemes integrálnia. Ma például nem tudjuk, hogy a következő évtizedek az Egyesült Államok és Ázsia küzdelmében végül hová helyezik a hangsúlyt, erről is naponta hallhatunk véleményeket. De erről és hasonló nagyságrendű kérdésekről érdemes elgondolkodni, mert különben a túl leegyszerűsített (pl. 70% MSCI Global – 30% MAXComposite) mintaportfóliók nem lesznek feltétlenül megfelelőek.

Fontos kérdés, hogy *ki* gondolkodjon el erről. Lehetőleg ne a magyar állam mondja meg, hogy szerinte mi a jó portfólióösszetétel. Nem dolga, és nem is ért hozzá. Viszont az sem biztos, hogy jó megoldás, ha ahány szolgáltató, annyi mintaportfólió. Mint ahogy oly sok minden más ebben az írásban, ez sem olyan kérdés, amelyen csak mi törjük a fejünket Magyarországon. A jó *default* portfólió kialakítása szerte a világban izgalmas feladat, és a kötelező (második) pillérben talán még inkább az lesz. Most nem térünk ki sem erre, sem arra a húsba vágó kérdésre, hogy akár a hazai magánnyugdíj-pénztári rendszer nem működne-e jobban egy alpból választható automatikus, olcsó és hatékony központi portfólióval.

Nyilván szerepet kell játszania a megközelítésben az életciklus-elméletnek is, annak, hogy fiatalabb korban még lehet és érdemes több kockázatot vállalni, ami csökkenhet a nyugdíjhoz közeledve. E téren is számtalan részprobléma merül fel (például az egyik legfontosabb: a nyugdíjba menetel napjára kell-e teljes biztonságú és likviditású eszközösszetétellel tervezni, vagy sok éves, folyamatos lehívásra optimalizálunk). Ugyancsak érdekes megközelítés a *target-date* alapok kérdése, amelyről a *Hitelintézeti Szemle* e havi összeállításában is olvashatunk *Vízkeleti Sándortól*.²

További rendkívül izgalmas, a következő években nyilván egyre inkább kutatott kérdés lesz, hogy a fejlett világ általános öregedésének hatása az eszközarázásokra miként befolyásolja a tőkésített rendszereket, a hosszú távú előtakarékosság optimális portfóliószerkezetét. Vajon a fent említett „megatrendek” egyike lesz-e az, hogy a részvények uralma megtörik a demográfiai ciklusnak abban a részében, ahol fogy a megtakarítók utánpótlása? Az is ide tartozó kérdés, hogy mit gondoljunk a világ azon részeiről, ahol a demográfiai átmenet más

2 VÍZKELETI SÁNDOR: Új befektetési irányzatok a nyugdíjpénztárak számára: az életciklusalapok előretörése, 174–186. o.

fázisban tart, mint a fejlett világban, ugyanakkor a tőkepiacok (vagy akár a jogrendszerek) is egészen más jellemzőkkel bírnak.

Egy-két ország már elkezdett morfondírozni azon, miként lehetne kialakítani a „bölcsék tanácsát”, amely segítene meghatározni ezt a portfólióösszetételt. Sokféle változata elképzelhető, de nyilván olyan független testületnek kell lennie, amely a piac és az akadémia tudására, véleményére képes építeni, ugyanakkor a politika, az állam semmi módon nem befolyásolhatja. Nem egyszerű kérdés ez, amelyet nem is próbálunk most megoldani.

Végezetül fontos megemlíteni, hogy természetesen nem csak a *default* portfóliót lehet választani – ez csak segítség a többségnek –, mindenki úgy takarít meg, ahogy akar és tud. Ebből a szempontból a termékek és szolgáltatások sokszínűségének is tere nyílik, aktívan kezelt befektetési alapoknak épp úgy, mint akár az aktív portfóliókezelésnek. Nyilván a már meglévő, működő intézményi formákat sem kell felrúgni, az önkéntes nyugdíjpénztárak remek eszköz az előtakarékosagra – azzal, hogy valóban nyugdíjig felhalmozó eszközzé kell alakítani, az ösztönzőrendszert pedig a korábban leírtak szerint célszerű lehet újragondolni.

4.4. A pénzügyi közvetítők

Végül nézzük meg, hogy a pénzügyi közvetítői szektornak az öngondoskodás területén milyen feladata és felelőssége van, és miért jó ez neki. Az állammal kapcsolatban korábban már összefoglaltuk a teendőket, s annak negyedik pontjában (az intézményrendszer, szabályozók és kedvezmények kialakítása és fenntartása, a felügyelet ellátása) kapcsolódik össze az állam mint szabályozó és ellenőrző, illetve a pénzügyi közvetítő rendszer mint végrehajtó szerepe és felelőssége. Senki nem kívánja, hogy a bankok, biztosítók, alapkezelők és egyéb közvetítők kizárólag társadalmi felelősségvállalásból álljanak egy stratégiaileg felépített öngondoskodási rendszer mellé (habár pusztán CSR³-szempontból is értelmesebb cél lehet a jövő szegény nyugdíjainak problémájának és így a társadalmi feszültségeknek a csökkentése, mint az, hogy az Aggteleki-cseppkőbarlangban a denevérek jobban érezzék magukat).

Egész biztosan kialakítható az a rendszer, amely a nagy volumen – kis haszon alapelve alapján kivételesen mindenkinek (egyénnek, szolgáltatónak, államnak) jó lehet. Érdekes, hogy Ausztriában például hosszú ideje működnek a megtakarítási programok, ahol havi rendszerességgel nem nagy összegeket fektetnek be hasonló logikájú előtakarékosági céllal. A hazai banki-alapkezelői szolgáltatóknak ezt a mai napig sem sikerült meghonosítani (pedig emlékeink szerint már tíz éve is ábrándoztunk erről), azok a havi díjas, rendszeres életbiztosítások pedig, amelyek leginkább emlékeztetnek a fenti példára, nem népszerűek, de nem is túlzottan olcsók.

Érdeke-e a pénzügyi közvetítői szektornak, hogy olyan új ügyfélszegmensek szokjanak oda hosszú távú megtakarítóként, amelyek eddig a közelükben sem jártak, vagy éppen csak problémát okoztak? Érdekes lehet-e az, hogy ezek az ügyfelek egy idő után a keresztértékesítések szempontjából is figyelembe vehetők legyenek? Megéri-e a szokásosnál egy fokkal kevésbé vastagon fogni a ceruzát az árazásnál, és egyszerű alapszolgáltatásokat (például passzív tömegalapok számlára helyezését) nem túl terhelő többletjutalék mellett nyújtani?

3 CSR: corporate social responsibility – a vállalatok társadalmi felelősségvállalása

Érdemes-e megpróbálni azt, hogy fenntartsák, erősítsék a „nyitott architektúrát”, és nem csak saját termékekkel elárasztani az ügyfeleket?

Az államot feszíti az a felismerés (vagy legalább illene, hogy feszítse), hogy ki kell alakítania az öngondoskodás megbízható és optimális intézményrendszerét a későbbi problémák enyhítésére. Ebben elengedhetetlen szövetségese a pénzügyi közvetítői rendszer. Ugyanakkor csak akkor lesz hajlandó a lépéseket megtenni és a rendszert átszabni, ha a szolgáltatók nyitottságról és önmegtartóztatásról tesznek tanúbizonyságot, megértve, hogy így hosszabb távon valóban mindenki jól jár. A korábbi számpéldához képzeljük oda azt a különbséget, amelyet a szolgáltatók által eltett többlet fél-egy százalék költség jelenthet: az állam ezt nem fogja önként és dalolva szállítani a közvetítőrendszernek.

Úgy véljük, talán érdemes lenne, ha a szabályozó hatóságok és a piac szereplői közösen elkezdnék végiggondolni, van-e lehetőség egy ilyen irányú előrelépésre, és annak érdekében kinek milyen teendői vannak, ki mit vár a másiktól. Hátha húsz év után elkezdhetnénk ezt a fontos területet is rendbe tenni.

Befejezésül még annyit, hogy ha mindez a szép álom megvalósul, és az egyén „tálcán kap” egy koherens, logikus és hatékony, öngondoskodást segítő intézmény- és kedvezmény-rendszert, akkor is marad még egy nem elhanyagolható feladata. A pénztártól való távozás után ugyanis már nincs reklamáció: ha mégsem tesz legalább erőfeszítéseket, hogy éljen a rendszer nyújtotta lehetőségekkel, akkor a végén ne legyen nagyon meglepve. Egy hiteles állam – és a társadalom felelős többsége – ilyenkor legfeljebb széttárhhatja a kezét.

KOVÁCS ERZSÉBET

A nyugdíjreform demográfiai korlátai

A 21. század az idősödés évszázada a gazdaságilag fejlett régiókban. A hosszabb várható élettartam csökkenő születési rátával társul, ezért az öszülő népesség lesz a jellemző minden országban. A nyugdíjban töltött élettartam 5,6 évvel nőtt 1958–1999 között az OECD-országokban. Az időszak kezdetén csökkent a nyugdíjkorhatár a legtöbb országban, mert munkába állt a háború után született népes baby-boom generáció. Napjainkban nyugdíjba vonul ez a korosztály, és jelentősen emelkedik a nyugdíjas/aktív arány. A felosztó-kirovó nyugdíjrendszer pénzügyi stabilitása a demográfiai folyamatok vizsgálata nélkül nem állítható helyre. A számítások azt mutatják, hogy egy évvel emelhető a nyugdíjkorhatár ott, ahol három évvel magasabb a várható élettartam.

1. BEVEZETÉS

A nyugdíj külső szemlélők számára elsősorban kétirányú pénzáramlás: aktív korunkban járulékbefizetést jelent, majd a nyugdíjba vonulók számára a jövedelem simítását és az időskori elszegényedés elleni védelmet szolgálja. Egy-egy ember akár 60-70 évig is kapcsolatban áll a nyugdíjrendszerrel, hiszen munkaképes kora során befizet, majd a növekvő várható élettartam miatt egyre hosszabb ideig kap nyugdíjat. Ez a hosszú táv indokolja azt, hogy a nyugdíjrendszerek változtatása csak alapos előkészítés és megfontolt bevezetés mellett lehet sikeres.

Gazdasági és pénzügyi válság idején általában a rövid távú szempontok az erősebbek, de ezek komoly következményekkel járhatnak a nyugdíjrendszerre. A hosszú távú gondolkodást igénylő nyugdíjreformra nem jut elég idő és figyelem, sőt a korábbi változások visszafordítása is felvetődik, ha a rövid távú érdekek, a munkaerő-piaci helyzet úgy kívánja.

A Nyugdíj- és Időskor Kerekasztal (NYIKA) 2007 márciusa és 2009 novembere között végzett munkája során a hozzájárulás ösztönzése, a munkanyugdíj és az alapnyugdíj egymást kiegészítő szerepe és nagysága, a pénzügyi fenntarthatóság, a költségvetési hozzájárulás mérséklése állt az érdeklődés homlokterében. A kerekasztal öt különböző nyugdíjparadigmára tett javaslatot¹, ezek több szempontból eltérnek egymástól. A legfőbb különbségek abban ragadhatók meg, hogy milyen forrásból tervezik finanszírozni az öregségi nyugdíjat:

- kötelező hozzájárulásból vagy önkéntes befizetésből,
- csak járulékbefizetésből vagy adóból is.

Jelen tanulmány nem a forrásokra, nem is az egyéni nyilvántartásra összpontosít. A nyugdíjparaméterekre sem térünk ki, nem teszünk javaslatot sem a járulékkulcs, sem az indexelés mértékére, csak a nyugdíjrendszer „szereplőit” vizsgáljuk.

1 A teljes *Jelentés* letölthető a www.magyarorszagholnap.hu oldalról.

Bemutatjuk a nemzetközi és a hazai demográfiai tényeket és előrejelzéseket, összevetjük egyrésről a befizetők létszámát és a befizetések tartamát, másrésről azt, hogy hány embernek és milyen hosszan fizetünk nyugdíjat várhatóan a jövőben.

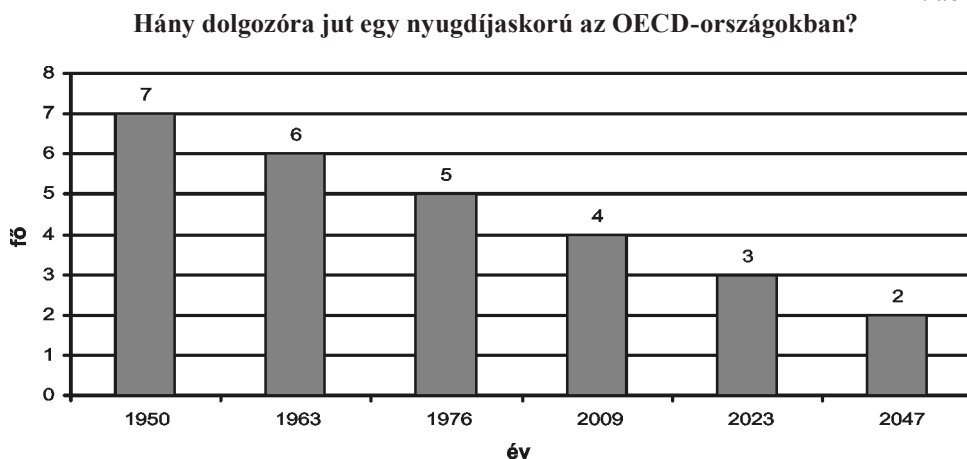
A magyar folyamatok ismertetése előtt tekintsük át röviden a fejlett országok demográfiai helyzetét, hiszen tapasztalataik két szempontból is tanulsággal szolgálhat számunkra:

- hazánkban az ötvenes évek első felében született népes Ratkó²-generáció fiatalabb, mint a II. világháború után született népes baby-boom generációi;
- a magyar férfiak és nők várható élettartama ma még jóval elmarad az OECD többi országában jellemző élettartamadatoktól.

2. A DEMOGRÁFIAI KIHÍVÁS NEMZETKÖZI JELLEGE

A 21. századot az idősödés évszázadának tekintik a gazdaságilag fejlett országokban. Az OECD-országok mindegyike szembesült már azzal a demográfiai kihívással, amelyet a hosszabbodó várható élettartam jelent. Ez a folyamat csökkenő születési rátával társul, ezért az öszülő népesség lesz a jellemző minden országban. (Japánban várhatóan már csak 1,2 lesz az aktív/nyugdíjas arány, amikor az OECD átlaga 2-re csökken.) Az aktívak és nyugdíjas korúak egymáshoz viszonyított arányában bekövetkező eltolódást vetíti előre az 1. ábra.

1. ábra



Forrás: Pensions at a Glance [2009]

2 Ratkó Anna (1903–1981) a Rákosi-korszak egyetlen női minisztere, 1949 és 1953 között népjóléti, majd egészségügyi miniszter volt. A nevéhez kapcsolódó abortusztilalom és a gyermektelenségi adó miatt a természetes szaporodás üteme ezekben az években jelentősen nőtt. A terhességmegszakítás tilalmát 1956 júniusában oldották fel, a gyermektelenségi adót pedig az 1956-os forradalom után törölték el. Az ebben a fél évtizedben született generációt Ratkó-gyerekeknek nevezik (http://hu.wikipedia.org/wiki/Ratkó_Anna).

A nyugdíjban töltött élettartam 5,6 évvel lett hosszabb 1958–1999 között az OECD-országokban. Kezdetben ezzel együtt csökkent a nyugdíjkorhatár a legtöbb országban, mert munkába állt a háború után született népes baby-boom generáció.

Bár az egyének számára örömteli lehetne a szakmai zsargonban „ageing”-nek nevezett folyamat – vagyis az, hogy mindenki tovább él –, tudnunk kell, hogy ez, noha eltérően érinti az egyes országokat, jelentős teher a nyugdíjrendszernek, sokba kerül a kormányoknak, valamint a vállalati nyugdíjrendszereket működtető munkáltatóknak is.

A demográfiai folyamatok lassan változnak, és a megszületett gyermekek 60–65 év múlva lesznek nyugdíjaskorúak. Ez elég hosszú idő³ arra, hogy az egyes országok nyugdíjrendszere alkalmazkodjon, és a kormányok meghozzák a szükséges intézkedéseket. Hogy ez napjainkban miért nem történik meg, ahhoz érdemes történelmileg visszatekinteni arra, hogyan is alakult ki a modern nyugdíjrendszer.⁴

A nyugdíjtörténelemről olvasva, először *Bismarck* kancellár⁵ nevét kell említeni, akinek három törvényt köszönhetek a poroszok:

- 1883: egészségbiztosítás,
- 1884: balesetbiztosítás,
- 1889: időskori- és rokkantellátás.

Bismarck időskori nyugdíjrendszere a 70 éves kort betöltött ipari és mezőgazdasági munkásoknak, kézműveseknek és hivatalnokoknak szolgáltatott járadékot egy olyan időszakban, amikor átlagosan 45 évet élt meg egy porosz ember.

A brit társadalombiztosítás kialakítását *William Beveridge*⁶ közgazdász kezdeményezte 1942-ben, még a II. világháború idején. 1944-ben arról írt, hogy teljes foglalkoztatás mellett – amit úgy értelmezett, hogy a munkanélküliségi ráta a 3%-ot nem haladja meg – látja megvalósíthatónak a jóléti államot, amely képes az általa felsorolt öt fő problémától⁷ megvédeni a népet.

1945-ben a brit választásokon a konzervatív pártot legyőző munkáspárt kezdte el megvalósítani a Beveridge által javasolt reformot. Az általa írt „Beveridge-riporton” alapult a háború után a nemzeti egészség és nyugdíjbiztosítási rendszer, amely a bölcsőtől a sírig gondoskodott a brit népességről.⁸

Ha feltesszük azt a kérdést, hogy milyen tanulságokat kínál a fenti két rendszer, akkor legalább két gondolat kínálkozik:

3 Annak ellenére, hogy *Trockij* (1879–1940), aki 61 éves korában meghalt, azt mondta: „Az öregség a legváratlanabb esemény, ami bekövetkezhet egy ember életében.” (<http://www.citatum.hu/kategoria/%D6reged%E9s/6?r=5>)

4 A szerző köszöni *Augusztinovics Máriának* és *Király Júliának*, hogy részt vehetett 2006 őszén az általuk kezdeményezett Bismarck–Beveridge klub rendezvényein.

5 *Otto von Bismarck* (1815–1898) 83 évig élt, és ez a saját korában kiemelkedően magas élettartam volt (http://en.wikipedia.org/wiki/Otto_von_Bismarck)

6 *William Beveridge* (1879–1963) két világháborút is túlélte, 84 évesen halt meg. Halálós ágyán, a megvalósított reformjavaslataira visszatekintve, az utolsó mondata ez volt: „*I have a thousand things to do*”, „rengeteg dolgom van még” (http://en.wikipedia.org/wiki/William_Beveridge).

7 Beveridge szerint az öts fő baj: nyomor, tudatlanság, nélkülözés, téltlenség és betegség.

8 A rendszer alapja az a Nemzeti Biztosítási Tervezet lett, amit *Lloyd George* (1863–1945) akkori brit pénzügy-miniszter, később miniszterelnök 1911-ben vezetett be.

- Világosan kell látni a demográfiai folyamatokat, ismerni kell a várható élettartamot, hogy eldönthessük, hány embernek és milyen hosszan nyújt szolgáltatást a nyugdíjrendszer.
- Egy olyan javaslatcsomag, amely sok ember számára nyújt gondoskodást, bevezethető akkor is, ha azt a másik párt uralma idején dolgozták ki.

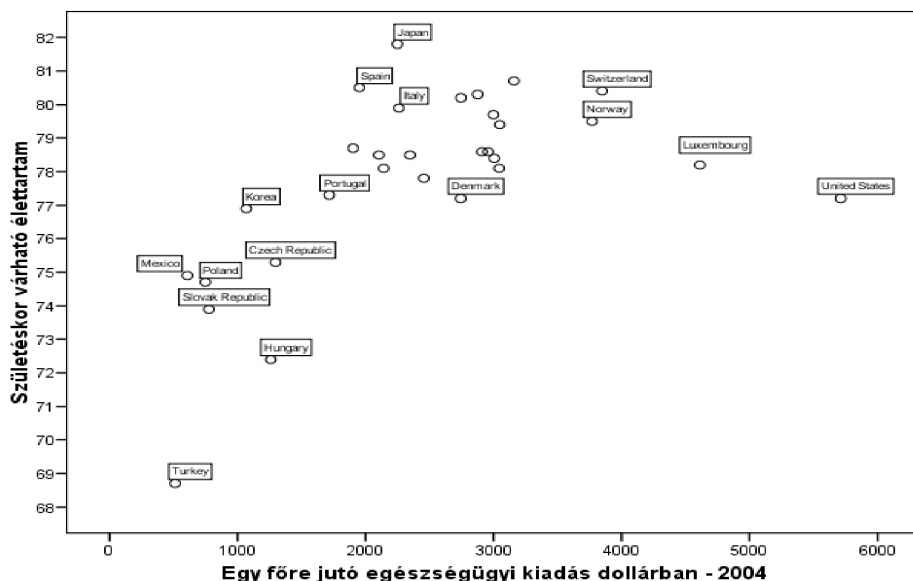
3. A VÁRHATÓ ÉLETTARTAM ÉS A NYUGDÍJKORHATÁR

A nyugdíjrendszerre gyakorolt demográfiai hatásban több részhatás figyelhető meg, de elkülönített elemzésüket nehezíti, hogy egymástól nem függetlenek.

1. Az állami nyugdíjrendszerek háború utáni bevezetésekor az országok többségében a nyugdíjkorhatár és a várható élettartam is 65 év volt. Az egészségügyi ellátás javulása, a kedvező életkörülmények következtében most akár 20-25 évet is élhet egy átlagos nyugdíjas. A hosszabbodó élettartam azonban növeli is az egészségügyi ráfordítások iránti keresletet, ezért az összefüggések iránya és ereje nehezen állapítható meg. A 2. ábra azt mutatja, hogy az egészségügyre többet költő országokban magasabb a várható élettartam.⁹ A kezdeti meredek emelkedés a 2004-es adatok alapján megtört 4000 dollár/fő szintnél.

2. ábra

A születéskor várható élettartam
és az egészségügyi kiadások az OECD-országokban



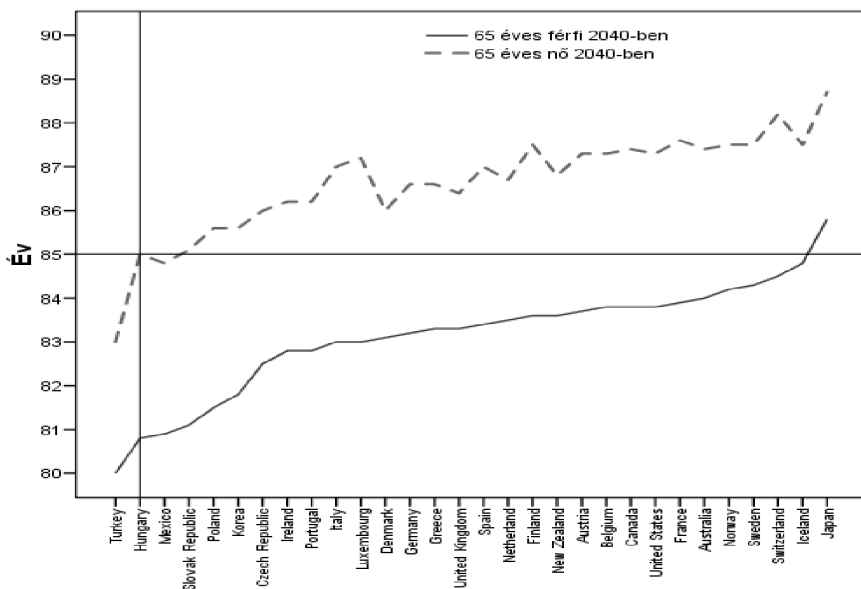
Forrás: Pensions at a Glance [2005]

⁹ A 2. ábrán a közös várható élettartam szerepel, mert a nyugdíjszámításban nem különböztetjük meg a férfiakat és nőket, hanem átlagos, azaz unisex halandósággal számolunk.

A várható élettartamot azonban nemcsak születéskor becsülhetjük, hanem a nyugdíjkorhatár elérésekor is. Ha 2040-re előretekintünk, akkor láthatjuk, hogy a nemek közötti különbség megmarad, de az OECD-országokban a férfiak 65 éves korban várható átlagos élettartama 83 évre, a nőké pedig 87 évre emelkedik a mostani 78 évhez képest. A magyar férfi és női projekciók továbbra is átlag alattiak, de a két nem között mért, jelenlegi 8 évnyi különbség csökkenését feltételezik (3. ábra).

3. ábra

A 65 éves korban várható élettartam 2040-ben



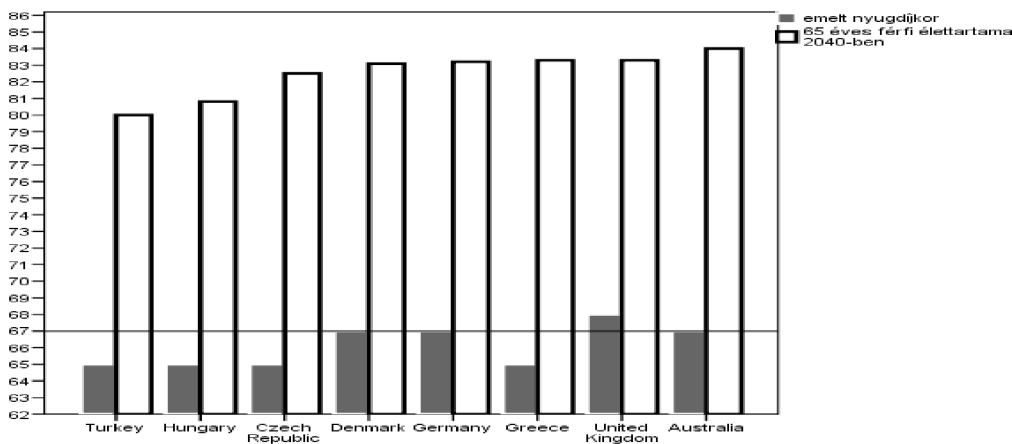
Forrás: Pensions at a Glance [2005]

Megoldásként azt tanácsolták már eddig is a szakértők, hogy továbbdolgozásra kell ösztönözni és/vagy a nyugdíjkorhatárt kell emelni. Ennek szellemében 2000 óta mindenhol egységesen emelik a nyugdíjkorhatárt, csak 3 ország (Lengyelország, Olaszország, Svájc) tartja fenn a férfi-női nyugdíjkorhatár különbségét.

A nyugdíjkorhatár-emelés a legtöbb országban nem követi az élettartam-növekedést, csak Dániában kötötték össze a két számot. A legmagasabb korhatárt Nagy-Britanniában jelentették be (68 év), Ausztrália, Németország, Dánia 67 évet, a Cseh Köztársaság, Görögország, Magyarország és Törökország pedig 65 éves nyugdíjkorhatárt tervez. A 4. ábra mutatja, hogy a nyugdíjkorhatár nem mozog együtt az egyes országokban várható élettartam-emelkedéssel.

4. ábra

A már bejelentett jövőbeni nyugdíjkorhatárok



Forrás: Pensions at a Glance [2005]

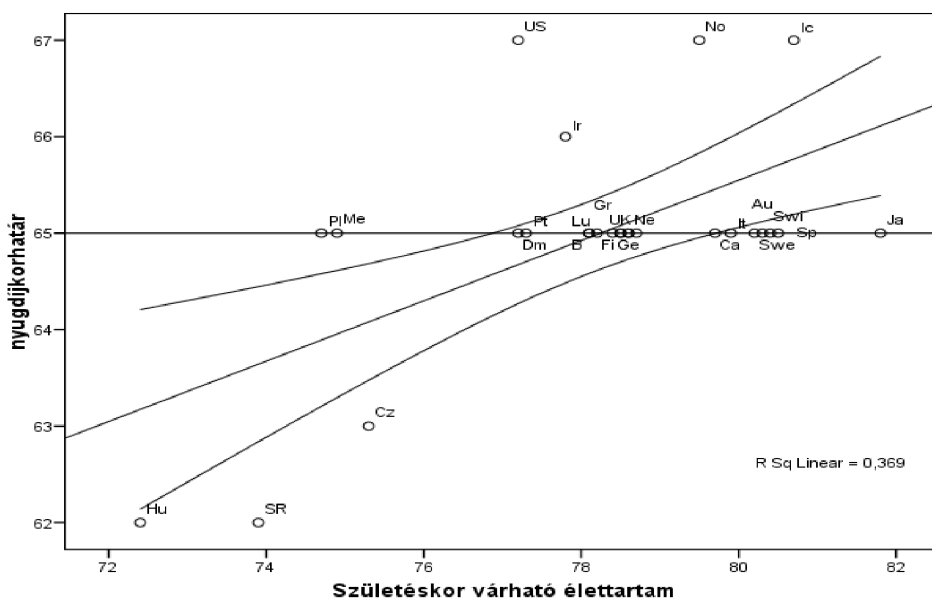
Ha az OECD 26 tagállamának jelenlegi gyakorlatát vesszük alapul, és egyszerű, lineáris szabályt keresünk a születéskor várható élettartam és a nyugdíjkorhatár között, akkor az 5. ábrán látható függvényt illeszthetjük az adatpárok közé. A megfigyelhető szabály az, hogy 3 évvel hosszabb várható élettartam esetében 1 évvel magasabb a nyugdíjkorhatár.¹⁰ E modell illeszkedése több magyarázó változó bevonásával tovább javítható, itt csak az alkalmazás lehetőségét mutatjuk be.

Magyarország, Csehország és Szlovákia mélyen a görbe alatt helyezkedik el, még a 95%-os megbízhatósági intervallumba sem esik bele. A jelenlegi élettartam adatok alapján hazánkban 63 év, a cseheknel 64 év lenne a becsült nyugdíjkorhatár.

10 A regressziós függvény becslése: $\text{nykor} = 40,543 + 0,313 \times \text{életkor}$. A konstans szignifikancia szintje: 0,000, míg a meredekségé: 0,001. A modell magyarázó ereje 37%. Magyarország erősen befolyásolja a görbe meredekségét, a leverage értéke 0,249.

5. ábra

Az élettartam alapján becsült nyugdíjkorhatár



Forrás: OECD, Pension at a Glance [2005] és saját számítások

2. A tervezett nyugdíjkorhatár-emelés nem fedi el azt a problémát, hogy a tényleges nyugdíjba vonulási kor az országok 2/3-ában alacsonyabb, mint a hivatalos nyugdíjkorhatár. Átlagosan a 60 éves kor betöltése előtt vonulnak a férfiak nyugdíjba a következő 8 országban: Ausztria, Belgium, Finnország, Franciaország, Luxemburg, Magyarország, Olaszország, Szlovákia.

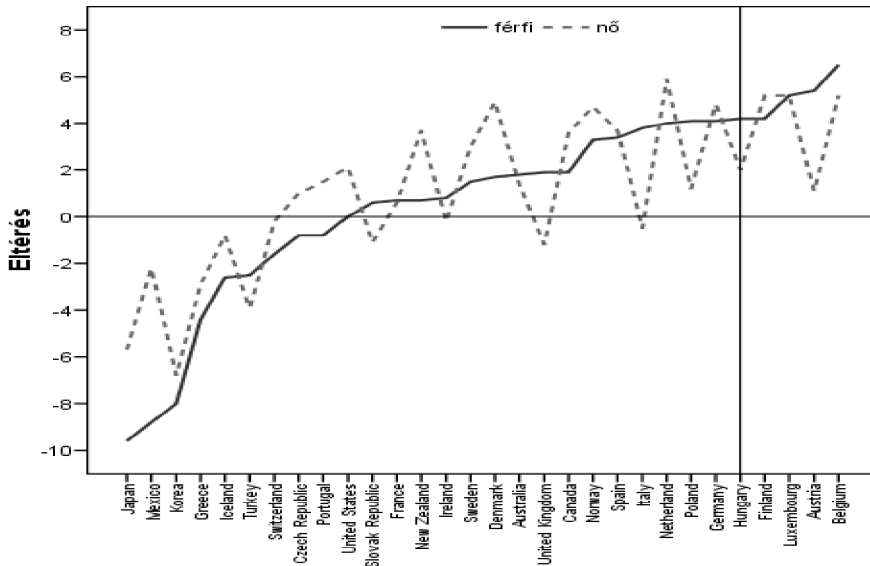
A 6. ábra 2002-re vonatkozó pozitív számai azt mutatják, hogy mely országokban hány évvel a hivatalos korhatár előtt mennek nyugdíjba az emberek, azaz *hány évet nem dolgoznak le*.

Negatív számokat azokra az országokra találunk, amelyekben az adott országban érvényes korhatáron túli nyugdíjba menetel a jellemző. A japán, koreai és mexikói férfiak átlagosan 8-10 évvel is tovább dolgoznak, mint a hivatalos korhatár. Mivel az ábrán a férfiak emelkedő értékei szerint rendeztük az országokat, szembe tűnő, hogy a nők viselkedése mennyire másként ingadozik. Az angol és az olasz nők akkor is tovább dolgoznak, ha a férfiak a korhatár alatt vonulnak nyugdíjba.¹¹

¹¹ A folyamat behatóbb vizsgálatához figyelembe kellene venni a foglalkoztatottak számát és arányát is, hiszen idősebb korban a foglalkoztatásnak munkaerő-keresleti korlátai is lehetnek.

6. ábra

A hivatalos és a tényleges nyugdíjkorhatár eltérése

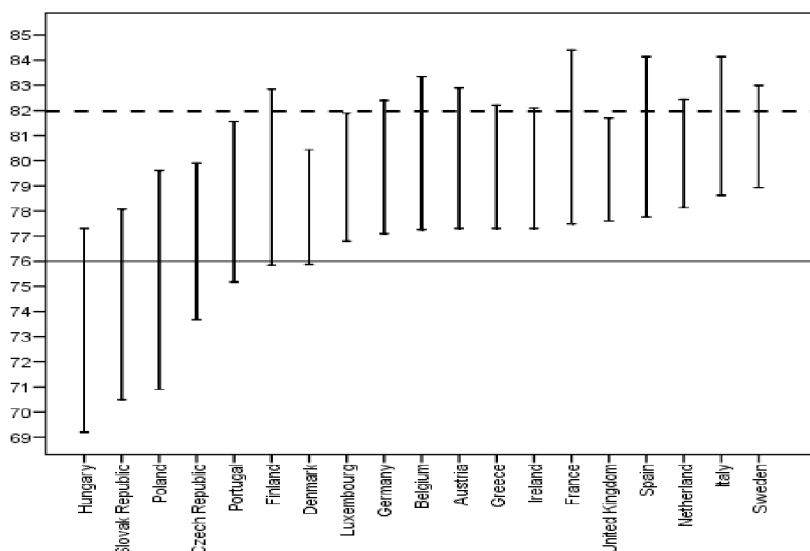


Forrás: OECD, Pension at a Glance [2005] és saját számítások

3. A férfiak és a nők várható élettartama minden országban eltér. A nők születéskor becsült, átlagos élettartama az európai országokban 6 évvel hosszabb, hazánkban 8 év a különbség. Magasabb gazdasági fejlettség mellett jellemzően kisebb, de nem tűnik el a nők élettartamtöbblete. A 2007-es statisztikai adatok alapján a születésük pillanatában a férfiak átlagosan 76, a nők 82 évre számíthatnak. A 7. ábra a férfiak emelkedő élettartama szerint mutatja az országokat. A függőleges vonalak felső vége a nők, az alsó a férfiak életkilátásait jelöli.

7. ábra

A születéskor várható átlagéletkor Európában 2007-ben



Forrás: HVG [2008]

A kezdeti 6 évvel hosszabb élettartam a nyugdíjazás idejére átlagosan 4 évre csökken. Ezt a négy többletét kell nyugdíjjal fedezni, miközben a nők életpályájuk során átlagosan alacsonyabb keresetet érnek el. Mivel a nemek közötti megkülönböztetés tilalma¹² érvényes az Európai Unió országaiban a pénzügyi szolgáltatások terén is, a kevesebbet befizető, de tovább nyugdíjban részesülő nők javára kötelező átcsoportosítás megy végbe.

3.1. A várható magyar élettartamok

A Nyugdíj és Időskor Kerekasztal munkájának kezdeti szakaszában felkértük *Hablicsek László* demográfust, hogy készítsen számunkra részletes projekciókat.¹³ Az eredményeket nemcsak nemek és korévek szerinti bontásban, hanem iskolai végzettség és aktivitás szerint is megkaptuk. Minden esetben készült az alapváltozat mellett optimista és pesszimista forgatókönyv is.

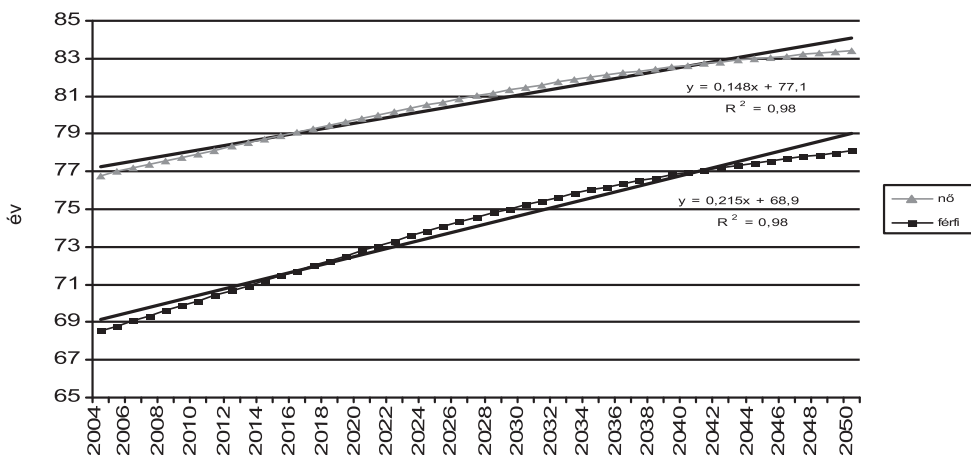
Ha az alapváltozatban előrevetített, születéskor várható élettartamokat tartalmazó 8. ábrát vizsgáljuk, akkor látható, hogy a nemzetközi tendenciáknál lassabb növekedést tételezett fel a projekció. A férfiak öt évente, a nők hat évente nyerne 1-1 további évet.

¹² 2004-ben fogadta el az EU a „Gender-direktívát”, amely kimondja a nemek közötti megkülönböztetés tilalmát. Hazánk is csatlakozott, de 2007-ben a 2 § alapján folyamadott a tilalom alóli mentességért. Ezt a magyar férfiak élettartam közötti jelentős különbség indokolja, ami az életbiztosítási díjkalkulációban fontos. A nyugdíj-számításokban mentességkérésre nincsen mód, itt közös, unisex halandósággal kell számolni (forrás: *A nemek közötti megkülönböztetés tilalma*, Bit. 96/A. §)

¹³ A projekciót ismertető tanulmány is megtalálható a www.magyarorszagholnap.hu weboldalon.

8. ábra

A születéskor várható élettartam emelkedése 2004–2050 között

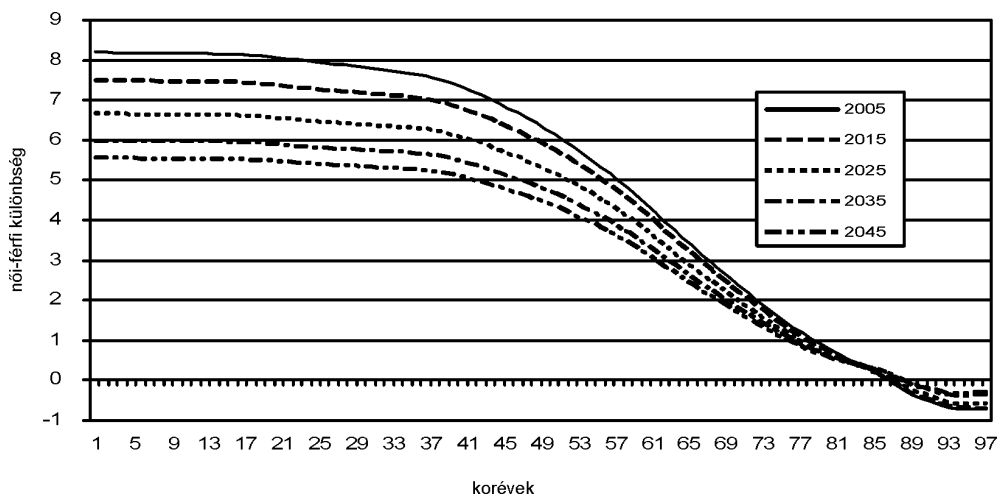


Forrás: Habcsek László projekciói és saját számítások

A férfiak és nők születéskor várható élettartama közötti 8 évnyi eltérés két okból is csökken a 9. ábrán: részben a megélt évek¹⁴ során csökken, részben a várható élettartam emelkedése miatt lesz kisebb.

9. ábra

A nők és férfiak között születéskor mért élettartam-különbség változása



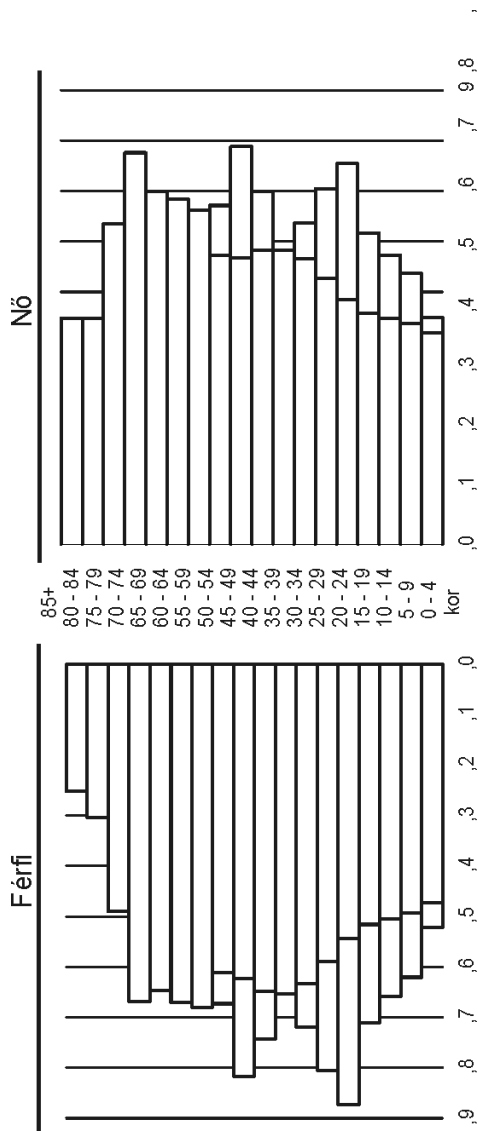
Forrás: Habcsek László projekcióból saját számítások

14 Érdekes megfigyelni, hogy 87 éves korra megszűnik a nők élettartamtöbblete.

Ha az időbeli folyamatok vizsgálata helyett csak a 2000. évi kezdő (satírozott) és a 2050-ben várt (fehér) végállapotot tekintjük, akkor a 10. ábrán láthatjuk, hogy a magyar korfa messze nem az egészséges háromszög alakot mutatja. 2050-re a kezdeti lombos jelleg már nem dominál, mert a Ratkó-generáció kevés tagja lesz életben. Az előrevetített, továbbra is alacsony gyermekvállalási kedv miatt a korfa „talpa” egyre keskenyebb lesz.

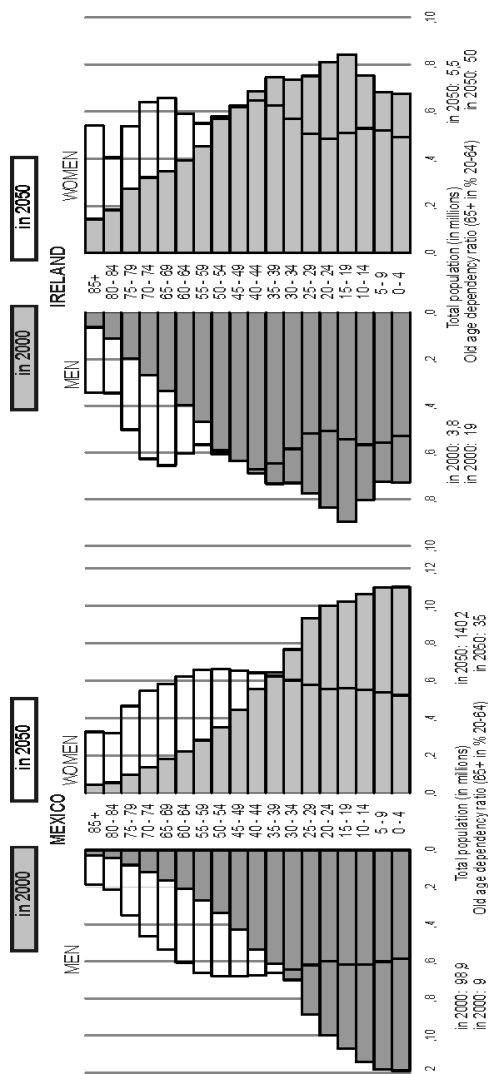
10. ábra

Magyar korfa 2000 és 2050-ben százaléklékban

Forrás: www.oecd.org/Ageing_38123085

11. ábra

Mexikó és Írország népességének nemek szerinti megoszlása 2000-ben és 2050-ben

Forrás: www.oecd.org/Ageing_38123085

3.2. Az idősödés hatása a felosztó-kirovó nyugdíjrendszerre

A felosztó-kirovó elven működő társadalombiztosítási nyugdíjrendszer¹⁵ finanszírozásának alapja az, hogy az adott évi befizetésekből fedezik az adott évi nyugdíjakat.

Demográfiai és finanszírozási szempontból is fontos figyelni arra, hogy hány dolgozóra jut egy nyugdíjas (1. ábra) vagy a fordított arányra, hogy az aktív korúakra vetítve hány nyugdíjas van (12/a. ábra). Ez az ábra a 60 év felettiek arányát mutatja a 20–59 éves korosztályra vetítve. Ennek az az oka, hogy bár a hivatalos nyugdíjkorhatár 62 év, hazánkban a nyugdíjazás korcentruma¹⁶ nem éri el a 60. életet.

Ez az időskori eltartási rátának nevezett arány nem pontos kifejezés, hiszen csak az egyéni nyilvántartás hiánya miatt tekintjük a nyugdíjasokat eltartottnak. Valójában a nyugdíjban részesülő népesség évtizedeken keresztül járulékfizető volt, csak hogy a befizetéseik az előző generációk nyugdíját fedezték.

Ha nem emelkedik a nyugdíjazás korcentruma, akkor hazánkban már 2020 előtt elérjük azt, hogy 2 aktív korúra jut egy öregségi nyugdíjas.

A 12/a. ábrán azt is bemutatjuk, hogy 65 éves korban történő nyugdíjba vonulás mellett jelentősen, 15–22% közötti mértékben csökken a nyugdíjas/aktív korú arány. Így – az OECD-országokat követve – csak 2045 körül látjuk az 1 nyugdíjas/2 aktív arányt.

Sajnos, az aktívak közül nem mindenki járulékfizető, tehát a nevezőben szereplő szám a valóságban jóval kisebb. Ma hazánkban az aktív korúak mintegy 60%-a fizet rendszeresen nyugdíjjárulékot, ezért az eltartási rátát a 12/b. ábrán korrigálva is bemutatjuk. Így már 2035-ben bekövetkezhet az, hogy egy dolgozó befizetéseiből kell fedezni egy nyugdíjas járadékát. Ez a mai helyzetre, amit az alacsony átlagnyugdíj és magas járulékteher együttesen jellemez, kettős nyomást gyakorol.

Mivel a járulékkulcs további növelése megvalósíthatatlan, a járulék hatékony beszedése nehéz, és a költségvetési hiány terhére történő, emelkedő finanszírozás nem járható út, csak a kifizetések csökkentése kerülhet szóba.

A korhatár 65 évre emelése – és a tényleges munkaviszonyban maradás – hosszabb távon jelentősen mérsékli a járulékfizetőkre jutó nyugdíjas korúak arányát. Ha a következő évtizedekben 5 évvel később megy nyugdíjba a munkavállaló, akkor mintegy 15 évvel késleltetve jelentkezik a probléma, 2050-ig mérsékeltebb szinten marad az idősödő népesség eltartásának terhe.

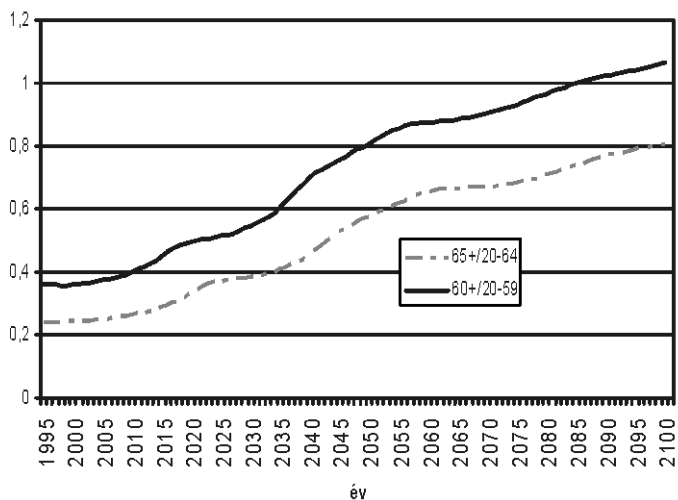
15 A többi lehetséges nyugdíjparadigma bemutatását a *Hitelintézeti Szemle* jelen számának más szerzői elvégzik.

Itt a nyugdíjreform lehetséges verzióira nem térek ki.

16 A nyugdíjazás korcentruma az adott évben nyugdíjba vonulók átlagéletkorát jelenti.

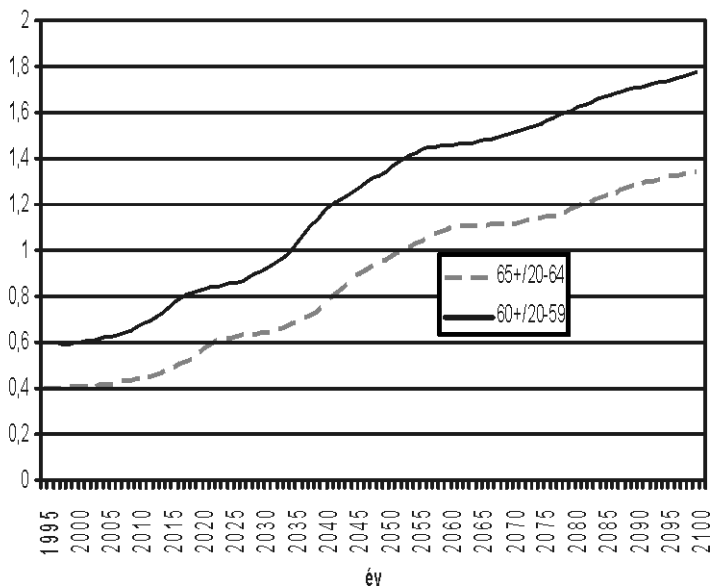
12/a. ábra

Egy aktívra jutó öregségi nyugdíjas



12/b. ábra

Egy járulékfizetőre jutó öregségi nyugdíjas



Ezen a ponton tegyünk egy rövid kitérőt a tények birodalmába.

Eddig a nemzetközi és a hazai folyamatokat is csak az öregségi nyugdíj oldaláról vizsgáltuk. De nyugdíjban és nyugdíjszerű ellátásban nem csak azok részesülnek, akik betöltik a nyugdíjkorhatárt. Az 1. táblázatban a 2009. decemberi létszámokat és arányokat mutatjuk be. Szembetűnő, hogy a magyar korbetöltött öregségi nyugdíjasok aránya a teljes ellátásban részesülők felét sem teszi ki.

A korbetöltött rokkantsági nyugdíjban részesülők elnevezése vitatható, hiszen ők már öregségi nyugdíjasok, bár vélhetően a megrokkanas miatt rövidebb szolgálati időt gyűjtöttek, és részben ezért kevesebb nyugdíjat kapnak. Ha a korbetöltött özvegyeket is idesoroljuk, akkor *a korhatár felettiiek együttesen az ellátottak 64,2%-t alkotják*.

A korhatár alattiak (korengedményes, öregségi és rokkant, valamint özvegyi ellátottak) a munkaképtelenség, munkanélkülivé válás miatt kapnak ellátást. Ez a 23,5%-nyi hányad nem tekinthető homogén csoportnak, hisz többen közülük akár 20 év feletti járulékfizetéssel is rendelkeznek.

Ezért a finanszírozást vizsgáló tanulmányokban nem elegendő csak a járulékbefizetések és járadékkifizetések egyensúlyát keresni. Amíg nem lehet biztosítani a rokkantnyugdíjaknak, valamint egészségügyi jellegű kifizetéseknek az elkülönített alapból¹⁷ történő finanszírozását, addig nem egyértelmű, hogy kikre – a népesség milyen hányadára –terjed ki a nyugellátás. A 12/a. és 12/b. ábra is csak a korhatár feletti öregségi ellátás jövőbeni terhet mutatja, hisz a demográfiai prognózisok nem tartalmazzak az 1. táblázat többi kategóriájára előrevetített számokat.

¹⁷ A hozzátartozói ellátások leválasztása, megosztása is meggondolandó. Ezek fedezetét általában a korábban elhunyt hozzátartozó járulékfizetése fedezi.

1. táblázat

Nyugdíjban és nyugdíjszerű ellátásban részesülők száma és aránya

Ellátás	létszám	összesen	arány
Korbetöltött öregségi	1 440 811		48,4%
Korhatár alatti öregségi	277 501		9,3%
Korbetöltött rokkantsági	370 264		12,4%
Korengedményes és bányásznyugdíj	12 343		0,4%
Öregségi és öregségi jellegű nyugdíj		2 100 919	71%
Korhatár alatti rokkantsági nyugdíj		382 427	13%
Ideiglenes özvegyi	9 445		0,3%
Korbetöltött özvegyi	102 203		3,4%
Korhatár alatti özvegyi	22 450		0,8%
Szülői	87		0,0%
Hozzá tartozói nyugdíj		134 185	4,5%
Árvaellátás		97 396	3,3%
Rehabilitációs járadék		12 345	0,4%
Nyugellátások összesen		2 727 272	91,6%
Mezőgazd. szövetkezeti járadék	5 046		0,2%
Baleseti járadék	12 073		0,4%
Egészségkárosodottak szociális járadéka	172 507		5,8%
Rokkantsági járadék	31 742		1,1%
Háztartási (jövedelem)pótlék	26 020		0,9%
Egyéb ellátások	3 772		0,1%
Nyugdíjszerű ellátás		251 160	8,4%
Nyugdíj és nyugdíjszerű ellátás		2 978 432	100%

Forrás: ONYF [2010a]

3.3. A magyar és a svéd demográfiai különbségek

A nyugdíjreform egyik lehetséges iránya az, hogy névleges¹⁸ egyéni számlákon nyilvántartott befizetések mutatják a járulékfizetők hozzájárulását. Ez a rendszer sem rendelkezik tőkével, hanem felosztó-kirovó elven szolgáltat nyugdíjat. Mivel az elmúlt időszakban sok-

¹⁸ Az angol rövidítés eredeti jelentése Notional Defined Contribution (NDC), azaz névleges egyéni számlára meghatározott befizetés. Napjainkban az N jelentése inkább non-financial, hisz nem történik tényleges tőkefelhalmozás.

szor elhangzott az ún. „svéd modell” számos előnye és hátránya, érdemes összevetni, hogy a demográfiai alapokat tekintve a svéd és a magyar helyzet mennyiben tér el egymástól.

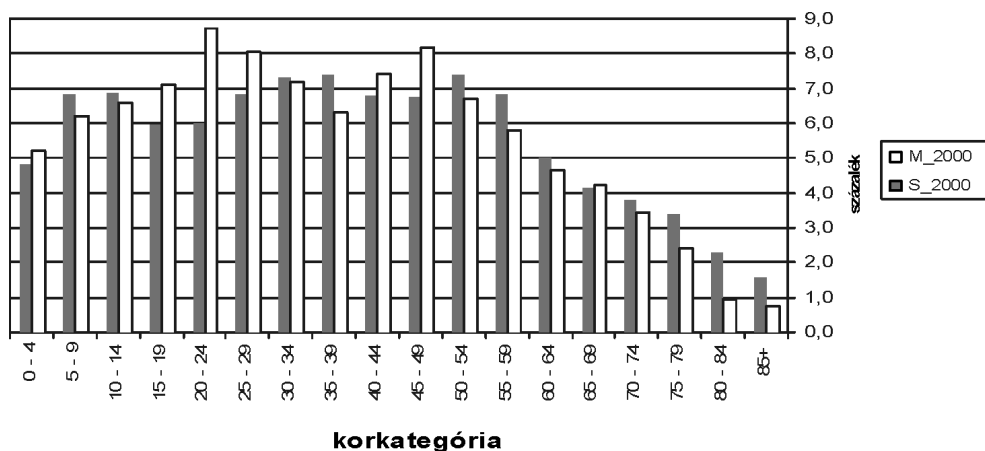
Csak a férfiak korcsoportok szerinti megoszlását mutatjuk be 2000-ben és 2050-ben, mivel a nők esetében hasonló eltéréseket tapasztalunk.

A 2000-es létszámarányok (13. ábra) erős hullámszerűsége, 8% feletti aránya csak a magyar adatokban látható, ugyanakkor a svéd arányok a fiatalabb és legidősebb korosztályban magasabbak.

A 2050-re várt létszámok mindkét országban határozott kisimulást mutatnak (14. ábra). A svédeknel a 80 év feletti férfiak aránya magasabb, mint nálunk, de a nyugdíjat tekintve az igazán izgalmas kérdés az 55–75 közötti korosztály, ahol kimagasló arányt csak a magyar férfiaknál látjuk. Arra az OECD-projekció nem ad útmutatást, hogy ez a népes korosztály vajon dolgozni fog/tud 65–70 éves koráig, vagy már nyugdíjas lesz. Itt utalnunk kell arra, hogy a demográfiai folyamatok foglalkoztatáspolitikai, nyugdíjstratégiai döntéseket igényelnek, mert a nyugdíjkorhatár emelése önmagában nem old meg semmit.

13. ábra

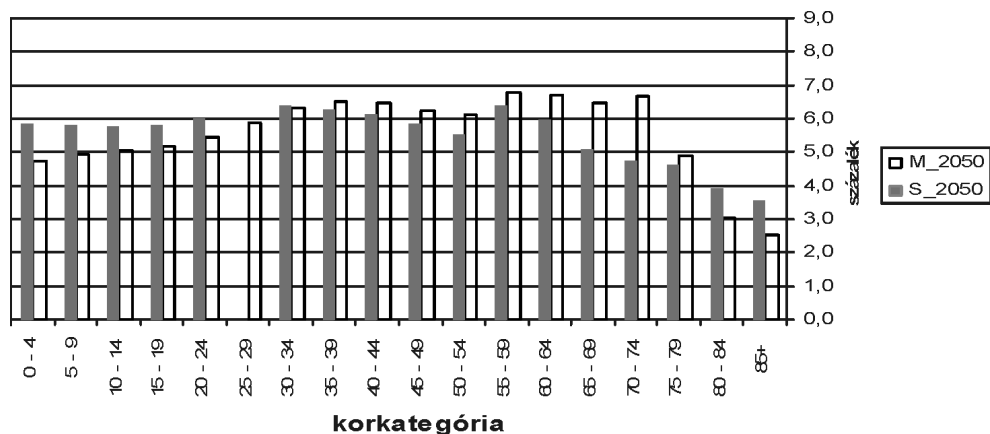
A magyar és a svéd férfiak létszámarányai 2000-ben



Forrás: www.oecd.org/Ageing_38123085 és saját számítások

14. ábra

A magyar és a svéd férfiak létszamarányai 2050-ben



Forrás: www.oecd.org/Ageing_38123085 és saját számítások

Az ábrák mellett érdemes a 2. táblázat létszámadatain is elgondolkodni.

- A magyarok összlétszáma jelentősen csökken a következő 40 évben is. Míg 1980-ban 1 millióval több magyar férfi volt, 2050-ben 1 millióval több svéd férfi lesz, a nők létszámaiban is hasonló fordulat megy végbe.
- A 65 év feletti magyarok aránya – különösen a nők körében – 2050-re jelentősen meghaladja a svéd mutatókat.
- A svéd társadalom is idősödik, ezért fokozatosan emelkedik a társadalom átlagéletkora, de közel sem olyan gyorsan, mint a magyaroké. A magyar átlagkort az emeli különösen magasra, hogy kevés gyermek születik, és így a idősek aránya és várhatóan hosszabbodó élettartama egyszerre emeli az átlagot (15. ábra).

2. táblázat

A magyar és a svéd társadalom idősödésének főbb mutatói

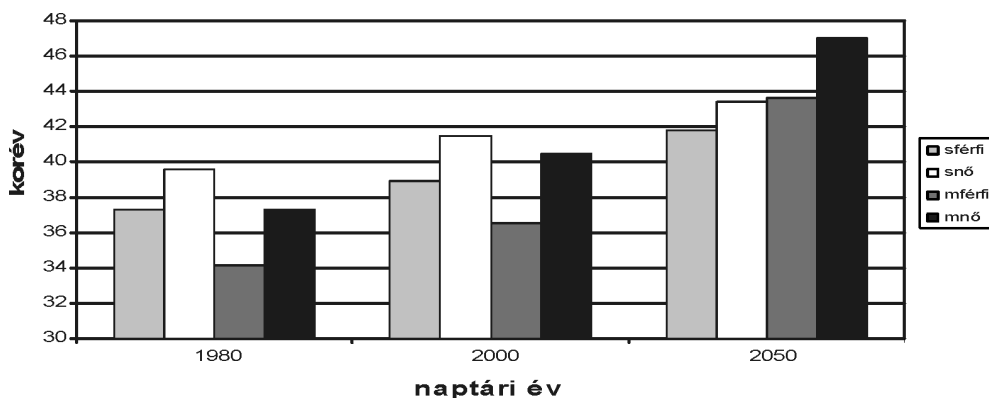
	férfi			nő		
	1980	2000	2050	1980	2000	2050
magyar	5 188 402	4 858 102	4 235 363	5 522 720	5 352 866	4 483 110
svéd	4 117 672	4 386 436	5 231 098	4 192 802	4 485 674	5 271 981
m/s arány	126%	111%	81%	132%	119%	85%

magyar 20-64	3 066 373	3 065 325	2 393 819	3 211 678	3 221 675	2 344 875
magyar 65+	580 596	572 498	1 000 403	858 026	965 525	1 347 672
magyar idős arány	19%	19%	42%	27%	30%	57%
svéd 20-64	2 409 060	2 645 193	2 871 346	2 357 844	2 565 642	2 829 822
svéd 65+	609 884	668 552	1 144 889	789 009	902 688	1 288 178
svéd idős arány	25%	25%	40%	33%	35%	46%
magyar átlagkor	34,1	36,5	43,6	37,3	40,5	47,0
svéd átlagkor	37,3	38,9	41,8	39,6	41,5	43,4

Forrás: www.oecd.org/Ageing_38123085 és saját számítások

15. ábra

Svéd és magyar átlagkorok alakulása



Az összlétszámát tekintve kisebb, de számában és arányában több idős emberrel rendelkező magyar társadalomban lényegesen nehezebb lesz az állami nyugellátások forrásait megteremteni.

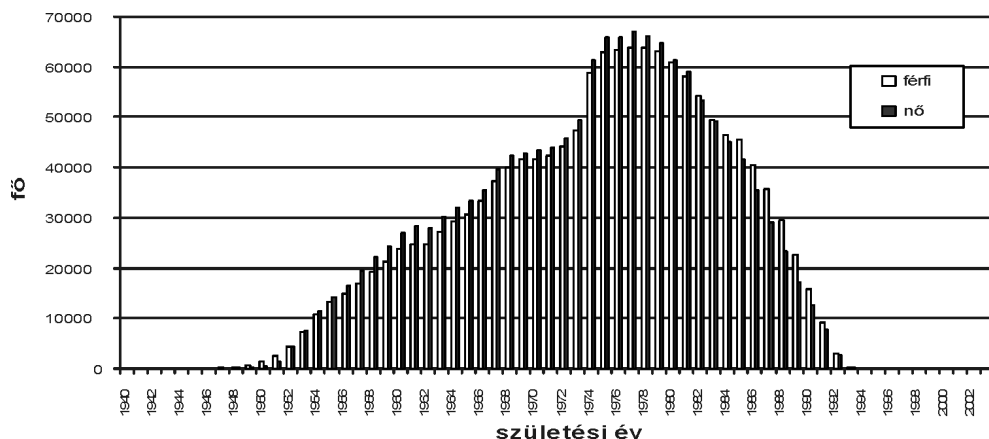
Mivel hazánkban az I. pillér kifizetései mellett a nyugdíjak egynegyedét magánpénztárak adják már 2050-ben, tekintsük át a magánpénztárak tagjainak kor és nem szerinti összetételét is.

3.4. A magánpénztárak tagjainak korösszetétele

A magánnyugdíjpénztárak átlagos tagja 2009-ben 35 éves, e felett az életkor felett jelentősen csökken a pénztártagok létszáma és aránya a saját korosztályon belül. 2009 végére az 1998 óta önkéntesen és pályakezdőként belépők száma elérte a 3 millió főt. Az összlétszámon belül a fiatalon belépő pályakezdők aránya 39%. Az idősebbek önkéntesen és a szabályok változása miatt évről évre hullámzó létszámban csatlakoztak. A 16. ábrán a tagok életkor és nem szerinti megoszlása látható, míg a 17. ábra a saját korosztály létszámának arányában mutatja a pénztártagokat.

16. ábra

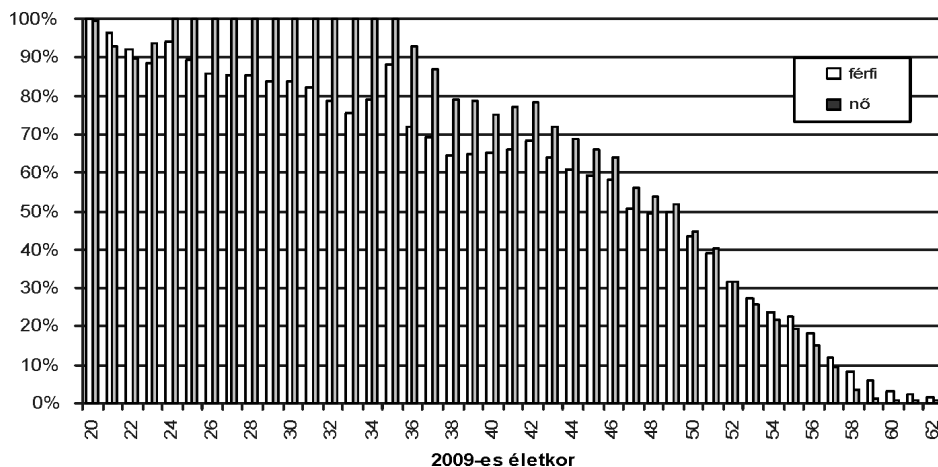
A magánpénztári tagok létszáma 2009-ben



Forrás: PSZÁF-adatokból saját számítás

A pénztártagok aránya az idősebbek nyugdíjba vonulása miatt várhatóan 100%-hoz közelít a jövőben. Érdekes azonban figyelni arra a különbségre, hogy a férfiak aránya – a középső korosztályokban – messze alacsonyabb, mint a nőké. Ennek foglalkoztatási oka is lehet, hisz a bejelentett munkahelyen legalisan dolgozó fiatalok biztosan pénztártagok. De vajon hol van a 26–30 éves fiatal férfiak mintegy 15%-a? Ők biztosan pályakezdők voltak az elmúlt 11 évben. A 34 éves férfiak 25%-a hiányzik, pedig ők is csak 23 évesek voltak az indulás évében, 1998-ban.

17. ábra

A pénztári tagok aránya¹⁹ az aktívak körében

Forrás: Habcsek László projekciói, PSZÁF pénztári adatok és saját számítások

¹⁹ A 17. ábrán a 100%-ot elérő arány az előrejelzés pontatlansága miatt adódhat, mivel a 2009-es tényleges pénztári taglétszámot a 2007-ben előrevetített aktívakhoz viszonyítva mutatjuk be.

A fiatal férfiak azon 15%-a, amelyik nem tagja magánnyugdíjpénztárnak, feltehetőleg nem fizet járulékot a társadalombiztosítási rendszerbe sem. Mi lesz velük, miből kapnak ők nyugdíjat? Ez is foglalkoztatási és nyilvántartási kérdéseket vet fel. *Augusztinovics Mária*²⁰ cikkei és javaslata nyomán „gammáknak” neveztük a NYIKA jelentéseiben azokat, akik egy-egy évben nulla napig fizettek járulékot. Sajnos sokan vannak, és évekig ebben a státuszban ragadnak, amint ezt a hatásvizsgálat eredményei megmutatták.

4. ÖSSZEGRÖZÉS

Átlagosan az OECD-országok a GDP 7,2%-t költik állami (public) nyugdíjra, ezt az arányt már 2005-ben is meghaladta a magyar adat. Öregségi és korhatár alatti nyugdíjra a GDP 8,3%-át, egyéb nyugdíjra 2,1%-ot költöttünk. Az OECD-országok adatai alapján 1990–2005 között 17%-os növekedést mutatott a nyugdíjköltségvetés, pedig a háború után született nemzedék csak 2005 után vonul tömegesen nyugdíjba. Hazánkban 2013 után kell szembenézni ezzel a nagyobb létszámmal.

Fontosak ezek a számok is, de igyekeztünk hangsúlyozni, hogy az alacsony foglalkoztatás, a korhatár előtti nyugdíjba vonulás jelenti hazánkban az igazi problémát. OECD-tanulmány²¹ is bizonyítja, hogy mítosz az a gondolat, amely szerint az idősök foglalkoztatása csökkenti a fiatalokét. Ha a 25 év alattiak foglalkoztatását összevetjük az 50–64 év közöttiek foglalkoztatási arányaival az OECD-országok adatai alapján, akkor pozitív korrelációt tapasztalunk ($r = 0,62$). Tehát egy-egy országban egyszerre lehet magas vagy éppen alacsony mind a fiatal, mind az idősebb korosztály foglalkoztatási rátája.

Nem vizsgáltuk ebben a tanulmányban azt, hogy a más országokra jellemző – kedvezőbb – halandóság mellett hogyan alakulna a magyar nyugdíjasok és aktívak száma, aránya. A számok azt mutatják, hogy a jelenlegi várható magyar élettartam mellett a nemzetközi tendenciáknak a 63 éves nyugdíjkorhatár felelne meg.

Nem tértünk ki arra sem, hogy az egészségügyi ráfordítások emelése csökkentené-e a rokkantak számát, csökkentve ezzel a rokkantnyugdíj iránti igényt. A döntés nem egyszerű, mert a rokkantnyugdíj odaítélésének szigorítása a munkanélküliségi ráták további növekedését vonhatja maga után.

A születések számának emelését elősegítő intézkedésekkel, ezek évtizedek múlva jelentkező kedvező hatásával sem foglalkoztunk. Egy nagyon összetett társadalmi szövet egyetlen metszetét vizsgáltuk. Jelen tudásunkkal inkább leírni, semmint magyarázni tudjuk a számokat, a kibontakozó tendenciákat.

²⁰ Részletes elemzés olvasható erről is, l. AUGUSZTINOVICS–GYOMBOLAI–MÁTÉ [2008].

²¹ Live Longer, Work Longer, <http://browse.oecdbookshop.org/oecd/pdfs/browseit/8106021E.PDF>. Az adatokból készült 7.1. ábra a tanulmány 142. oldalán található.

IRODALOMJEGYZÉK

- AUGUSZTINOVICS MÁRIA–GYOMBOLAI MÁRTON–MÁTÉ LEVENTE [2008]: Járulékfizetés és nyugdíjjogosultság 1997–2006, *Közgazdasági Szemle*, LIV. évf. 665–689. o.
- AUGUSZTINOVICS MÁRIA–KÖLLŐ JÁNOS [2007]: Munkapiaci pálya és nyugdíj 1970–2020, *Közgazdasági Szemle*, LIV. évf. 529–559. o.
- ÁGOSTON KOLOS CSABA–KOVÁCS ERZSÉBET [2007]: A magyar öngondoskodás sajátosságai, *Közgazdasági Szemle*, LIV. évf. 560–578. o.
- HABLICSEK LÁSZLÓ: NYIKA-projekciók [2007]: <http://nyugdij.magyarorszagholnap.hu>
- HVG [2008]: Életkorkilátások Magyarországon – táblázatokkal, *Heti Világgazdaság* 2008/48., november 29., http://hvg.hu/hvgfriss/2008.48/200848_ELETKORKILATASOK_MAGYARORSZAGON_Mielott_meg
- KOVÁCS ERZSÉBET [2008]: A nyugdíjparaméterek nemzetközi összehasonlítása, *Biztosítási Szemle*, LIV. Évf. 26–37. o.
- NYIKA-jelentés: http://nyugdij.magyarorszagholnap.hu/images/Nyugdijkerekaszta_jelentes.pdf
- OECD-kiadványok: Pensions at a Glance 2009: Retirement-Income Systems in OECD Countries; Ageing and Employment Policies – Statistics on average effective age of retirement; OECD population pyramids in 2000 and 2050 (Ageing and the Public Sector; Live Longer, Work Longer; Pensions at a Glance 2005 (letöltve: 2006); http://www.oecd.org/statisticsdata/0,3381,en_2649_34757_1_119656_1_1_1,00.html; http://www.oecd.org/document/17/0,3343,en_2649_33927_36104426_1_1_1_1,00.html (letöltve: 2010. 03. 01.–14.)
- ONYF [2010]: Nyugdíjban, nyugdíjszerű ellátásban részesülők száma ellátástípusok szerint és az ellátások átlagösszegei, www.onyf.hu, 2009. XII. (2010. 02. 25. 08:24), http://www.onyf.hu/index.php?module=news&action=list&fname=onyf_left_menu_statisztika_ellatas&root=ONYF&rand=0a8523155c27c1710c8c83cfde92f4f; http://www.onyf.hu/index.php?module=news&action=list&fname=onyf_left_menu_statisztika_ellatas&root=ONYF&rand=0dead5eb536da6a99eb6bfab9e67b69c (letöltve: 2010. 03. 10.) PSZÁF-jelentések: www.pszaf.hu, http://www.pszaf.hu/data/cms2102635/Risk_Outlook_09Dec.pdf; <http://www.pszaf.hu/fogyasztoknak/penztarak/nyugdijpenztar>

MATITS ÁGNES

Mennyire lehetünk elégedettek a magánnyugdíjpénztárak hozamteljesítményével?

A cikk a magánnyugdíjpénztárak portfólióiról 2009. évre közzétett hozam adatok elemzése kapcsán kísérletet tesz a portfóliók hozamteljesítményének minősítésére. A minősítéshez 5 szempontot vizsgál: a rövid és a hosszú távú értékmegőrzés minőségét, a rövid és hosszú távú referenciakövetés minőségét, valamint a 2008. évi veszteségek kompenzálásának sikerességét. Az eredmények szerint a vizsgált 81 portfólió közül mindössze 8 hozamteljesítménye gyenge minőségű, míg a többi jó vagy megfelelő, sőt két portfólió kiválónak minősíthető. Ugyanakkor azt is láthatjuk, hogy az egyes portfóliók hozamai között esetenként igen nagy eltérések mutatkoznak. Ennek következtében azonos befizetések mellett is jelentős különbségek lehetnek az egyéni számlákon felhalmozódó pénzek között a különböző pénztárakban, ami végső soron azt eredményezheti, hogy azonos keresetű pénztártagok eltérő mértékű nyugdíjakra számíthatnak.

A tanulmány fontos megállapítása, hogy az egyéni számlákon felhalmozott összeg minden portfólióban meghaladja azt az elméleti fedezeti szükségletet, amely ahhoz kellene, hogy az elmúlt 12 évben (a mai jogszabályok alapján meghatározott) tb-nyugdíjjogosultságukból elvesző 25 százalékot a magánnyugdíjpénztári járadékok lépések legyenek kompenzálni.

1. BEVEZETŐ

A PSZÁF minden év március 15-ig közzéteszi a nyugdíjpénztárak előző évi, illetve a megelőző 10 év hozamadatait. Sajnos azonban csak kevesen tudják, hogy mit is kezdjenek ezzel a rengeteg számmal, ami a nyugdíjpénztárak hozamairól évről évre megjelenik. (Magánnyugdíjpénztárak esetében 19 pénztárral, pénztáranként 3 portfólióra 5 hozamattal számolhatunk, ami összesen 285 szám.) A hozam adatok önmagukban valójában nem is minősíthetők, mindig valamihez viszonyítanunk kell ahhoz, hogy a tényt számokat értékelni is tudjuk. Az persze nem várható el, hogy mindenki szakértő véleményt alakítson ki, ezért lenne nagyon fontos, hogy az értékelésnek is kialakuljanak bizonyos standardjai.¹ Ez azon

¹ A magánnyugdíjpénztárakról szóló 1997/LXXXII. törvény tartalmazott egy olyan előírást, hogy a nyugdíjpénztárak teljesítményét csak független minősítő intézmények értékelhetik. Sajnálatos módon azonban ilyen független minősítő intézmények mind mai napig nem léteznek, így valójában nincs is hivatalos értékelés.

ban még nincs így, az olvasó többnyire magára marad. Ezért mutat be ez a tanulmány a hozam adatok értékeléshez közérthetőnek remélt szempontokat, és a 2009. év lezárása kapcsán egyúttal bemutatja a lehetséges értékeléseket is a magánnyugdíjpénztárak példáján.

2. A KÖZZÉTETT HOZAMMUTATÓK MINŐSÍTÉSE

Ha adatokat rangsorolunk, akkor abból mindig lesz legjobb meg legrosszabb, holott a minősítés szempontjából lehet, hogy valamennyi eredmény nagyon jó, vagy éppen nagyon rossz. És az sem mindegy, hogy mennyire különböznek az adatok egymástól. Nem mondhatjuk, hogy például egy 0,2 százalékkal alacsonyabb hozamot elérő pénztár rosszabb lenne a másikinál. Ezért nem rangsor, hanem kategorizálás alapján javasolnánk a pénztárak minősítését.

Minden vizsgált mutatóról meg lehet mondani, hogy *mihez képest* vizsgáljuk. Ennek alapján megadható, hogy mekkora értéket/mértéket tekinthetünk kiválónak, vagy éppen rossznak. Az áttekinthetőség miatt minden esetben csak néhány – választásunk szerint legfeljebb öt – minősítő kategóriát határoznánk meg. Abból az alapelvből indulunk ki, hogy a gyakorlatban az fontosabb információ, ha egy hozamértékről azt tudjuk megmondani, jó vagy rossz-e, mintha azt mondjuk meg, mennyi.

Bármiféle viszonyítás alapján meghatározott minősítő kategóriákban elkerülhetetlenül szerepet játszik a minősítő szubjektuma. Nem igazán objektív azoknak a kategóriáknak a definiálása, amelyeknek az alapján a minősítés történik. Ezért szó sincs arról, hogy az általunk definiált minősítő kategóriák megfellebbezhetetlen ítélet alkotására alkalmasak lennének. Mindössze egyfajta iránytűként használhatók az adatok dzsungelében.

A közzétételben rövid (egyéves) és hosszú távú (tízéves) hozammutatók szerepelnek. Most arra törekszünk, hogy ezekről alkossunk ítéletet, hogy értéküket mennyire jónak vagy rossznak kell tartanunk.

2.1. A tárgyévi hozamok értékelése

Több fontos kérdésre adhatnak választ az egy adott évre vonatkozó adatok, de az értékelésüket mindig óvatosan kell kezelni. Mindenekelőtt azt kell tudnunk, hogy különböző kockázatot vállaló pénztárak (portfóliók) teljesítményei közvetlenül eleve nem hasonlíthatók össze. Tehát vagy csak az azonos kockázati szintet megcélzó portfóliókat hasonlíthatjuk össze, vagy tudomásul vesszük, hogy egy-egy évben a legkockázatosabb portfóliók mondjuk rendre sokkal nagyobb, vagy éppen sokkal kisebb hozamokat értek el, mint a kevésbé kockázatosak. Azaz a kockázatvállalás mértéke eleve egyik magyarázata lehet a mindenkori hozamteljesítményeknek.

A tárgyévi hozamok szempontjából mindenekelőtt a pénzromlás mértéke² lehet a viszonyítási alap, hiszen a pénztári befektetések elsődleges célja a tagok vagyonának értékmeg-

2 A pénzromlás mértékére is számos mutatószám ismert. Hogy pontosan melyiket tartjuk megfelelőnek, az végül is választás kérdése. Mi általában az MNB decemberre vonatkozó, 12 havi fogyasztói árindexeit használjuk, de alkalmazható más inflációs mutató is.

őrzése. Ennek alapján fontos minősítési kritériumot jelent, hogy ez mennyiben sikerült az adott esztendőben. Tehát itt adódik az első értékelési szempont.

2.1.1. 1. értékelési szempont: értékmegőrzés (tárgyévi)

Az éves hozam viszonya az inflációhoz

Ennél az értékelésnél bizony az inflációtól való elmaradást önmagában is károsnak ítéltjük, ezért nem szimmetrikus minősítő kategóriákat javasolnánk:

1. *Kiváló*: az infláció mértékét +5%-nál jobban meghaladó hozamú pénztár.
2. *Jó*: a pénztár éves hozama az inflációt legalább 1%, de legfeljebb 5%-kal haladja meg.
3. *Elfogadható*: a pénztár hozama az infláció mértékétől legfeljebb 1%-ban tér el.
4. *Gyenge*: a hozam az inflációtól több mint 1%-kal elmarad, de pozitív.
5. *Rossz*: a pénztár hozama abszolút értéken negatív.

Természetesen lehet, hogy az inflációtól való esetleges elmaradás, vagy éppen annak a túlszárnyalása valójában az adott időszak piaci körülményeinek a következménye. Ezért fontos azt is megvizsgálni, hogy egy adott pénztár portfóliójának kezelője megtett-e mindent ahhoz képest, amit az adott piacon egyáltalán meg lehetett tenni. Tehát azt is vizsgálunk kell, hogy egy pénztár a saját *referenciahozamához* (azaz a saját befektetési politikája alapján elvárható hozamához) képest mit volt képes a valóságban elérni. Ezért kötelező a referenciahozamok közzététele a pénztár (illetve az adott kockázatú befektetéseket jelentő portfólió) nettó hozamráta mellett.

Itt persze rögtön tudnunk kell, hogy a nettó hozam már azt mutatja, ami a pénztárnál a hozamokból ténylegesen megmaradt, hiszen itt a hozamok már a befektetéssel kapcsolatos költségekkel csökkentve jelennek meg – miközben a referenciahozamok elvileg egy bruttó (azaz a költségekkel nem csökkentett) hozamrátát mutatnak. Ennek a két értéknek az összehasonlítása tehát már eleve feltételezi azt az elvárást, hogy a vagyionkezelés költségeit a referenciahozam felett termelje ki a pénztár. Vagyis legalább annyival nagyobb hozamot termeljen, hogy még a nettó hozam is megfeleljen a referenciahozamnak.

Az vitatható, hogy a referenciahozam meghaladása mennyire elvárható. De azok, akik a saját befektetési politikájukat betartva, az ahhoz tartozó referenciahozamnál magasabb hozamokat értek el, a tagoknak az elvárhatónál is jobb eredményt hoztak. Ezért minősítjük jónak a referenciahozam meghaladását. Legfeljebb – s ez a realitás –, ha minden pénztár csak a referenciahozam tartására törekszik, akkor ebből a szempontból mindenki a „*megfelelő*” kategóriába kerül. Ugyanakkor lehet rossz a választott referenciaindex is. Előfordulhat, hogy valaki könnyen meghaladja azt; vagy éppen jó hozam mellett is elmarad a saját referenciahozamától. Így lehet, hogy ezzel esetenként kissé félrevezető minősítést adhatunk. Mivel azonban más orientáció nincs az „elvárható” hozam mértékéről, ráadásul ezt közzé is teszük, csak ezt tudjuk erre a célra felhasználni, s egy efféle minősítés legalább ösztönzi a pénztárakat a választott referenciaindexek folyamatos felülvizsgálására.

2.1.2. 2. értékelési szempont: rövid távú vagyongazdálkodási teljesítmény Az éves hozam viszonya az éves referenciahozamhoz

Ebben az esetben csak három kategóriát határoznánk meg az alábbiak szerint:

1. *Felüteljesítő*: a referenciahozamot a pénztár több mint 1 százalékkal meghaladja.
2. *Megfelelő*: a referenciahozamtól legfeljebb 1%-kal eltérő hozamú a pénztár.
3. *Elmaradó*: a referenciahozamtól több mint 1 százalékkal elmaradó hozamú a pénztár.

2.2. A hosszabb távú teljesítmény értékelése

A hosszú távú értékelések esetében az időtáv önmagában is kérdéses lehet. Gyakran láthatunk olyan nemzetközi elemzéseket, ahol a hozamteljesítményeket 1, 3, 5 vagy 10 évre egyaránt bemutatják. A baj csak az, hogy ezzel – a hozammutatók számához hasonlóan – a minősítési szempontok száma is megnő, ami végső soron újra a tisztánlátás rovására mehet. Úgyhogy most nem is próbálunk dönteni a hosszú távú értékelés időhorizontjának a kérdésében, hanem egyszerűen elfogadjuk a mai közzétételi kötelezettség által meghatározott, 10 éves időtávot, és az a véleményünk, hogy a hosszú távú minősítést is – általában – erre az időtávra vonatkozó mutatókra érdemes elvégezni.

Vannak azonban speciális minősítést igénylő időszakok, s bizony a 2008–2009-es éveket ilyennek tartjuk. Nagyon fontos ugyanis, hogy két ilyen mértékű szélsőségeket mutató évben egy-egy pénztár összességében hogyan volt képes teljesíteni. Most pontosan azt a kérdést tehetjük fel, hogy a 2008. évi nagy veszteséget mennyire sikerült az adott pénztárnak a 2009. évi hozamokkal kompenzálnia. Vagyis ezúttal ilyen kivételes minősítő szempontnak tekintjük az előző évi veszteség kompenzációjának a sikerességét. Ennek mindenekelőtt az értékkörzés szempontjából kell érdeklődésre számot tartania, ezért a kétéves hozamot³ ezúttal is a (kétéves) inflációhoz viszonyítva minősítjük.

2.2.1. 3. (specifikus) értékelési szempont: veszteségkompenzálás A kétéves (2008-as és 2009-es) együttes hozam viszonya a kétéves inflációhoz

Az általunk értelmezhetőnek tartott minősítő kategóriák:

1. *Kiváló*: a kétéves hozam legalább 5%-kal magasabb, mint a kétéves infláció.
2. *Jó*: a kétéves hozam legalább 1, de legfeljebb 5%-kal magasabb, mint a kétéves infláció.
3. *Elfogadható*: a kétéves hozam legfeljebb 1%-kal tér el a kétéves inflációtól.
4. *Gyenge*: a kétéves hozam 1%-nál jobban elmarad a kétéves inflációtól, de pozitív.
5. *Rossz*: a kétéves hozam negatív.

Ezután térjünk rá a hivatalos közzétételben szereplő *10 éves nettó átlaghozam* mutató minősítésére. Mindenekelőtt azt kell leszögezni, hogy ez a szám a nettó hozamoknak a *súlyozatlan* átlagait mutatja. Vagyis ez az átlag meglehetősen félreinformálhat bennünket, ha

3 A kétéves hozamrátát az $(1 + r_1)(1 + r_2) - 1$ képlet alapján számoljuk.

az időszak tényleges hozameredményeire vagyunk kíváncsiak. A közölt átlaghozam-mutató azt jelzi, hogy az időszak elején befektetett 1 forint átlagosan mekkora hozamot kapott.⁴ De mivel az időszak alatt további befizetések is történtek, így ez a mutató nem jelzi az időszak alatti eredményességet, ezért inkább a vagyongazdálkodás minősítésére használhatjuk. Ha összehasonlítjuk az ugyanezen időszakra vonatkozó referenciaindexek átlagával, akkor azt vizsgálhatjuk, hogy a vagyongazdálkodás hosszú távon mennyire teljesítette az elvárható hozamokat.

A tényleges minősítésnek gátat szab azonban az, hogy ma még csak az elmúlt 8 évre ismerjük a referenciahozamokat. Ezért elfogadhatatlan a közzétételben szereplő, 10 éves átlaghozamoknak és a mellettük megjelenő, 8 éves átlagos referenciahozamoknak a közvetlen összehasonlítása. De ezt a problémát az idő hamarosan megoldja (hiszen 2 év múlva már lesz 10 évre vonatkozóan referenciahozam). Addig persze jobb lett volna, ha az átmeneti időszakban az átlaghozamokat is csak annyi évre számolják, ahány évre már ismertek a referenciahozamok.

Az is elvárható lenne, hogy az átlagszámításban szereplő hozamadatokat mind a 10 évben azonos módszer alapján határozzák meg. De sajnos, ez nem így történik. A választható portfóliók bevezetése előtti időszakban (2008 előtt) a pénztáraknak az összes eszközre vonatkozó nettó hozamrátáit hozták nyilvánosságra (ráadásul időközben azoknak is változott a számítási módszere). A választható portfóliók bevezetését követően azonban a portfóliónkénti nettó hozamráták szerepelnek a nyilvánosságra hozott adatok között, amit jobb lenne a korábbi években is a fedezeti tartalékra számolt hozamrátákkal átlagolni.⁵ Emellett az utóbbi két évben bevezették az elszámoló egységes nyilvántartást és az árfolyamok alapján történő hozamráta-számítást, ami persze megint némileg eltérő eredményeket ad a korábbi módszertan szerint számított hozamoktól. Egyszóval, ez a 10 éves átlaghozam-mutató sok sebből vérzik. Mivel azonban a torzítások minden pénztárat, ha nem is egyforma mértékben, de érintenek, jobb híján ezzel dolgozhatunk, s ennek alapján alakíthatjuk ki a következő – ezúttal valódi hosszú távú teljesítményt mutató – minősítési kategóriánkat.

2.2.2. 4. értékelési szempont: a vagyongazdálkodás hosszú távú hatékonysága **A hosszú távú átlaghozam viszonya az azonos időszakra számolt, átlagos referenciahozamhoz**

A felhasználható minősítő kategóriák:

1. *Felülteljesítő*: az átlagos referenciahozamot több mint 1 százalékkal meghaladó átlaghozamú pénztár.
2. *Megfelelő*: az átlagos referenciahozamtól legfeljebb 1 százalékkal eltérő átlaghozamú pénztár.
3. *Elmaradó*: az átlagos referenciahozamtól több mint 1 százalékkal elmaradó átlaghozamú pénztár.

⁴ Itt jegyezzük meg: ezek a hozammutatók nem tartalmazzák a tagoknak azt a veszteségét, hogy az általuk befizetett pénznek csak egy részét (jelenleg minimum 95,5 százalékát) fektetik be. Vagyis a hozamteljesítmények értékelésénél nem a befizetések, hanem azok egyéni számlára jóváírt részének a hasznosulását értékeljük.

⁵ A pénztár egészére, illetve a fedezeti tartalékokra számolt hozamráták között általában nem voltak lényegi különbségek, mivel a pénztári vagyont több mint 95 százaléka a fedezeti tartalékokban volt.

A kötelező közzétételkor még egy hosszú távú teljesítményt mérő mutatószámot találunk, az úgynevezett „vagyonnövekedési mutatót”. Ezt szintén 10 éves időszakra számolják, s ez az éves nettó hozamrátnak a pénztártagok tárgyévi vagyonával súlyozott átlaga. Valójában ezt a mutatót – jobb híján⁶ – tekinthetjük a hosszú távú átlagos hozamteljesítmény mértékének.

A mutató értékelésekor itt is (az éves hozammutatók értékeléséhez hasonlóan) azt vizsgálhatjuk, hogy az adott portfólióban mennyire sikerült a 10 éves időszak átlagos pénzromlásának mértékéhez képest teljesíteni.

Tekintsük a pénzromlás 10 éves átlagos mértékének az éves fogyasztói árindexeknek⁷ a pénztárak összvagyonával⁸ súlyozott átlagát. Ennek alapján kialakítható a következő minősítési szempont.

2.2.3. 5. értékelési szempont: hosszú távú értékmegőrzés

A vagyonnövekedési mutató viszonya a 10 éves súlyozott átlagos inflációhoz

1. *Kiváló:* a vagyonnövekedési mutató az átlagos infláció mértékét +5%-nál jobban meghaladja.
2. *Jó:* a vagyonnövekedési mutató az átlagos inflációt legalább 1%-kal, de legfeljebb 5%-kal haladja meg
3. *Elfogadható:* a vagyonnövekedési mutató az átlagos infláció mértékétől legfeljebb 1%-ban tér el.
4. *Gyenge:* a vagyonnövekedési mutató az átlagos inflációtól több mint 1%-kal elmarad, de pozitív.
5. *Rossz:* a vagyonnövekedési mutató abszolút értékben negatív

Végeredményben – minden portfóliót öt szempont szerint mérlegelve – megláthatjuk, hogy az adott portfóliót általában mennyire tarthatjuk jónak. Persze az is lehet, hogy az egyes minősítő szempontokat nem tartjuk egyformán fontosnak, vagyis a portfólió összesített minősítését a minősítési szempontok szerinti „pontozás” súlyozott átlagai alapján alakítjuk ki.⁹

3. A MAGÁNNYUGDÍJPÉNZTÁRAK HOZAMTELJESÍTMÉNYÉNEK 2009 ÉVI MINŐSÍTÉSE

Nézzük, hogy mit mutatnak a számok!

Örömmel láthatjuk, hogy 2009 évben gyakorlatilag minden portfólióban a fogyasztói árindex mértékét általában jelentősen meghaladó hozamokat értek el. Ezt mutatja az, hogy a rövid távú értékmegőrzés szempontjából nincs gyenge vagy rossz minősítésű portfólió.

⁶ Itt is felmerül, hogy az időszak alatt nem ugyanolyan módszer alapján számolt hozamokat átlagolnak.

⁷ MNB dec./dec. minden évben.

⁸ Talán jobb lenne súlyként az egyéni számlák záró állományaival számolni, de ez az adat nem áll rendelkezésünkre.

⁹ A melléklet a magánnyugdíjpénztári portfóliókra egy olyan összesített minősítést mutat be, ahol a referencia-hozamhoz való viszony 1, a rövid távú hozam 2, a hosszú távú hozam 3 súllyal szerepel, miközben a 2 éves veszteségkompenzációs szempontot az összesítésben nem vettük figyelembe (mivel ennek eredménye a 10 éves hozamban benne van).

Mindössze két portfólió (AXA2, Prémium2) lett „elfogadható” minősítésű, azaz olyan, amelynek a nettó hozama csak nagyjából az éves pénzromlás mértékének felel meg; míg az összes többi ennél jobb. Sőt, az összes vizsgált portfóliónak a 77 százaléka „kiváló” minősítésű, azaz olyan, amelynek a nettó hozama az inflációt több mint 5%-kal haladja meg. Természetesen nem elhanyagolható az sem, hogy a kiváló minősítést kapott 45 portfólióban a legjobb (Questor³⁰: 34%) és legkevésbé jó (Allianz1: 11%) között óriási a különbség; de ezúttal csak arról beszélünk, hogy az értékmegőrzési szerep mennyire volt sikeres, és ebből a szempontból ezeket mind kiválónak minősíthetjük. De ha erre volt lehetőség ebben az évben, bizony akár el kellene marasztalnunk azokat, akiknek nem így sikerült. De érdemes megnézni, hogy az utóbbiak között többnyire klasszikus portfóliók vannak, amelyeknek a kockázat mérséklése miatt nem is célja az esetleges kiemelkedő hozamok hajszolása. Éppen ezért valójában elgondolkodtatónak csak azoknak a kiegyensúlyozott vagy éppen növekedési portfólióknak az eredményét tartjuk, amelyeknek a magas kockázatvállalás és kiváló piaci adottságok mellett sem sikerült jó eredményeket felmutatniuk. Ezek a portfóliók a következők voltak: AXA2, AXA3, Generali3, Prémium2.

Ha azt nézzük, hogy a piaci adottságokhoz milyen mértékben alkalmazkodtak a magánnyugdíjpénztárak a 2009. évben, bizony azt állapíthatjuk meg, hogy igen sok azoknak a portfólióknak a száma, amelyek jelentősen (1%-nál nagyobb mértékben) elmaradtak a saját referenciahozamuktól. És itt szinte semmi különbséget sem látunk aszerint, hogy milyen típusú portfóliókat vizsgálunk. A 18 közül a klasszikus portfólióban 12, a kiegyensúlyozott portfóliók közül 11, a növekedési portfóliók között 10 hozama 1%-nál jobban elmaradt a saját referenciahozamától. Bár ezek a számok egyáltalán nem alkalmasak arra, hogy ennek a jelenségnek az okait feltárják, de két megjegyzést mindenképpen fűznénk ehhez az értékhez: egyrészt az elmaradás azt mutatja, hogy még jobb eredményeket is el lehetett volna érni 2009. évben; másrészt, hogy még olyan portfóliók is vannak, ahol az elmaradás a 10%-ot is meghaladja. (AXA2, Prémium2, Generali3, MKB3). Ez némileg kétségessé teszi, hogy komolyan vehetjük-e a referenciaindexeket. Különösen akkor, ha azt is tudjuk, hogy a szóban forgó pénztárak esetén aligha vannak következményei a mandátumok megítélésekor annak, ha a vagyongazdálkodó elmarad a referenciahozamoktól.

Bár a 2009. évi hozamok elég magasak voltak, a korábbi veszteségek még nagyon sok esetben éreztetik a hatásukat. A 2008. és 2009. évi teljesítményeket együtt szemlélve, azt kell mondanunk, hogy még nem lehet nyugodt minden pénztártag – különösen akkor, ha azt tekintjük alapkövetelménynek, hogy a nettó hozamok legalább a pénzromlás mértékét fedezzék.

A vizsgált 54 portfólió¹¹ közül mindössze 11 esetben látunk pozitív reálhozamot, és mindössze 5 olyan pénztár van (Életút, MKB, Postás, Vasutas, VIT), ahol egyik portfólióban sem marad a kétéves hozam értéke a negatív tartományban, vagyis ahol a pénztárszintű veszteségkompenzációt valóban sikeresnek mondhatjuk. De ezúttal már inkább portfóliótípusonként kell az értékelést néznünk.

10 A továbbiakban a klasszikus portfóliókat a pénztár neve mellett szereplő 1, a kiegyensúlyozott portfóliókat 2, a növekedési portfóliókat 3-as sorszámmal jelölöm, vagyis a pl. Generali3 a Generali nyugdíjpénztárnak a növekedési portfólióját jelöli.

11 Csak 18 olyan volt, amelyik mindkét évben működött, s mivel 2009-ben már mindegyik a választható portfóliós rendszerben üzemelt, összesen 18×3 portfóliót vizsgálhatunk.

- *A klasszikus portfóliókban* a 2008. évi veszteség kompenzálása szempontjából mindössze három pénztár tekinthető kiválónak (Dimenzió1, AXA1, Erste1), és még további 3-nál jónak tekinthető a kétéves hozamteljesítmény (Honvéd1, Évgyűrű1, Életút1). De van 5 olyan pénztár is, amelyeknek a kétéves teljesítményét kimondottan rossznak kell minősítenünk (Prémium1, Aegon1, Budapest1, Allianz1, Questor1), ahol a pénztártagok még a két év eredményei alapján is tényleges veszteségeket realizálhattak.
- *A kiegyensúlyozott portfóliókban* a legrosszabb a helyzet. Itt is van öt olyan pénztár, ahol a veszteségkompenzálás szerinti minősítés rossz, azaz a kétéves hozam még abszolút értelemben is negatív (Prémium2, Aegon2, Budapest2, Allianz2, Évgyűrű2). Ugyanakkor az összes többi is gyenge minősítésű, azaz legalább 1%-kal elmarad a kétéves hozam a kétéves infláció mértékétől. Vagyis a kétéves teljesítmény a kiegyensúlyozott portfóliókban mindenütt alatta marad az elvárható értékmegőrzésnek.
- Meg kell jegyeznünk, hogy az 5 rossz minősítésű pénztár közül négyben a klasszikus portfóliók kétéves eredménye is rossz. Ezek mind olyan pénztárak, amelyek 2008. évben még nem választható portfóliós rendszerben működtek, vagyis ahol minden tagnak el kellett szenvednie a nagy kockázatok miatti 2008. évi veszteséget, amelyre a klasszikus és kiegyensúlyozott portfóliókban lévő befektetések 2009. évben még nem tudtak kompenzálást adni. Vagyis a 2008. évi veszteségkompenzálás szempontjából a pénztáraknak hátrányos volt a választható portfóliós rendszer későbbi bevezetése.
- Valójában a legtöbb pénztártagot a *növekedési portfóliók* teljesítménye érinti. De sajnos, itt sem túl rózsás a kép: mindössze 2 olyan pénztár van, ahol a kétéves hozamteljesítmény szignifikánsan nagyobb, mint a kétéves pénzromlás üteme (Questor3, Postás3), miközben 9 pénztárnak abszolút értelemben is negatív a kétéves hozama, vagyis a 2009. évi kiemelkedően magas hozamok nem voltak elegendőek a 2008. évi nagy veszteségek kompenzálására sem. Sőt, öt pénztár esetében a kétéves veszteség mértéke a mínusz 5 százalékot is meghaladja (OTP3, Erste3, AXA3; Prémium3, Évgyűrű3).

A 2008–2009 közötti időszakra vonatkozó, átlagos hozamértékek nagyon jól mutatják a tényleges kockázatvállalás mértéke és a várható hozamok közötti elméleti összefüggést (1. 1. táblázat). Láthatjuk, hogy a nagyobb veszteségek és a nagyobb nyereségek is a magasabb kockázatú portfóliókban realizálódnak.

1. táblázat

A magánnyugdíjpénztári portfóliók átlagos nettó hozamai

Portfólió	Átlagos hozam		
	2008	2009	kétéves
Klasszikus	-7,5%	11,9%	4,0%
Kiegyensúlyozott	-13,7%	16,2%	0,4%
Növekedési	-18,1%	22,1%	-0,1%

Mindezek alapján sajnos nem lehetünk egészen elégedettek a 2009. évi hozamteljesítményekkel, de tudnunk kell, hogy a 2008. évi rossz eredmények még 2009 első negyedében is folytatódtak, vagyis valójában csak a 2009. év egy része hozott nyereséget. S talán remélhetjük, hogy az első teljes évnyi nyereséges időszak után már a fentieknél szebb képet festhetünk a pénztárak hozamteljesítményeiről.

Azt tudjuk, hogy nagyon bizonytalan befektetési környezetben kellett dolgoznia valamennyi pénztárnak. Ami viszont nyugtalanító: az egyes pénztárak között (azonos típusú portfóliók esetén is) megmagyarázhatatlanul nagyok a teljesítménykülönbségek. A vizsgált mindkét – egymástól nagyon különböző hozamlehetőséget rejtő – évben azt látjuk, hogy a legjobb és legrosszabb éves nettó hozamok között akár a 20 százalékot(!) is meghaladja a különbség, s a kétéves teljesítmények esetében még jobban széthúz a mezőny. A növekedési portfóliók esetében a legjobb kétéves teljesítmény (+18%) és a legrosszabb (–19%) között 37% az eltérés! De még a klasszikus portfóliók között is igaz, hogy a kétéves hozam terjedelme is meghaladja a 30%-ot. Márpedig az egyén szempontjából ezek a különbségek meghatározó eltéréseket eredményezhetnek a jövőbeli nyugdíjak szempontjából.

A 10 éves hozamteljesítmények már kiegyenlítettebbek, hiszen a 10 éves vagyonnövekedési mutató (de ugyanígy a 10 éves átlaghozamok) esetén a terjedelem (azaz a legjobb és a legrosszabb érték közötti különbség „mindössze” 6%).¹² A viszonylag kiegyenlített teljesítményt azt is jelzi, hogy a relatív szórás 30% körül van.

A vizsgált portfóliók között 7 olyan portfólió van, amelyeknek az esetében gyenge a 10 éves vagyonnövekedési mutatóval jelzett, hosszú távú értékmegőrzés minősége. Vagyis a vagyonnövekedési mutatójuk ugyan pozitív, de több mint 1 százalékkal elmarad a 10 éves pénzromlás mértékétől, tehát mínusz 1%-nál is gyengébb reálhozamot képesek felmutatni (Allianz3, Allianz2, Allianz1, Évgyűrűk2, Évgyűrűk3, AXA1, Budapest1).¹³ Ugyanakkor mindössze 4 portfólió eredményét tekinthetjük kiválónak¹⁴, vagyis olyanok, ahol a vagyonnövekedési mutató alapján számolt reálhozam a 3 százalékot is meghaladja. (Életút1, Dimenzió1, Questor1, Honvéd1). További 6 portfólió esetében a reálhozam 2 százalék felett van, amit jó eredménynek tekintünk (AXA1, Évgyűrűk1, Erste1, Életút2, Honvéd2, VIT3). A jó hosszú távú hatékonyságot felmutató portfóliók között többségben vannak a klasszikus portfóliók. Ennek főként az az oka, hogy ezek 2008. évben a legkisebb veszteséget szenvedték el. De fontos látni, hogy nem az összes klasszikus portfólió tartozik ide, másrészt vannak magasabb kockázatú portfóliók, amelyeknek mégis sikerült jó eredményt felmutatniuk.

A hosszú távú vagyonnevelési hatékonyságnak tekintett szempont (azaz jelen esetben a 8 éves átlagos referenciahozamnak és a *nyolc éves átlaghozamnak* a viszonya szerinti kategóriák) vizsgálatakor 10 portfólió bizonyult alulteljesítőnek, de ebből mindössze egy olyan van, ahol az elmaradás a hosszú távú referenciahozamtól 2%-nál is nagyobb (Évgyűrűk2).

12 Ámde vegyük számításba, hogy ez egyéves átlag, azaz a 10 év alatt ez igen tekintélyes mértékű különbséget is generálhatott.

13 Mivel a 10 éves hozamoknál csak az utolsó két évben vannak választható portfóliók, ezért ha egy pénztár a korábbi időszakban elért gyenge teljesítményei miatt került a gyenge minősítésű kategóriába, akkor nem meglepő, ha mindegyik vagy több portfóliója ide került.

14 Természetesen lehetnek olyanok, akik a 3% reálhozamot nem kiválónak, hanem legfeljebb megfelelőnek minősítik, hiszen akár a 4-6% reálhozamot sem tekinthetnek. De az elmúlt 12 év magyar gazdasági környezetében ez nem lenne reális elvárás.

Másrészt mindössze 4 hosszú távú felülteljesítő portfólió van (VIT2, VIT3, AXA3, Élet-út3). Vagyis összességében azt látjuk, hogy vagyongazdálkodás általában referenciakövető volt az elmúlt 8 évben, ami azt jelenti, hogy a 2009. évi nagyobb eltérések a korábbi időszakokban nem voltak jellemzőek. Ugyanakkor a referenciakövetés a vagyongazdálkodók biztonságát, és nem feltétlenül a tagok érdekeit szolgálta.

A mellékletben bemutatjuk az öt értékelési szempont szerint az egyes magánnyugdíj-pénztári portfóliókra adott minősítéseket.

4. A HOZAMTELJESÍTMÉNYEK EREDMÉNYE

A különböző hozamok a pénztártagok számláin – azonos befizetések mellett – különböző egyenlegértéket generálnak. A kérdés az, hogy mennyire különböznek ezek a számlaegyenlegek a különböző pénztárakban. Hiszen azt láttuk, hogy esetenként ugyan meglehetősen nagy hozamkülönbségek vannak, de hosszú távon némi kiegyenlítődést figyelhetünk meg. A rövid távú különbségek abból is adódhatnak, hogy a különböző befektetési stratégiákkal esetleg egymástól eltérő ütemezésben realizálódhatnak a hozamok, s az is előfordulhat éppen, hogy egyes esetekben a rövid távon, míg más esetekben a hosszú távon elérhető előnyöket célozza meg egy pénztár. Nem is szabad egy-egy év teljesítménye alapján elhamarkodottan ítélnünk, hanem nagyon fontos követni a hosszabb távon elért eredményeket.

Ezért néztük meg, hogy egy mindvégig átlagkereset után tagdíjat fizető pénztártag a különböző pénztárakban mekkora egyéni számlafedezettel rendelkezhet.

Az összehasonlíthatóság miatt külön (is) megvizsgáltuk a különböző portfólióba sorolt pénztártagok eseteit. A számításokat 1998 és 2009 közötti időszakra végeztük, értelemszerűen kisebb-nagyobb egyszerűsítésekkel, amelyek azonban a végső következtetések szempontjából nem tekinthetők fontosnak.

Az illusztráció kedvéért bemutatjuk a növekedési portfóliók egyéni számlaegyenlegeinek időbeli változását (1. 1. ábra), azzal a megjegyzéssel, hogy a másik két portfólióról készült ábrák gyakorlatilag nem különböznek ettől. Érdekes módon a klasszikus portfólió „győztese” (Dimenzió1) és a növekedési portfólióban legjobb (Questor3) esetében az átlagkeresetesen lévő pénztártag egyéni számlaegyenlege nagyjából azonos (kb. 2,2 millió forint), míg a vesztesek esetében az egyéni számlaegyenleg mindhárom portfólióban 1,65 millió körül van.¹⁵

Az eredmények azt mutatják, hogy a teljes időszakban a mindenkori átlagkeresettel rendelkező pénztártag esetében több mint 20 százalék, abszolút értékben mintegy 500 ezer forint különbség van a legjobban és legrosszabbul teljesítő pénztárakban¹⁶ elérhető, egyéni számlaértékek között. És valójában az sem számít ebből a szempontból, hogy azok melyik típusú portfólióba tartoznak, hiszen a különbség mindegyik esetében tetten érhető. De az is igaz, hogy az egyéni számlák közötti különbségeket valójában a 2008. évi nagy hozamkülönbségek eredményezték, s csak azóta vannak olyan portfóliók, amelyeknek a kumulált tel-

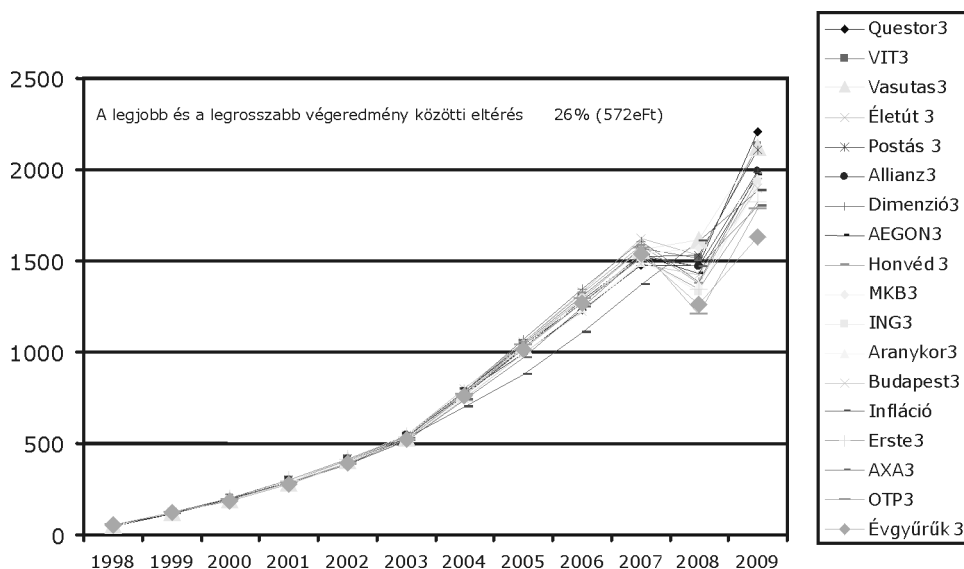
15 Mivel a választható portfóliós rendszer a vizsgált 12 évből általában csak két évig állt fenn, ezért még nem is várható, hogy a teljesítménykülönbségekre a portfóliótípusnak jelentős hatása legyen.

16 Ezúttal csak 17 –az időszak alatt mindvégig működő – pénztárat vizsgálhatunk.

jesítménye elmarad az inflációtól. Ugyanis 2007-ben még minden pénztárban igaz, hogy az egyéni számlaegyenlegek magasabbak, mintha a magánnyugdíjpénztárak minden évben az inflációval megegyező hozamot termeltek volna. Viszont a 2008. évi nagy – és nagyon különböző mértékű – zuhanás következtében (amikor is minden pénztár kumulált reálhozama negatív volt), 2009 végére 12 olyan portfóliót látunk, amelynek a tagjai kevesebb pénzzel rendelkeznek, mint amennyi az inflációs hozam alapján keletkezhett volna (Évgyűrűk3, Évgyűrűk2, AEGON1, AEGON2, Budapest1, Budapest2, Allianz1, Erste3, AXA3, OTP3, Questor1). Sajnos, ezek a portfóliók az összes pénztári vagyon több mint 30 százalékát fedik le. Láthatjuk, hogy ezek között a negatív (hosszú távú) reálhozamot felmutató portfóliók között mindhárom típusú portfólió megtalálható. Van olyan pénztár, amelynek két különböző típusú portfóliója is ide tartozik. Igaz, van (összesen öt) olyan portfólió is, ahol az egyéni számlák egyenlege több mint 15%-kal meghaladja az inflációval elérhető hozamok melletti egyenleget (Dimenzió1, Questor3, Honvéd1, Életút1, Axal), de ezeknek a vagyona nem éri el az összes pénztári vagyon 1 százalékát.

1. ábra

**Az átlagkeresetek utáni befizetések értéke a magánnyugdíjpénztárakban:
növekedési portfóliók**



Vagyis egyáltalán nem mondhatjuk azt, hogy minden pénztár teljesítménye azonos! Ezért lenne nagyon fontos, hogy a pénztártagok figyelemmel kísérjék saját pénztáruk teljesítményét, s ha elégedetlenek, akkor bizony érdemes átlépni egy másik pénztárba. De erre, sajnos, csak kevés példát láthatunk.

5. AZ ELVÁRHATÓ HATÉKONYSÁG

Valójában a fő kérdés az: a magánnyugdíjpénztárban felhalmozott vagyon fedezi-e a megszerzett társadalombiztosítási nyugdíjjogosultság 25%-át, vagyis jobban járnak-e vagy sem a vegyes nyugdíjrendszer tagjai a tisztán tb-ellátást kapó biztosítottaknál? Másképpen úgy is fogalmazhatunk: elvárható, hogy a 12 év alatt felhalmozott nyugdíjpénztári vagyon elegendő legyen a 12 évnyi tb-nyugdíjból elvesző 25% kompenzálására.¹⁷

Erre az egyszerűnek tűnő kérdésre gyakorlatilag aligha lehet pontos választ adni. Egyrészt azért, mert korántsem világos, hogy adott tőkeösszegért mekkora járadékot fizetnének a pénztárak – de ezt némi aktuáriusi absztrakcióval még meg tudnánk becsülni. Nagyobb gond az, hogy nehezen mondható meg, mit értsünk megszerzett társadalombiztosítási jogosultságon. A 2013-tól hatályos törvényben rögzített nyugdíjképletben¹⁸ ugyanis nem tisztázott, hogyan is kell az átlagkeresetet számolni. De az sincs rögzítve, hogyan fognak a törvény szerint bruttó módon megállapított járadékok adózni. A törvényalkotók szándéka szerint a szolgálati évenként számolt 1,65% (illetve 1,22%) a bruttó keresetek átlagához tartozik, vagyis ezeket a szorzószámokat elvileg sem alkalmazhatjuk a nettó átlagkeresetekhez, amit viszont esetleg ki tudnánk a mai szabályok szerint számolni. Ha adóköteles jövedelemmé válnak a nyugdíjak, akkor értelemszerűen a magánnyugdíjpénztári szolgáltatások is adókötelesek lesznek.¹⁹

Ezek szerint az elvárható hatékonyságra vonatkozóan csak nagyon közelítő jellegű megoldásokat használhatunk.

A megszerzett tb-jogosultság becslésére tegyük fel, hogy a 12 évig átlagkeresettel rendelkező pénztártagunk összesen ezzel a 12 év munkaviszonnal rendelkezik, de a hatályos törvények szerint más országban szerzett munkaviszonyával összesen 40 év szolgálati idő alapján válik nyugdíjassá.²⁰ Így viszont a jelenlegi előírások szerint számított nettó átlagkereset 80%-nak megfelelő jogosultságának csak a 12/40 hányadát kapja. Tekintsük ezt a 12 év alatt megszerzett tb-jogosultságának.

A számítások alapján az adódik, hogy az 1998 óta átlagkeresettel (és 12 év munkaviszonnal) rendelkező biztosított induló nettó tb-nyugdíja mai értéken havi 33 ezer forint lenne.²¹ Ennek a 25 százalékát kellene kompenzálnia a magánnyugdíjpénztárból várható nyugdíjaknak, azaz elvárhatjuk, hogy a pénztártagunk ma legalább havi 8273 forint jára-

17 Az elvárható hatékonyság kérdését szeretnénk attól a tényről elkülönítve vizsgálni, hogy az önkéntesen belépő tagok korábbi időszakból elveszített jogosultságának pótlására mennyi fedezetre lenne szükség.

18 Az induló nyugdíj = az átlagkereset $\times$ szolgálati idő $\times$ 0,0165, illetve 0,0122.

19 Az eredeti törvényben ez szerepelt! Mégis nagyon furcsa lenne, ha 2013 után a magánnyugdíjpénztári szolgáltatás egyszerre adókötelessé válna. Főként azért, mert a személyi jövedelemadót a munkavállaló elvégre a pénztári tagdíj után is megfizette, vagyis nem mondható, hogy a járulékok adómentessége miatt jogos lehet a nyugdíj adózása. (A 2010. évtől bevezetett szuperbruttósítás némileg változtat ezen.) S ne feledjük, hogy tőkésített rendszerben nem lehet hirtelen elhatározás alapján egyszer csak bruttó alapon számolni a nyugdíjakat.

20 A tényleges nyugdíjba lépésig a mindenkorli valorizáció miatt a megszerzett kereset természetesen nem mai értéken fog szerepelni. De feltesszük, hogy az alapján számolt induló nyugdíjat is a jövőbeli valorizációnak megfelelően diszkontáljuk. Így a mai értékre számolt nyugdíjakat fogjuk összehasonlítani a ma rendelkezésre álló nyugdíjpénztári fedezetekkel.

21 A számításokhoz a bruttó átlagkereseteknek a tb által a 2009. évben nyugdíjba lépők esetén felhasznált járulékkulcsaival, illetve a járulékkal csökkentett bruttó jövedelmek adott évi adóelőírásai szerint nettósított jövedelmeknek az érvényes valorizációs táblázatokkal valorizált értékei átlagaival számoltunk.

dékhoz²² szükséges fedezettel rendelkezzen. A fedezeti szükséglet számításához a 62 éves korban induló életjáradékok fajlagos fedezeti szükségletével számolva²³, ehhez a számított fedezeti szükséglet 1720 ezer forint. Az előző fejezetben bemutatott elemzés alapján viszont azt látjuk, hogy ma minden nyugdíjpénztári portfólióban (kivéve a Évgyűrű2 és Évgyűrű3 portfóliókat) ezt meghaladó összegű fedezettel rendelkeznek a pénztártagok, sőt a portfóliók 80 százalékában a rendelkezésre álló fedezet 10 százalékot meghaladó mértékben nagyobb, mint az elvárt fedezet. Hat olyan portfólió van, ahol a többlet a 25 százalékot is meghaladja (Dimenzió1, Honvéd1, Questor3, Életút1, AXA1, Életút2). Az persze igaz, hogy ezek csak nagyon kevés tagot számláló portfóliók.

Természetesen újra hangsúlyozzuk: semmiféle biztosíték nincs arra, hogy egy magánnyugdíjpénztári tag nyugdíjba lépéskor az általunk alkalmazott módszertan szerint számolt járadékot kapna.

Fontosnak tartjuk megjegyezni: a bruttó átlagkeresetek és a 2013 utáni szabályozást figyelembe vevő nyugdíjjogosultságok vizsgálata alapján arra a következtetésre jutottunk, hogy egyik magánnyugdíjpénztári portfólióban sem rendelkeznek a tagok az annak alapján meghatározott tb-nyugdíj elveszített 25 százalékának a kompenzálásával!²⁴ Ezért lesz nagyon fontos, hogy a törvényhozók a 2013. évtől érvényes szabályozást nagyon nagy körültekintéssel dolgozzák ki.

És lehetőleg minél hamarább.

(A felhasznált adatok forrása: Nyugdíjpénztári hozamok 2000–2009, <http://www.pszaf.hu>, http://www.pszaf.hu/data/cms2127509/nyphozamok_2000_2009.pdf)

22 A havi 33 ezer forint 25%-a.

23 A 62 éves korban induló járadék mai értékéhez a mai tőkeérték felkamatolásával kellene számolni. De ha feltesszük, hogy az így kapott járadékok mai értékét ugyanazokkal a rátákkal való diszkontálással kapjuk, akkor számolhatunk a mai tőkeértékeknek a 62 éves korhoz tartozó fedezeti szükségleteivel. Az egységjáradék fedezeti szükségleteit 3,5% technikai kamattal, évi 1% költséggel és inflációs indexálással számoljuk. Az annuitástényező számolásakor a 2004. évi halandósági táblázatokat használtuk. (Alacsonyabb technikai kamatlábban értelemszerűen magasabb fedezeti szükséglet adódna, de az érvényes inflációs előrejelzések mellett a 3,5% nem irreálisan magas.)

24 Ha a magánnyugdíjak 17%-os adózását feltételezzük.

MELLÉKLET

**A magánnyugdíjpénztári portfóliók minősítése
a 2009. évben ismert hozammutatók alapján**

Portfóliók	Rövid távú teljesítmény		2008. évi veszteség kompenzálása	Hosszú távú teljesítmény		Portfólió minősítése
	Érték-megőrzés	Referencia-követés		Referencia-követés	Érték-megőrzés	
VIT2	Kiváló	Túlteljesítő	Gyenge	Túlteljesítő	Jó	Kiváló
VIT3	Kiváló	Túlteljesítő	Elogadható	Túlteljesítő	Jó	Kiváló
Dimenzió1	Kiváló	Megfelelő	Kiváló	Megfelelő	Kiváló	Kiváló
Honvéd1	Kiváló	Megfelelő	Jó	Megfelelő	Kiváló	Kiváló
Vasutas1	Kiváló	Túlteljesítő	Gyenge	Megfelelő	Jó	Jó
Questor1	Kiváló	Elmaradó	Rossz	Megfelelő	Kiváló	Megfelelő
VIT1	Kiváló	Megfelelő	Gyenge	Megfelelő	Jó	Jó
Vasutas2	Kiváló	Megfelelő	Gyenge	Megfelelő	Jó	Jó
Vasutas3	Kiváló	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő	Jó	Jó
Questor2	Kiváló	Megfelelő	Gyenge	Megfelelő	Jó	Jó
Dimenzió2	Kiváló	Megfelelő	Gyenge	Megfelelő	Jó	Jó
Életút3	Kiváló	Elmaradó	Gyenge	Túlteljesítő	Jó	Jó
Postás3	Kiváló	Megfelelő	Jó	Megfelelő	Jó	Jó
Questor3	Kiváló	Túlteljesítő	Kiváló	Megfelelő	Elogadható	Kiváló
Életút1	Jó	Elmaradó	Jó	Megfelelő	Kiváló	Jó
ING2	Kiváló	Túlteljesítő	Gyenge	Megfelelő	Elogadható	Jó
Erste3	Kiváló	Túlteljesítő	Rossz	Megfelelő	Elogadható	Jó
Életút2	Kiváló	Elmaradó	Gyenge	Megfelelő	Jó	Megfelelő
Honvéd2	Kiváló	Elmaradó	Gyenge	Megfelelő	Jó	Megfelelő
Postás2	Kiváló	Elmaradó	Gyenge	Megfelelő	Jó	Megfelelő
MKB2	Kiváló	Elmaradó	Gyenge	Megfelelő	Jó	Megfelelő
Postás1	Kiváló	Megfelelő	Gyenge	Megfelelő	Elogadható	Jó
ING1	Kiváló	Megfelelő	Gyenge	Megfelelő	Elogadható	Jó
Aranykor1	Kiváló	Elmaradó	Elogadható	Elmaradó	Jó	Megfelelő
Évgyűrűk1	Jó	Elmaradó	Jó	Megfelelő	Jó	Jó
AXA1	Jó	Elmaradó	Kiváló	Megfelelő	Jó	Jó

Portfóliók	Rövid távú teljesítmény		2008. évi veszteség kompenzálása	Hosszú távú teljesítmény		Portfólió minősítése
	Érték-megőrzés	Referencia-követés		Referencia-követés	Érték-megőrzés	
AXA3	Jó	Túlteljesítő	Rossz	Túlteljesítő	Gyenge	Jó
Dimenzió3	Kiváló	Elmaradó	Rossz	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő
Honvéd3	Kiváló	Elmaradó	Rossz	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő
ING3	Kiváló	Megfelelő	Rossz	Elmaradó	Elogadható	Megfelelő
Erste2	Kiváló	Megfelelő	Gyenge	Elmaradó	Elogadható	Megfelelő
Aranykor2	Kiváló	Elmaradó	Gyenge	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő
Aranykor3	Kiváló	Elmaradó	Rossz	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő
AEGON1	Kiváló	Elmaradó	Rossz	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő
AEGON2	Kiváló	Elmaradó	Rossz	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő
AEGON3	Kiváló	Elmaradó	Gyenge	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő
MKB1	Kiváló	Elmaradó	Gyenge	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő
OTP2	Kiváló	Elmaradó	Gyenge	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő
Erste1	Jó	Elmaradó	Kiváló	Elmaradó	Jó	Megfelelő
Évgyűrűk2	Kiváló	Túlteljesítő	Rossz	Elmaradó	Gyenge	Megfelelő
Budapest1	Jó	Túlteljesítő	Rossz	Megfelelő	Gyenge	Megfelelő
Allianz3	Kiváló	Megfelelő	Gyenge	Megfelelő	Gyenge	Megfelelő
MKB3	Kiváló	Elmaradó	Gyenge	Elmaradó	Elogadható	Megfelelő
OTP3	Kiváló	Elmaradó	Rossz	Elmaradó	Elogadható	Megfelelő
Budapest2	Kiváló	Elmaradó	Rossz	Elmaradó	Elogadható	Megfelelő
Budapest3	Kiváló	Elmaradó	Gyenge	Elmaradó	Elogadható	Megfelelő
Évgyűrűk3	Kiváló	Elmaradó	Rossz	Megfelelő	Gyenge	Megfelelő
Allianz1	Kiváló	Elmaradó	Rossz	Megfelelő	Gyenge	Megfelelő
Allianz2	Kiváló	Elmaradó	Rossz	Megfelelő	Gyenge	Megfelelő
AXA2	Elogadható	Elmaradó	Gyenge	Elmaradó	Elogadható	Megfelelő
Generali 2	Kiváló	Túlteljesítő				
Generali 3	Jó	Elmaradó				
Prémium1	Jó	Elmaradó	Elogadható			
Prémium2	Elogadható	Elmaradó	Rossz			
Prémium3	Kiváló	Elmaradó	Jó			

BORZA GÁBOR

A kötelező járadékokról

Bár egyesek vitatják a gondolatmenetet, majdnem konszenzusos véleménynek tekinthető a tőkefedezeti rendszerek esetén a nemzetközi diverzifikáció fontossága. Ezen álláspontból kiindulva mutatjuk be, hogy a járadékok szabályozása milyen kérdéseket vet fel, és milyen tévutat járhatunk be, ha a szabályozás kialakítása során az egyes intézkedések – sokszor az elérni kívánt hatásoknál erősebb – másodlagos hatásairól megfélekedünk. Ezen másodlagos hatásokra könnyű példákat találni: ebben a cikkben a magyar magánnyugdíj-pénztári szabályozásból (értelemszerűen a felhalmozási szakaszból) hozunk példákat, ám ez nem azt jelenti, hogy a magyar szabályozás sokkal rosszabb lenne, mint más nyugdíjrendszerek szabályozása.¹

1. A KÜLÖNBÖZŐ NYUGDÍJRENDSZEREK ÉS MODELLEK

Állítólag még a Magyar Néphadseregben volt ismeretes ez a mondás: „*Ha nincs baj, akkor nincs baj, ha baj van, akkor baj van.*” A nyugdíjrendszerekre és modellekre is áll, hogy stabil és növekvő (gazdasági) környezetben közömbös, milyen rendszert működtetünk; viszonylag könnyű olyan rendszert megtervezni és paraméterezni, amelyik stabil, kiszámítható és fenntartható. Amennyiben viszont a (gazdasági) környezet kedvezőtlenül alakul, akkor a különböző rendszerek különbözőképpen viselkednek, különböző mértékben bizonyulhatnak ellenállónak. Könnyű belátni, hogy az ideális környezet ellentétéként a teljes gazdasági katasztrófa esetén a rendszerek ugyanúgy nem képesek működni. Ezen a szinten még azt is feltételezzük, hogy az egyes rendszerek belső hatékonysága optimális.

Jelen cikkben nem kívánunk állást foglalni abban, hogy a rokkantsági, munkanélküliségi, szegénységi problémák kezelésének mennyiben kell a nyugdíjrendszerekhez tartoznia; de azt feltételezzük, hogy ezeket a kérdéseket egy adott generáción belül meg lehet oldani, azaz csak a generációk közötti kérdésekkel, vagyis a szűken vett nyugdíjkérdésekkel foglalkozunk.

A nyugdíjrendszer fő kérdése tehát az: miképpen oldható meg, hogy az emberi élet egy jelentős szakasza gazdaságilag inaktívan² telik el, noha ebben az inaktív szakaszban is igénye van fogyasztásra – s ez olyan jóságok fogyasztását jelenti, amelyeket az akkor gazdaságilag aktívak állítanak elő, hiszen ezek a javak nem „tárolhatók” 10-20 éves időtávon. Így látszik, hogy mindentől függetlenül az a kérdés: egy adott időszakban a gazdaságilag aktívak által előállított jóságokat hogyan osztják meg az aktívak és az inaktívak, illetve az utóbbiakon belül az egyes egyének, csoportok között.

Természetes számunkra, hogy amikor gazdasági kérdésekről, nyugdíjról beszélünk, akkor feltételezzük, hogy pénz is létezik; pedig látható, hogy a jóságmegosztáshoz erre nincs

¹ De az ellenkezőjét sem állítjuk.

² A gyermekkortól is tekintünk el!

szükség. (Evvel természetesen nem állítjuk azt, hogy egy pénz nélküli gazdaság ugyanolyan hatékonyan tud működni, mint egy monetizált, de ez más kérdés.)

A másik kérdés pedig a hosszú élet egyéni kockázatának, valamint a halandósági adatoknak a korábban tervezetthez képest erőteljesebb javulásából származó, kollektív kockázat kezelése.

1.1. A finanszírozás

Mi az a jogcím, amelynek az alapján az inaktívak részesedhetnek az aktívák által megtermelt jószágokból?

A fentiekből látszik, hogy ebben a megközelítésben a széles körben elterjedt felosztó-kirovó és tőkefedezeti rendszerek között nincs különbség, de azért érdemes a két mechanizmust összevetni. Előljáróban egy erős feltételt, a zárt gazdaságot fogadjuk el!

A *felosztó-kirovó rendszerben* a gazdaságilag aktív időszakban járulékot fizetők jogosultságot szereznek arra, hogy a következő generáció által befizetett járulékokból járadékot kapjanak és ezen (nyugdíj)járadékból megvásárolják azokat a javakat, amelyekre szükségük van.

A *tőkefedezeti rendszerben* az aktív időszakban nyugdíjcélú megtakarításokat halmoznak fel. Érdemes ezeket a megtakarításokat tulajdon-, illetve hitelviszonyt megtestesítő formában elképzelni. Az inaktív időszakban ezen megtakarítások jövedelmet termelnek, eladhatók, azaz szintén lehetőséget nyújtanak a szükséges javak megvásárlására.

Stabil helyzetben mindegy, hogy melyik rendszert működtetjük.

Tegyük fel, hogy bármilyen okból (csökkenő aktivitási ráta, csökkenő születésszám, stb.) romlik a demográfiai helyzet!

Ekkor a felosztó-kirovó finanszírozású rendszerben kevesebb járulékból kell több nyugdíjat fizetni, azaz, ha fenn akarjuk tartani az egyensúlyt, akkor vagy a járulékokat kell növelni, vagy a járadékokat kell csökkenteni. Tekintettel arra, hogy a járulék a (szuper)bruttó bér része, a bruttó bér pedig az aktívák által megtermelt javak ellenértéke, így nyilvánvaló, hogy nincs másról szó, mint a megtermelt jószágok elosztásáról.

A tőkefedezeti rendszer is ugyanígy fog viselkedni, hiszen a megtakarításokat nominálisan leértékeli az, ha relatíve megnő a kínálatuk. A termelőeszközök ára csökken, párhuzamosan a munkaerő árának növekedésével. Azaz, hiába rendelkezik az inaktív népesség tulajdonnal, értékpapírokkal, ezek elinflálód(hat)nak.

Tegyük fel, hogy a helyzet szélsőségesen romlik, erőteljesen csökken a következő generáció létszáma, gazdasági aktivitása! Mindkét rendszer ugyanúgy összeomolhat. Ebben az esetben a zárt gazdaság feltételezése nehezen tartható, hiszen – hacsak nem természeti katasztrófáról vagy világjelenségről van szó – ilyen esetben megindulhat a népesség migrációja, ami növeli az aktívak számát, és megindulhat a tőke beáramlása, ami növelheti a termelőeszközök iránti keresletet.

Nyitott gazdaságban jelentős különbség adódhat a két rendszer között.

A felosztó-kirovó rendszer esetén, ha romlik a demográfiai helyzet, akkor a növekvő járuléktérhek egyrészt negatívan hatnak a foglalkoztatottságra, másrészt a tőke, nemzetközi mobilitása révén, könnyen figyelembe veheti a máshol adódó, támogatóbb környezetet, és – ami a legfontosabb – a munkavállalók körében racionális döntéssé válik, ha elhagyják a rendszert; ezt megtehetik járulékkerüléssel, de az ország elhagyásával is. Mindkét lépés negatívan hat a rendszerre. De nem csak a demográfiai helyzet romolhat; más okból is csökkenhet egy adott felosztó-kirovó rendszer jövőbeni fizetőképessége. Aki egy ilyen rendszer tagja, az leginkább egy ország/gazdaság/rendszer jövőbeni fizetőképességétől teszi függővé a nyugdíját. Minél nyitottabb egy gazdaság, annál nagyobb és gyorsabban kiteljesedő problémával kell szembenéznünk.

A tőkefedezeti rendszer azonban lehetővé teszi a diverzifikációt, s csökkenti az egy gazdaságtól, egy rendszertől való függést. Így ahelyett, hogy egyetlen gazdaságtól függnének a jövőbeni kifizetések, ideális esetben – a nemzetközi mobilitással összhangban – a diverzifikációt ki lehet terjeszteni az egész világra.³ Egy tőkefedezeti rendszer tehát egyrészt alacsonyabb kockázatot jelenthet, másrészt sokkal jobban illeszkedik a munkavállalók növekvő nemzetközi mobilitásához.

Nem lehet ugyanakkor elhallgatni, hogy a tőkefedezeti rendszerek valószínűleg drágábbak, mint a felosztó-kirovó rendszerek, hiszen nem pontosan ugyanazt a szolgáltatást nyújtják, mint az utóbbiak hagyományosan.

Érdekes szempont lehet továbbá az, amit a felosztó-kirovó rendszerben járulékelkerülés-ként figyelhetünk meg. A növekvő diverzifikáció (család, munkahely, szakma, ország, régió, világ) mindenképpen pozitív jelenség, de az is szempont: míg egy (hagyományos, nagy) családban nem volt elterjedt a járulékelkerülés, miközben egyre nagyobb közösség teremti meg az inaktívak által elfogyasztott javakat, egyre erősebb kényszereket kell alkalmazni a megcélzott újraelosztás érdekében. Egy-egy járulékelkerülő önmagában egyre kisebb kárt okoz a rendszernek. Szélsőséges esetben akár egy egész ország számára lehet racionális magatartás, hogy ne teljesítsen egy másik ország felé. Azaz, hiába diverzifikálja egy ország rendszere vagy akár egy konkrét nyugdíjas az adott ország kockázatát úgy, hogy egy demográfiailag előnyösebb országba fektet be, ez utóbbi ország megtagadhatja a befektetések visszajuttatását például speciális adók bevezetésével. Jó példa lehet ilyen lépésre a legutóbbi izlandi népszavazás eredménye.

1.2. A hosszú élet kockázata

Amennyiben jól előrebecsülhető, hogy egy adott generáció tagjai mennyi ideig élnek, és adott, hogy ez a generáció mennyi fogyasztásra jogosult a jövőben megtermelendő javakból, akkor a hosszú élet kockázata egyéni kockázat, amit nagyon könnyű az adott generáción, az adott évjáraton belül kezelni. Gyakorlatilag életjáradék folyósításáról van szó.

3 Természetesen itt a világnak arra a részére gondolunk, ahol a tőkepiac fejlett.

Ha a generáció várható élettartamát nem jól becsültük előre, akkor a meginduló kifizetések magasabbak, mint amennyit az egyensúlyi állapot megenged, és felmerül a kérdés, milyen módon lehet a többletkifizetéseket kompenzálni. Csökkenjen-e a generáció még élő részének a járadéka, vagy az aktívaktól csoportosítson át a rendszer az inaktívak részére?

Ezt az utóbbi kérdést úgy fordíthatjuk le rendszerszintre, hogy az állam és/vagy a szolgáltatók milyen szintű garanciát vállaljanak, ki és hogyan fizesse meg ezeket a garanciális költségeket. Mennyi kockázat maradjon az ügyfélnél?

A halandóság természetesen csak egy ok lehet arra, hogy hiány vagy kompenzációs igény merüljön-e fel.

2. GYAKORLATI KÉRDÉSEK

Nincs különbség felosztó-kirovó és tőkefedezeti rendszer között. Ha egy felosztó-kirovó rendszer bevételei nem teljesülnek, és ezért az állami költségvetés helytáll, az nem különbözik attól, mint hogyha egy tőkefedezeti rendszerben alacsonyabbak a hozamok a tervezettnél, így amennyiben nem akarjuk csökkenteni a járadékokat, akkor ugyancsak a költségvetésnek kell helytállnia. A járadékok csökkentésére pedig a felosztó-kirovó rendszerben is van lehetőség.

A tőkefedezeti rendszerekben a járadékfizetés során több kockázattal szembesülünk, mint a felhalmozási időszakban.

2.1. A felhalmozási időszakról

A felhalmozási időszakban a legfontosabb kérdés az elérhető hozam mértéke. Nyilvánvalóan minden szereplő (állam, szolgáltató, ügyfél) a legmagasabb várható hozam elérésében érdekelt, így különösen érdekes, hogy olyan befektetési politika alakult ki a magyar magánnyugdíjpénztári piacon, amely joggal vívta ki az elemzők kritikáját (*Czajlik István–Szalay György* [2006]).

Mi is történt itt?

Az állam egyrésztől megteremtette a versengő pénztárakat, amelyek elvileg a minél magasabb hozam elérésében voltak érdekelték, hiszen a hozam a leglényegesebb minőségi jellemző, amellyel hatékonyan lehet versenyezni. Az egyes pénztárak (illetve pénzügyi csoportok) a kezelt vagyon növelésében érdekelték, így a magas hozamok egyrészt közvetlenül növelik a bevételt, másrészt pedig hatékony tagszervezést tesznek lehetővé. Ennek ellenére a 2000-es évek első felére igen alacsony, 15% körüli részvényarány alakult ki a piacon, és 80% felett tartottak állampapírt a pénztárak. Az ilyen magas állampapírárány gyakorlatilag kizárja az érdemi nemzetközi diverzifikációt, azaz gyakorlatilag feleslegessé tette a tőkefedezeti rendszer többletköltségeinek nemzetgazdasági szintű vállalását (*Holtzer Péter* [2010], 289. o.).

Mi volt tehát e helyzet kialakulásának a racionális oka?

Egyfelől a modell nemcsak versengő szereplőket teremtett, hanem egy bizonyos logika mentén fogyasztókat feltételezett. Ez a fogyasztó a modell szerint – inkább jól, mint rosszul – tájékozott, és saját érdekében képes a pénztárak között választani. Ezt a választási szabadságát azzal is biztosítja a rendszer, hogy a mozgatótt tőkéhez képest az átlépési költség felső korlátja igen alacsony, továbbá – az életbiztosításokkal ellentétben – nem lehet megújítási jutalékot fizetni, azaz az átlépni szándékozó ügyfelet már nem lehet meggyőzni arról, hogy változtassa meg a döntését. Tekintettel arra, hogy a tájékozott ügyfél modellje nélkülözi a valóságálapot, ezért az átlépéseket alapvetően az értékesítési hálózatok aktivitása, ereje mozgatta.⁴

Másrészről az értékesítési hálózatok könnyen elbizonytalanodnak, ha egyik termékükkel kapcsolatban sok a negatív hír, ezért a pénztárak törekedtek arra, hogy befektetési eredményük ne nagyon térjen el az átlagtól. Az átlagot lényegesen meghaladó befektetési eredményt elérni csak az átlagtól érdemben eltérő (agresszívabb) befektetési politikával lehet. A probléma az, hogy az átlag fölötti teljesítmény nem jelent akkora toborzási előnyt, mint az átlag alatti eredmény; így érthető, hogy – formális egyeztetés és explicit hozamgaranciák hiányában is – pár év alatt egymáshoz közelítő szintű befektetési politikák alakultak ki. Hogy a részvények aránya ilyen alacsony szintre állt be, annak az lehetett az oka, hogy 2007-ig nem volt lehetőség választható portfóliós rendszer üzemeltetésére, azaz az 5-10 éven belül kilépőknek megfelelő, alacsony részvényarányú, egységes portfólió jutott minden résztvevőnek.

A 2007-től érvényes szabályozás már figyelembe vette az ügyfelek (tagok) viselkedését, és nem bízta rájuk, hogy a választható portfóliók közül melyikbe kerüljenek, hiszen a nem választó tagokat az életkoruk alapján kellett besorolni. A törvényalkotó még inkább biztosra akart menni, amikor *minimum* részvényarányt írt elő az egyes felhalmozási portfóliókban.⁵ Egy alapvetően a rendszer érdekét szolgáló és sajátosságait figyelembevevő szabályozás született.

2.2. A járadékos szakasz

A következőkben *Dimitri Vittas–Rudolph Heinz–John Pollner* [2010] cikke alapján vesszük sorra a potenciális szabályozási elveket, az eddig megfogalmazottak fényében saját értékvalaszts alapján foglalunk állást.

4 Meg kell jegyeznünk, hogy az értékesítési hálózatok meglétét, szerepét nem feltétlenül kell negatívan értékelnünk. Megfelelő (nem feltétlenül szigorú, korlátozó) szabályozással elérhető, hogy szerepüket pozitívabban ítéljük meg. Jó példa erre az önkéntes nyugdíjpénztár. Itt olyan alacsonyan tartják a költségszintet, hogy egyéni tagok esetén a jutalék csekélyisége miatt a termék nem jut el a potenciális (továbbra is adókedvezményekkel támogatott) rétegekhez. Ezt a terméket egyéni befizetőként csak a felkészültebb ügyfelek választják, pedig nyugdíjcélra talán a legköltséghatékonyabb önkéntes megoldás; de ha az értékesítés és tájékoztatás költsége nem termelhető ki, akkor az eredmény az, hogy a termék nem jut el a piacra.

5 Az már rendszeren kívüli hatás, hogy a minimális részvényarány bevezetését felfüggesztették, majd pedig minimális devizamegfelelési előírásokat vezettek be, azaz lehetetlenné vált a nemzetközi diverzifikáció. Ez utóbbi intézkedés az euró bevezetésével hatályát veszti, ki nem mondott célja a magyar állampapírpiacon likviditásának a növelése lehet(ett).

2.2.1. A kötelező járadék, illetve a járadék korlátozása

Nyilvánvaló érvek szólnak a kötelező járadékra váltás mellett, hiszen éppen a rendszer értelméveszne el, ha az inaktív kor elején a teljes megtakarítás felvehető és elkölthető lenne.

Aktuárius érvek szólnak a túlzottan magas járadékok korlátozása mellett, hiszen az ilyenek erőteljesen torzítanák a járadékok árazását, és átcsoportosítást jelentenének a magasabb vagyonúak, jövedelműek felé (perverz redisztribúció).

A korlátozás mértékénél figyelembe kell venni, hogy más forrásból (a kötelező rendszerből) milyen jövedelemre számíthat a nyugdíjas. Ha ez magas, akkor erősebben is lehet korlátozni, sőt a kötelező járadékra váltási kényszert is lehet enyhíteni.

Amit nem vesz figyelembe a tanulmány:

- a kötelező rendszerek súlya várhatóan csökkenni fog, és éppen a járadékos szakaszban veszíthető el a nemzetközi diverzifikáció előnye;
- az inaktív kor elérésekor várhatóan elérhető bevétel megmozgathatja a pénzügyi innovációt is, azaz ennek a várható jövedelemnek az elköltése előrehozhatóvá válik, feltehetőleg nem a legalacsonyabb hiteldíjmutatók mellett.

2.2.2. A termékskála

Tekintettel az önkéntes járadékpiacok fejletlenségére – többek között az erős örökíthetőségi motívumra és a tiszta életjáradék elindulásának visszafordíthatatlanságára –, valamint arra, hogy általában nem lehet szolgáltatót váltani, a járadék formájának kérdésében nehéz dönteni.

Kritikus árazási szempont a termék indexálása. Olyan terméket a legkönnyebb beárzni, ahol minden kockázatot (hozam, longevity) az ügyfél visel; ha viszont nominális szinten kiszámíthatóvá akarjuk tenni a rendszert, akkor vagy a tőkét (azaz 0%-os növekedést), vagy valóban pozitív növekedést kell kínálnunk az ügyfelek részére. Olyan megoldások is elképzelhetők, mint például a svájci index előírása.

Ha nem tévesztjük szem elől a rendszer célját – az egy adott időszakban megtermelt javakat kell az aktívak és az inaktívak között elosztani –, és ha azzal a feltételezéssel élünk, hogy az értékpapírok hozama (természetesen a volatilitásról nem elfeledkezve) várhatóan kifejezi a megtermelt javak mennyiségi változását, akkor mindenképpen olyan termékjavaslat adódik, ahol az ügyfél (a járadékos) viseli a befektetések kockázatát.

Továbbá, ha már döntés született az aktívak és az inaktívak közötti jószágmegosztásról, akkor a hibás számításból (például az orvostudomány fejlődésének alulbecsléséből) adódó veszteségeket is a járadékos közösségnek kell viselnie.

A járadékos(ok) csoportja a kockázatot viselheti közvetlenül maga, de átháríthatja egy pénzügyi szolgáltatóra is. Indokolt lehet megengedni, hogy a szolgáltatók ezt a kockázatot átvállalják. A szolgáltatók ugyanakkor a kockázatot legalább piaci áron vállalják át. Így ha korlátozott a termékskála, akkor kritikus, hogy milyen szintű garanciát kell a szolgáltatóknak vállalniuk, és hogy a garanciavállalás költségeit tudják-e érvényesíteni. Ha ugyanis túl magas garanciális díjat kell szedniük, akkor az jelentősen csökkenti a befektetések hozamát, azaz a nyugdíjak várható értékét. Ha pedig a garanciavállalás költségei nem teljes mérték-

ben érvényesíthetők, akkor az egyrészt távol tartja a prudens szereplőket – ami visszahat a rendszer stabilitására –, vagy arra ösztönöz, hogy a költségeket és az elvárt profitot nem átlátható módon próbálják meg kivonni.⁶ Várható értékben a járadékosok akkor járnak a legjobban, ha a garanciális költségeket a legalacsonyabb szinten lehet tartani.

Itt érdemes megemlíteni a járadékra váltás (*annuitization*) kockázatát. Ha a rendszer szigorúan kétfelé bontja a felhalmozási és a járadékos szakaszt, és a járadékra váltáskor jelentősen megváltozik az eszközösszetétel, akkor ez jelentős árfolyamkockázatot jelenthet az ügyfél számára. Mindenképpen olyan szabályozásra van szükség, ami ezt elkerüli. A jelenlegi választható portfóliós rendszer a nyugdíjkorhatár elérését megelőző öt évre gyakorlatilag kockázatmentes befektetést ír elő, pedig ekkor még várhatóan 15-20 éves befektetési időhorizontról beszélünk.

2.2.3. Két életre szóló járadék garanciaidővel

A járadékosok szempontjából – amennyiben maradunk a szűken vett nyugdíjrendszer definíciójánál – a járadék örökölhetőségének (két életre szól, garanciaidőt biztosít) nincs jelentősége, csak feleslegesen bonyolítja a termékstruktúrát, hiszen nem a nyugdíjrendszeren belül kell megoldani azt, hogy ha valakinek aktív életszakaszában nem volt elégséges jövedelme.

Gyakorlati szempontból természetesen lehet hasznos, ha önkéntes alapon két járadékos megelégszik egyetlen, a kettejük összesített járadékánál alacsonyabb, közös járadékban, cserébe azért, hogy egyikük halála után a másik a sajátjánál magasabbat kapjon. (Ebben szerepet játszhat az a megfontolás is, hogy az egyfős háztartás költsége – a fix költségek miatt – elérheti a kétfős háztartás költségeinek 60-70%-át.)

A rendszer megtervezésének szempontjából akkor lehet jelentősége a kötelező kétszemélyes járadéknak, ha unisex táblát kell használni, de a változó családmoddelt figyelembe véve, ez nehezen tűnik bevezethetőnek.

2.2.4. Verseny vagy központi szolgáltató?

A központi szolgáltatóknak jelentős költség- és kockázatkezelésbeli előnyei lehetnek, ugyanakkor régiókban a központosítással kapcsolatban még mindig lehetnek negatív előítéleteink.

A nemzetközi diverzifikáció érvényesüléséhez gyakorlatilag elegendő a vagyonkezelés decentralizálása. A központi nyilvántartó ellen leginkább az szólhat, hogy jól működő központi rendszerek olyan országokban léteznek, amelyek általában is sokkal hatékonyabb közzszférát képesek üzemeltetni.⁷

A központosított rendszerek kockázatkezelési előnye sem áll fenn, ha a piaci szereplők poolt hoznak létre, hogy például az unisex táblák használatából származó veszteségeket/nyereségeket kiegyenlítsék; de ami még fontosabb, ne induljon el a várhatóan nem etikus tagszervezés a rövidebb várható élettartamú tagok megszerzésének érdekében.

⁶ Ameddig ez jogilag lehetséges.

⁷ „A Svédországban is alkalmazott rendszer nem a felépítésének és alapvetésének köszönhetően működik jól, hanem azért, mert svéd...” – hangoztatják nyugdíjgazdászok, talán nem alaptalanul.

2.2.5. A verseny területei: árszabályozás

Vittas, Heinz és Pollner fent idézett tanulmánya elutasítja a merev árszabályozást, de hisz abban, hogy a transzparencia sokat segíthet egy hatékony piac kialakításában. Az online ajánlatok összehasonlíthatósága jelentheti a tökéletes megoldást; gondoljunk csak arra, hogy a kötelező felelősségbiztosítási piacon milyen mértékben volt képes teret nyerni a transzparencia és a verseny, s még központilag sem kellett megszervezni a rendszert. Csak arra volt szükség, hogy a termékben legyen elegendő jutaléktartalom, mert ha annak felső korlátját túl alacsonyan szabjuk meg, akkor ugyanaz történik, mint az önkéntes nyugdíjpénztári piacon. Érdekes, hogy a Chilében bevezetett rendszert működőképesebbnek látják, mint az egyesült királyságbelit.

2.2.6. A verseny területei: marketing

Természetes, hogy egy központosított rendszer esetén a kérdés nem merül fel, míg a kérdés kiemelten fontos a decentralizált esetben. Mindenképp megelőzendő a fogyasztók megtévesztése (misselling), amit leghatékonyabban a közvetítői hálózatok szabályozásával, illetve jutalékplafon bevezetésével lehet elérni.

A felhalmozási szakasz magyar tapasztalatai alapján arra lehet még felhívni a figyelmet, hogy ha a verseny rövid távú hozameredmények bemutatására koncentrál, akkor ez viszszarahat a befektetési politikára; azaz olyan befektetési döntésekre vezethet, amelyek biztonsággal kommunikálhatóak, de nem feltétlenül állnak összhangban a járadékosok hosszú távú érdekeivel.

2.2.7. A szolgáltatók prudenciális szabályozása

Tévedés lenne azt hinni, hogy csak decentralizált rendszerben szükséges a prudenciális szabályozás, figyelemmel arra, hogy versenykörnyezetben az egyes szereplők hajlamosabbak nagyobb kockázatot vállalni. A központi szolgáltatók ezzel ellentétben elkényelmesedhetnek, esetleg lassan reagálnak a jelentősebb változásokra.

A prudenciális szabályozásnak alapvetően a biztosítási szabályozást kell követnie, hiszen egy nyugdíjszolgáltató alapvetően ahhoz hasonló kockázatokkal szembesül.

2.2.8. Állami garanciák

Ha következetesen képviseljük azt, hogy minden generáció maga viseli a kockázatait és azok kezelési költségeit, akkor ebből az adódik, hogy a különböző szolgáltatók (így rajtuk keresztül az ügyfelek) garanciaalapot tartanak fenn, amelyik egy adott valószínűség mellett biztosítékot képes nyújtani a nyugdíjak jelentős részére. Az önrész mértéke megállapodás kérdése, és az is, hogy ha mégis bekövetkezik a veszteség (ami nem a nem garantált termékek negatív hozama), akkor mégis közbelépjen-e az állam. Mivel általában minden garancia a „moral hazard”-ra vezet, ezért ezeket a garanciákat érdemes a legalacsonyabb szinten tartani.

3. ÖSSZEGZÉS

A járadékos szakasz megtervezése nagyban függ attól az értékválasztástól, amit az állam a rendszertől elvár. Különféle értékek mellett különféle rendszereket lehet felépíteni. A legfontosabb, hogy a rendszer konzisztens legyen, ne hozzon létre felesleges struktúrákat (költségeket), ne generáljon elkerülhető kockázatokat (költség) és mindig vegye figyelembe az egyes intézkedések másodlagos hatását is, amelyre kiváló példa a felhalmozási időszakra bemutatott herding⁸ hatás. A cikkben egy világbankos tanulmány logikája mentén foglaltuk össze egy bemutatott értékválasztás (a nemzetközi diverzifikáció) hatását az egyes megfontolásokra.

IRODALOMJEGYZÉK

- CZAJLIK ISTVÁN–SZALAY GYÖRGY [2006]: A magánnyugdíjpénztárak működése és szabályozása, MNB-tanulmányok 48., Budapest
- VITTAS, DIMITRI–HEINZ, RUDOLPH–POLLNER, JOHN [2010]: Designing the Payout Phase of Funded Pension Pillar in Transitioning European Countries, világbanki tanulmány, kézirat
- HOLTZER PÉTER (SZERK): [2010]: Jelentés a Nyugdíj és Időskor Kerekasztal tevékenységéről, http://nyugdij.magyarorszagholnap.hu/images/Nyugdij_kerekasztal_jelentes.pdf

8 Herding behaviour: csordaszellem

VÍZKELETI SÁNDOR

A hosszú távú megtakarítási piac újdonsága: az élekciklusalap

Ha megpróbáljuk magyarosítani a „target date fund” (TDF) kifejezést, akkor a „cél dátumra optimalizált élekciklusalap” (CO alap) elnevezés fedi le leginkább a konstrukció lényegét. Az élekciklusalapok a termék élettartama alatt előre meghatározott, gyakran mechanikusan végrehajtott eszközallokációs stratégiát követnek valamilyen előre meghatározott cél eléréseért. Ha a befektetési stratégiának az a meghatározó eleme, hogy egy előre adott cél dátumra optimalizálja a befektetés teljesítményét, akkor beszélhetünk target date fundról. A stratégiát tipikusan a hosszú távú megtakarításokra, nyugdíj-előtakarékoskodásra fejlesztették ki az 1990-es években, de tömeges elterjedése az elmúlt évtizedben indult meg. Manapság az Egyesült Államokban a legtöbb ilyen alapot az úgynevezett „defined contribution” (DC), lefordítva a „befizetéssel meghatározott” tőkefedezeti nyugdíjalapok befektetői számára értékesítik. Az iparági szakértők az CO alapok további látványos növekedésével számolnak: egyes vélemények szerint az évtized végére az úgynevezett „target date” alapok lesznek a nyugdíjcélú megtakarítások meghatározó befektetési formái, szemben a klasszikus befektetési alapokkal a DC tőkefedezeti programok piacán.

1. A TARGET DATE, AZAZ A CÉLDÁTUMRA OPTIMALIZÁLT ÉLETCIKLUSALAPOK ELŐRETÖRÉSE

A nagy áttörés akkor következett be, amikor az Egyesült Államokban a 2006-os Pension Protection Act lehetővé tette, hogy az úgynevezett 401(k) nyugdíj-előtakarékosági konstrukciókban az aktív befektetési döntéseket nem vállaló munkavállalók számára alapértelmezett befektetési megoldásként CO alap termékeket is felajánlhassanak a foglalkoztatói nyugdíjpénztárakban.¹

Iparági elemzők azt feltételezik, hogy 2018-ra az Egyesült Államokban a DC-nyugdíjalapokba érkező befizetések közel 50%-a cél dátumra optimalizált alapokba fog érkezni, és az ezen alapokban kezelt 2008. év végi 311 milliárd USD vagy 10 év alatt 2,6 ezer milliárd USD-re emelkedhet.²

Mit is jelent a befektető számára, ha egy ilyen alapot választ a nyugdíjcélú megtakarításai számára? Aki az 1990-es évek végén egy olyan alapba fektette a nyugdíjcélú megtakarításait, amely mondjuk 2010. év végére tűzte ki a lejáratát, az azt feltételezte, hogy kezdetekben egy magasabb kockázat-hozam stratégiájú termékben lett befektető, amelynek

1 FRAN HAWTHORNE: Open Season for Target-Date Funds, *Institutional Investors Magazine*, 2009. november 9.

2 CASEY QUIRK: Target-Date Retirement Funds, 2009. november

az alapkezelője az idő előrehaladtával fokozatosan csökkenti az alap kockázatvállalását. A befektető 2008-ban már úgy gondolta, hogy a portfólió befektetése között alacsony a kockázatos eszközök aránya, tehát a befektetés teljesítményén már nem fog sokat rontani az aktuális piaci helyzet, és a kivételkori érték stabil marad. Ez a feltételezés sajnos nem minden esetben bizonyult helytállónak, mint a későbbiekben látni fogjuk.

1.1. A befektetők jó része nem akarja menedzselni a nyugdíj-megtakarításait

A konstrukció látványosan a 2000-es évek második felében terjedt el, mert nagyon leegyszerűsítette a befektető problémáját, hiszen mindössze egy döntést kell érdemben meghoznia: azt, hogy milyen céldátumot jelöl ki magának, amikor a megtakarításának „be kell érnie”. (Természetesen egy másik nagy döntéssel szolgáltatót kell választania magának, de ez nem befektetési kérdés.) Az általános vélekedés igazságát nem vitatva – amely szerint az Egyesült Államokban magasabb szintű a lakosság pénzügyi kultúrája –, az a tapasztalat, hogy a munkavállalók zöme mégsem kívánja aktívan menedzselni a hosszú távú megtakarításait, ehelyett megbízható, és rendszeres közreműködését nem igénylő megoldást keres. Az életciklusalap a „fektess be és ne foglalkozz vele többet” (*set it and forget it*) stratégiájával éppen ezt kínálja a befektetőknek.

A nyugdíjra előtakarékoskodó emberek dilemmája az, hogy mindenkinek sajátos élethelyzete van, amelyik más, mint a többi emberé, és ahhoz, hogy optimális öngondoskodási programot kövessen, saját egyéni életpályájára kellene optimalizálnia a befektetési stratégiáját. A piacokon viszont egyedi kockázatú értékpapírok, illetve szabványosított kollektív megtakarítási eszközök léteznek, amelyekből mindenkinek magának kellene összeraknia a megtakarítási programját. Erre viszont kevesen alkalmasak és hajlandóak. Az egyénre szabás lehetősége a befektetők folyamatos igénye, viszont nem könnyen kivitelezhető. Az egyik szempontot, a megtakarítás felhalmozási időszakát a CO alapokkal egyéníteni lehet, ez az első lépés a személyre szabás útján.

A magyarországi magánnyugdíjpénztárak esetében a kötelezően választható portfóliórendszer bevezetése is az egyéni életpályára szabás igényét próbálta kiszolgálni egy még egyszerűbb, három portfóliós rendszer bevezetésével. Nálunk a jogszabályalkotó határozta meg, hogy a nyugdíjpénztári tag megtakarítása a hátralévő befektetési időszakának hossza alapján milyen kockázatú portfólióba kerüljön, ha ő maga nem akart erről dönteni. Ezt a fajta megoldást a külföldi szakirodalomban „target risk” típusú portfólió-csoportosításnak hívják, mert az egyes alapokat nem a futamidejük alapján különítik el, hanem a hozamkockázat vállalásuk alapján. Ebben a konstrukcióban nem a portfólió változik az idő függvényében, hanem a befektető pénze vándorol egy előre meghatározott program szerint a portfóliók között, a nyugdíjaskorig hátralévő futamidőtől függően. Végso soron a választható portfóliós rendszer is a megtakarítás hátralévő futamidejére optimalizált életciklusalapot szeretné modellezni, eléggé elnagyoltan.

1.2. A hosszú távra befektető CO alapok eddigi rövid életútja

A gyors növekedéshez természetesen az is kellett, hogy a DC, a befizetés-meghatározott foglalkoztatói nyugdíjkonstrukciók súlya önmagában is növekedjen. Az 1990-es évekig az angolszász országokban a „defined benefit” (DB), azaz a „járadékkal meghatározott” nyugdíjstratégiák voltak a meghatározók az időskori előtakarékoskodásban. Az Internet cégek részvényeinek tőzsdei összeomlását és az Enron-botrányt követően a két megoldás értékelése drasztikusan megváltozott, és a már a tőzsdetrachot megelőző évtizedben megindult váltás felgyorsult. Ma már nem indítanak a cégek új foglalkoztatói DB-pénztárat, mert a megszigorodott számviteli szabályok miatt a munkavállalók javára vállalt nyugdíjfizetési kötelezettségek a cégek mérlegeiben súlyos kockázatot jelentenének. A 2000–2001-es tőzsdeválság azt eredményezte, hogy a befektetések leértékelődése miatt a fedezetet nyújtó eszközök piaci értéke és a kifizetési kötelezettségek közötti rés hatalmasra tágult, amely megterhelte a cégek saját mérlegét, és nagy múltú (ám nagy DB-portfólióval rendelkező) óriásvállalatok hitelminősítése került veszélybe. Mindezek eredményeként a DC, azaz az előtakarékoskodás során befizetett tőke és a hozadékból felhalmozott tőkefedezeti nyugdíj-megtakarítás került előtérbe. Itt nem célunk, hogy részletesen elemezzük az amerikai nyugdíjrendszer működését és konstrukcióit, csak a rendszer változásának a mozgatórugóit szeretnénk tisztázni.

1. táblázat

Életciklusalapok nettó eszközértéke (M USD)

	1999. 12. 31	2004. 12. 31	2006. 12. 31	2009. 07. 30
Fidelity Investments	4 998	31 020	63 644	85 446
Vanguard	NA	2 650	16 448	44 836
T. Rowe Price	NA	3 570	17 257	34 748
Principal Funds	NA	1 370	5 282	12 638
American Funds	NA	NA	NA	4 814
Wells Fargo Advantage	1 001	1 155	1 287	3 215
ING Partners Funds	NA	NA	1 235	3 081
TIAA-CREF Mutual Funds	NA	13	425	2 983
John Hancock	NA	NA	25	2 501
Barclays Global Investors	485	1 206	1 881	2 383
Összesen	6 484	40 984	107 484	196 645

Forrás: Morningstar, Inc.

2. táblázat

Éves tőkebeáramlás az egyes céldátumidőszakokra létrehozott alapokba (M USD)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009. 07.*
Céldátum éve	474	1 019	950	797	1 373	1 803	599
CO alap 2000–2010	1 666	2 725	2 976	3 427	6 551	5 730	–772
CO alap 2011–2015	–138	699	2 898	4 601	6 947	7 622	3 484
CO alap 2016–2020	1 687	3 478	3 854	5 685	9 609	10 393	5 648
CO alap 2021–2025	NA	542	2 707	4 293	6 693	8 272	5 526
CO alap 2026–2030	1 023	1 895	2 142	3 500	7 245	8 549	6 411
CO alap 2031–2035	NA	262	1 367	2 723	4 290	5 414	4 656
CO alap 2036–2040	403	1 086	1 431	2 703	4 548	5 264	5 151
CO alap 2041–2045	NA	57	342	789	1 712	2 293	2 566
Teljes éves tőkebeáramlás	5 132	11 795	18 720	28 674	49 663	56 805	35 056

Forrás: Morningstar, Inc.

* hét hónap alatt

1.3. Merre halad a nyugdíj-előtakarékossági piac?

A fentieknek számos következménye van, de talán a legfontosabb, hogy a DC-konstrukciók előretörésével a korábban *a vállalatokat vagy az államot érintő kockázatot, az eszköz-kötelezettség menedzselésének a problematikáját a nagy szereplők áthárítják az egyéni megtakarítókra*, akik ezután maguk felelnek a jövőbeni nyugdíjuk nagyságáért. A DB-rendszerben egy foglalkoztatói pénztártag munkavállalónak semmi dolga sem volt, a várható nyugdíját az évek alatt kapott fizetése határozta meg. A munkavállaló ki tudta számítani a várható öregkori jövedelmét. A nyugdíjjáradék előteremtési kockázatát, az eszköz-forrás menedzselésének nehézségeit a megtakarítást kezelő viselte. Amennyiben a befektetések kezelője ezt rosszul csinálta, végső soron a program gazdájának, a foglalkoztató társaságnak okozott nehézséget, és addig, amíg az adott vállalat csődbe nem ment, a tagoknak nem kellett emiatt aggódniuk. Az Enron esete megmutatta, hogy a vállalati nyugdíjalap eltűnése nem elképzelhetetlen egy több ezer embert foglalkoztató, nemzetközi óriáscég esetében sem. Sok munkavállaló szembesült azzal, hogy a cég bukásával nemcsak a munkahelye szűnt meg, de eltűnt a megtakarítása, és bizonytalanná vált az öregkori megélhetése is.

Persze, a változás nem csak az Egyesült Államokban eredményezte a DB-rendszerek visszaszorulását a tőkefedezeti nyugdíjfinanszírozásból; ez az Egyesült Királyságra is jellemző, például a 2008-ban induló, új nyugdíjcélú megtakarítási konstrukciók 70%-a már DC-tervezetekre épült.

1.4. Milyen megoldást kínál a CO alap?

Azzal, hogy a társaságok megszabadultak a nyugdíjak szintjének garantálásától, és áttolták ennek a kockázatát az egyéni megtakarítókra, a problémát nem oldották meg (ez is a döglött ló tologatásának tipikus esete). A pénzügyi hatóságok, illetve a kormányzatok vizsgálni kezdték a problémakört: a befektetésekhez nem értő, pénzügyileg alulképzett megtakarítók-nak milyen segítség nyújtható, hogy a befektetéseiket „optimálisan” kezeljék. Az egyénnek végig kellene gondolnia a várható életpályáját, és munkába állásának kezdetétől folyamatosan menedzselnie kellene a megtakarításait. Ha csak egy szempontot nézünk – azt, hogy mennyi éve van még a nyugdíjig –, a megtakarítónak folyamatosan át kellene súlyoznia az eszközallokációját a modern portfóliókezelési elméletek alapján. Nem meglepő az a megfogalmazott elvárás, hogy valamilyen „alapértelmezett” megoldást kell kínálni a tanácstalan befektetőknek. Erre volt megoldás a CO alapok alapértelmezett nyugdíj-előtakarékossági konstrukciójáé emelése az Egyesült Államokban.

A korai, vagy első generációs CO alapok alapvetően egy dimenzió, a hátralévő futamidő alapján hozták meg az eszközallokációs döntéseiket, más tényezőket nem vettek figyelembe. A legtöbb esetben a pénztártagok egyéni számlavezetését végző adminisztrátorcégek voltak a termék gazdái, illetve a konstrukció kezdeményezői, amelyek legtöbbször részei egy nagyobb pénzügyi csoportnak, ahol vagyongazdálkodással is foglalkoznak. A másik végéről megközelítve, az egyéni számlavezetést is csoporton belül tartó alapkezelők voltak a termék elterjesztésének élharcosai.

2. A CÉLDÁTUMRA OPTIMALIZÁLT ALAPOK TÍPUSAI, VÁLTOZATAI

2.1. Céldátumig vagy a céldátum utánra is menedzselte alapok?

A CO alapok elsősorban az eszközcsoportok közötti allokációt változtatják a futamidejük során egy előre definiált program alapján. Az eszközallokációs stratégia attól is függ, induláskor mekkora időszakra terveztek; bár a tapasztalatok azt mutatják, hogy 25 év feletti futamidő esetén szinte kizárólag részvényeket tartanak az alapok kezelői. Az eltérés az 1–15 évnyi hátralévő futamidőszakban lehet jelentős, a kockázatsökkentés ütemezésében alkalmazhatnak eltérő megközelítést a cégek, és a tapasztalatok azt mutatják, itt nagyok is az eltérések. Eddig többnyire az alapkezelők egyszerre több, különböző céldátumra optimalizált befektetési alapot indítottak el, az 5 éves befektetési időhorizonttól kezdve az indulást akár 45 évvel követő céldátumot kitűzve a befektetési program végrehajtására. Az ügyfelekkel kapcsolatban levő szolgáltatók olyan sűrűséggel indították el a CO alapjaikat, amelyekre a várakozásaik szerint kellő tőke összegyűjthető volt; tipikusan 5 éves különbséggel állítottak fel újabb céldátumokra optimalizált alapokat a befektetőknek.³

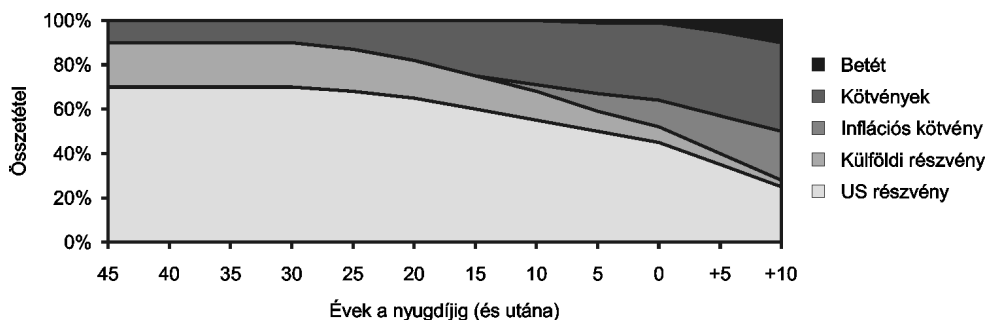
Ez azt jelenti, hogy egy termékszponzor elindít 10 alapot 5–45 éves céldátumokkal, majd időnként, amikor a leghosszabb céldátuma 4-5 évvel közelebb kerül, újra elindítja legtávolabbi lejáratú (45 éves futamidejű) alapját. A közben beszálló befektetők meghatározzák a saját céldátumukat, és az ahhoz legközelebbi lejáratú alapba helyezik el megtakarításaikat.

3 <https://personal.vanguard.com/us/funds/vanguard/TargetRetirementList>

Az első kérdés, amely azonnal felmerül: mit is jelent az alap futamidejének a vége, mit kell akkorra előállítania a vagyongazdálkodó? Itt két határozottan eltérő megközelítést alkalmaznak a piaci szereplők. Vannak, akik abból a feltételezésből indulnak ki, hogy a befektető kvázi készpénzt szeretne kapni a céldátum elérésekor. A másik megközelítés, ha a vagyongazdálkodó a nyugdíjkorhatár elérését nem tekinti a tevékenysége végének, hanem a felhalmozás helyett a folyamatos kifizetés, annuitás biztosítására próbálja optimalizálni a portfólió összetételét. Az egyik leegyszerűsítő megfogalmazás szerint az alap kezelőjének azt kell eldöntenie: vajon „target date” vagy „target death” stratégiát folytat-e, azaz céldátumig, vagy a befektető haláláig optimalizálja a befektetési stratégiáját? Jobb elnevezés – és talán pontosabban is kifejezi a befektetésfilozófiai különbséget – a „target to” vagy a „target through” kifejezések használata; vagyis az, hogy a céldátumig, vagy a céldátum utánra is kezelné-e a portfóliót az alap kibocsátója.

1. ábra

Tipikus eszközallokációs program az Egyesült Államokban



Forrás: a szerző saját számításai

A CO alapok kezelőinek két, a terméket döntően meghatározó kockázatot kell menedzselniük. Az első a piaci kockázat, a második a halandósági kockázatok kezelése. Azok az alapkezelők, akik a piaci kockázatot tekintik az első számú problémának, a céldátumhoz közeledve drasztikusan csökkentik a részvénykitettséget, és kisebb jelentőséget tulajdonítanak annak, hogy a megtakarítóval mi történik majd, ha véletlenül sokáig él. A másik megközelítés hívei, akik a halandósági kockázatokot próbálják csökkenteni, azt mondják, hogy a céldátum utáni befektetésekkel is foglalkozni kell, és az akár újabb 15-20 évig tartó, fokozatos tőkekivonás alatt is menedzselni kell a megtakarításokat, hogy minél magasabb hozamot érjenek el. A fenti ábrán látható példánk (nem egy létező alap stratégiája, hanem több cég terméke után általunk készített, elméleti stratégia) is inkább ezt a szemléletet tükrözi.

2.2. A 2008. évi válság hatása a CO alapokra

Az iparági szereplők fenti – nem világosan meghatározott, vagy legalábbis az ügyfeleknek nem kellően elmagyarázott – választásának problémájára világított rá a 2008-as tőzsdeváltság. Nem minden befektető volt tisztában azzal, hogy az általa kiválasztott CO alapon még a futamidő lejáratá közelében is magasabb lehet a részvényhányad, mert az alap kezelője azt

feltételezte, hogy a befektető nem készpénzt vár a céldátumán, hanem fokozatos tőkekivonással kívánja felhasználni a felhalmozott tőkét. Az eltérő megközelítés látványosan megmutatkozott az egyes alapok 2008. évi teljesítményében. A hosszú hátralévő futamidejű alapok hozama nagy hasonlóságot mutatott, mert például a 2045 évi lejáratra optimalizált alapok átlagosan 90%-os részvénykitettséggel működtek; a legalacsonyabb 80%-os, a legmagasabb 100%-os részvénypiaci allokáció volt, ezzel szemben a 2010-es céldátumú alapok látványosan eltérő eszközallokációs stratégiát követtek két évvel a céldátumuk elérése előtt. A 2010-es CO alapok részvényhányada 26% és 72% között változott 2008-ban, és az iparági átlag is 50% körül volt. Ennek megfelelően az elért hozamok is jelentősen szórtak, -9% és -41% volt a legjobb és a legrosszabb teljesítményű 2010-es CO alap 2008-as éves hozama.⁴

A rossz teljesítmények és a befektetők negatív meglepetése megmozgatta a hatóságokat is, a Security Exchange Commission (SEC – az amerikai tőzsdefelügyelet) és a Department of Labor (DOL – a munkaügyi minisztérium) meghallgatást tartott 2009 nyarán, ahová bekérték az iparág „nagyágyúit”, és megvizsgálták, hogyan tájékoztatták az alapok az ügyfeleiket a programozott eszközallokációs stratégiájukról.⁵

3. táblázat

**Nyílt végű CO alapok átlaghozamai a Morningstar szerint
a 2009. 08. 31. eszközérték alapján**

	12 hónapos hozam	2008. évi hozam	3 éves évesített hozam	5 éves évesített hozam
Nyugdíj-jövedelem	-2,96%	-17,74%	0,47%	2,57%
CO alap 2000–2010	-5,64%	-22,78%	-0,44%	2,38%
CO alap 2011–2015	-9,70%	-28,09%	-1,91%	2,16%
CO alap 2016–2020	-9,78%	-29,34%	-2,00%	2,71%
CO alap 2021–2025	-13,26%	-34,35%	-3,37%	2,40%
CO alap 2026–2030	-14,07%	-35,53%	-3,82%	2,13%
CO alap 2031–2035	-14,90%	-36,93%	-4,06%	2,28%
CO alap 2036–2040	-15,60%	-37,77%	-4,51%	2,15%
CO alap 2041–2045	-15,85%	-38,08%	-4,45%	2,47%
CO alap 2050+	-15,87%	-38,70%	-4,64%	2,27%
Konzervatív vegyes alapok	-3,22%	-18,87%	0,29%	2,44%
Átváltható kötvények	-6,50%	-33,45%	-0,32%	3,14%
Kiegyensúlyozott vegyes alapok	-9,54%	-27,94%	-2,07%	2,29%
Globális piaci alapok	-10,80%	-30,13%	-1,07%	4,52%

Forrás: Morningstar

4 Morningstar, Target-Date Series Research Paper: 2009 Industry Survey

5 ELEANOR LAISE: Target-Date Funds Come Under Fire, *The Wall Street Journal*, 2009. június 19.

A meghallgatáson, illetve azt követően is számos kritika hangzott el az alapokkal kapcsolatosan; az egyik legfontosabb észrevétel az volt, hogy az alapok befektetési stratégiája nem áttekinthető, és a legtöbb alapkezelő minden egyes eszközosztályba a saját csoportjába tartozó befektetési alapjait vásárolja, amelyekről szinte biztosan kijelenthető, hogy nem minden eszköztípusban a csoport alapkezelőjéé a legjobb teljesítményű termék. Arra sincs még iparági sztenderd, hogy egy néhány évvel a lejárat előtt álló alap milyen mértékig tarthat a portfóliójában magas kockázatú eszközöket, azaz nincs még általánosan elfogadott referenciaindex, benchmarkja ezen alapoknak, és végül: az alapok kezelői nem mutatták be eléggé világosan az életpálya-allokációs stratégiájukat a befektetőiknek.

2.3. Taktikai eltérések a programozott allokációs súlyoktól

A CO alapok kezelői abban is eltérhetnek egymástól, hogy mennyire alkalmaznak taktikai eltérést az általuk előre meghatározott, programozott eszközallokációs pályától. Alapvetően háromféle megoldást különböztethetünk meg.

Az első semmiféle eltérést nem enged meg a meghirdetett programozott allokációtól. Ebben az esetben az alap kezelője az előre meghatározott időszakonként végrehajtja az előre meghirdetett eszközátcsoportosítást. Már abban is lehet eltérés, hogy ezt az átcsoportosítást milyen gyakran kell megtennie: vannak példák havi, negyedéves, vagy akár évenkénti átsúlyozásra is. Ennek az is lehet a következménye, hogy bár az alapkezelő nem térhet le a meghirdetett útról, nem biztos, hogy mindig pontosan ismerhetjük a portfólió konkrét eszközarányait.

Ha az egyes eszközosztályok teljesítménye különbözik, akkor az árfolyammozgások miatt a következő „rendrakásig” mindig átsúlyozódik a portfólió, amit az alapkezelőnek kell korrigálnia. Gondoljunk bele, ha egy hónap alatt 20%-ot zuhannak a részvényárak, akkor egy 90%-ban részvényt és 10% készpénzt tartó alap 18%-ot veszít az értékéből, miközben persze a készpénz értéke megmarad. Az alap eszközallokációja ettől automatikusan megváltozik: a pénzeszköz súlya 12,2%-ra emelkedik, a részvények súlya 87,8%-ra csökken, amit a programozott eszközallokáció alapján a kezelőnek részvényvétellel ellensúlyoznia kellene. Ha ugyanezt a gondolat kísérletet egy 50-50% eloszlású részvény-készpénz allokációjú portfólióval játsszuk el, akkor a pénzeszközök súlya 55,56%-ra emelkedik, a részvényeké 44,44%-ra csökken, és most már a portfólió új értékének 5,56%-ért kellene részvényt vennie az alap kezelőjének.

A második megoldás, ha az alapkezelőnek lehetősége van előre rögzített mértékben eltérni az életciklusprogramban meghatározott szintektől. Ha ez az eltérés kismértékű, és időben is korlátozott, akkor ezt mérsékelten aktív kezelésnek hívjuk. Például megoldás lehet, ha a havi átsúlyozást több hónappal el lehet csúsztatni, vagy ha mondjuk 5%-os eltérés lehetőségét biztosítják a portfóliókezelőnek a programozott súlyokhoz képest.

A harmadik megoldás a portfólió teljesen aktív menedzselése, jelentős taktikai eltérési lehetőséggel. Vannak olyan alapkezelők, akik élnek ezzel a választással, és jelentős mértékben eltérnek az aktuálisan meghirdetett súlyoktól. Ezzel komoly hozzáadott értéket lehet teremteni, de megvannak a veszélyei is, mert jelentős veszteségek is keletkezhetnek egy rossz elképzelés esetén. A befektetők számára külön kockázat, ha nem tudják, mi történik az

alapban, és ha a meghirdetett pályától való, jelentős eltérés veszteséget eredményez, ez nehezen magyarázható meg. A 2008. évi piaci korrekció után a transzparencia iránti igény jelentősen megerősödött, ezért a taktikai eltérések mértékét is be kell mutatni a befektetőknek.

2.4. Aktív vagy passzív eszközosztály-kezelés?

A befektetési filozófia az egyes eszközosztályok kezelésében is különböző lehet. A tipikus amerikai CO alapok dinamikus befektetési allokációja a következő eszközök közötti átsúlyozásra épít: hazai részvények, külföldi részvények, kötvények és készpénz. Az egyes eszközosztályok menedzselésében is lehet eltérő stratégiát folytatni. Lehet például aktív részvénykiválasztási elveket alkalmazni, vagy az adott piacot lefedő index összetételét leképező, passzív befektetési stratégiát folytatni. A két stratégiai megközelítés között természetesen jelentős költségkülönbségek mutatkoznak, leginkább a díjazásban. A jól ismert, nyílt végű és futamidővel nem rendelkező, nyilvános részvényalapok között is megtaláljuk az aktívan kezelt, a referenciaindex összetételétől jelentősen eltérő, illetve az indexkövető, passzív stratégiát folytató alapokat. Ez utóbbiak egyik gyorsan fejlődő ága az úgynevezett exchange trading fund (ETF), amellyel a tőzsdéken is lehet kereskedni. Ha egy CO alap terméket menedzselő szereplő nem akar vagy nem tud az egyes eszközosztályokon belül aktívan portfóliót kezelni, a CO alapot megvalósíthatja ETF-ek vásárlásával is. Ilyenkor persze csak alacsonyabb díjat számíthat fel az ügyfeleknek.

Az aktív vagyongazdálkodók díja általában jelentősen magasabb, mint a passzívaké, az átlagos különbség 50 bp körül van az Egyesült Államokban. A súlyozott iparági átlag 0,65-0,7% közötti költségszinten becsülhető. A legalacsonyabb összköltséget a passzív stratégiát folytató Vanguard Alapkezelő CO alapszaládja számítja fel, 0,19% éves költséggel, míg a legdrágább alapkezelő 1,82% teljes költségmutatóval terheli az alapjait. A hosszú időszakokra az árkülönbség jelentős mértékűre duzzadhat. Ha a legolcsóbb és a legdrágább alapkezelő leghosszabb, 2009 végén 46 év hátralévő futamidővel rendelkező alapjaiba 1000 \$ összeget betennénk most, és mindkét alap éves szinten 7%-os teljesítmény produkálna, csak a díjkülönbség eredményeként az olcsóbb alapon 20 708 \$, míg a drágább termékben 10 208 \$ lenne. Természetesen akkor van értelme az aktív kezelésnek, ha az a feltételezésünk, hogy a drágább és aktívan menedzselte alap jelentősen magasabb hozamot fog eredményezni, mint a passzív stratégia, tehát a vagyongazdálkodás árfája meghaladja majd a díjkülönbség mértékét.⁶

A befektetési stratégiák a fenti fő eszközosztályok kibővülését hozták magukkal. A külföldi részvények között megjelentek nevesített aleszközosztályok – például fejlődő piaci részvények –, de a befektetések közé felkerültek az árupiacok, az ingatlanok vagy az abszolúthozam-stratégiák is. A kockázatsökkentés előtérbe kerülése miatt az egymással alacsony korrelációban levő eszközök közötti szélesebb diverzifikáció áttérjed a CO alapok befektetési stratégiájára is.

6 JOHN REKENTHALER [2009]: Five Concerns About Target-Date Funds, Morningstar, Inc.

3. PROBLÉMÁK ÉS PIACI VÁLASZOK AZ ÚJ GENERÁCIÓS ALAPOKNÁL

A befektetések mind egyedibb személyre szabása a piaci fejlődés új iránya, annak a figyelembe vételével, hogy az egyedi lakossági megtakarítók minél kevesebb döntéshozatalra kényszerüljenek a befektetések kialakításában vagy a különböző kockázatok kezelésében. A befektetési és piaci kockázatokat az ebben az iparágban megélni kívánó cégeknek kell kezelniük az ügyfelek érdekében, a partnerkockázatokat és bizonyos mértékig az operációs kockázatokat pedig a hatóságoknak, a pénzügyi felügyeleteknek kell a megtakarítók érdekében felügyelniük és kézben tartaniuk.

3.1. *A piaci innováció kérdései*

Az első generációs CO alapokban időben előre programozott eszközallokációs stratégiát hirdettek meg a kibocsátók, de a befektetők számára valójában nem ez az igazán fontos kérdés. Számukra a piacok közötti allokációra vonatkozó stratégia csak egy nem túl könnyen értelmezhető eszköz. Az ügyfelek igénye a korai időszakban magas hozam elérése, a nyugdíjkorhatárhoz közeledve pedig az alacsony kockázat, az elért hozam megőrzése a fontos.

A várakozások ilyenén értelmezése alapján új termékek jelentek meg az alapok között, ahol a befektetések mögöttes eszközeiként nem a klasszikus eszközosztályokat, hanem különböző kockázat-hozam összefüggésben kezelt portfóliókat helyeznek el az ügyfél portfóliójában. Itt az alapkezelő az allokációs program elején a magas hozamot ígérő és jelentős kockázatot hordozó portfólióra helyezi a hangsúlyt, és az idő előrehaladtával vált a kisebb mértékű árfolyam ingadozást mutató, alsóbb fokú alapokra. Ez a megoldás kombinálja a Magyarországon elterjedt választható portfólió koncepcióját a CO alapok egyénre szabhatóságával. A befektető kiválaszthatja a saját eszközallokációs életciklusát, azt, hogy milyen ütemben cseréli le a magasabb hozam-kockázat stratégiát folytató portfólióját egy alacsonyabb kockázat-hozam pályán mozgó portfólióra. Mindezt előre programozottan úgy teszi meg, hogy nyugodtan hátradőlhet, nem kell egyénileg újra és újra foglalkoznia azzal a kérdéssel, hogy a megfelelő portfólióban van-e elhelyezve a megtakarítása.

További piaci megoldásokra váró problémakör az, hogy a befektetéskezelők hogyan menedzselik a felhalmozási időszakot követő tőke kivonási időszakot a befektetési hozamok és vállalt kockázatok optimalizálásával. A CO alapokba beszálló befektetők számának emelkedésével és a felhalmozódó vagyonok növekedésével a befektetéskezelőknek egyre több lehetősége lesz olyan befektetési stratégiák széleskörű kialakítására, amelyek kezelik a halandósági kockázatokat, és hatékony vagyonkezelési eredményeket produkálnak a tőke kivonási időszakban is. A tőkepiacokon léteznek már azok a technikák, amelyekkel a tőke kivonás alatt is eredményesen kezelhetők a befektetések (liability-driven investment – LDI), azaz a kötelezettségkezelés által meghatározott befektetési stratégiák, kamatswap- és hozamfedezeti ügyletek stb. A DB tőkefedezeti megtakarításokat kezelők széles körben használták korábban is ezeket a technikákat, és a kifizetés meghatározott konstrukciókat működtető cégek a szakértőiket most a CO alapok kezelésében tudják hasznosítani. A korábbi DB-alapkezelők a leginnovatívabbak a piaci megoldások keresésében.

Növekedni fog a diverzifikáció jelentősége, és a klasszikus eszközosztályok kiegészülnek az alternatív vagyonkezelés kedvenc célpontjaival: ingatlanok, árupiacok, abszolúthozam-stratégiák, vagy például a hedge fundok is megjelenhetnek az eszközallokációban.

3.2. A hatóságok lépései

A 2008. évi gyászos teljesítmény néhány kérdéskört a hatóságok figyelmének középpontjába emelt. Az első, amely mindegyik, a lakosságnak értékesített befektetési termék esetén felmerül, a tájékoztatás minősége és érthetősége. Egy új típusú konstrukció esetén, ahol nehezen hasonlíthatók össze az alapok, nincsenek világos, könnyen értelmezhető referenciaportfóliók (benchmarkok), amelyekkel az iparági szereplők teljesítménye mérhető lenne, mindig problémát okoz az ügyfél-kommunikáció. A következő időszakban a szabályozók újabb és újabb, a transzparencia növelését célzó szabályozást fognak implementálni, főleg az alap életciklusprogramjának minél világosabb közzétételével, illetve a programtól való taktikai eltérések stratégiájának bemutatásával kapcsolatosan.

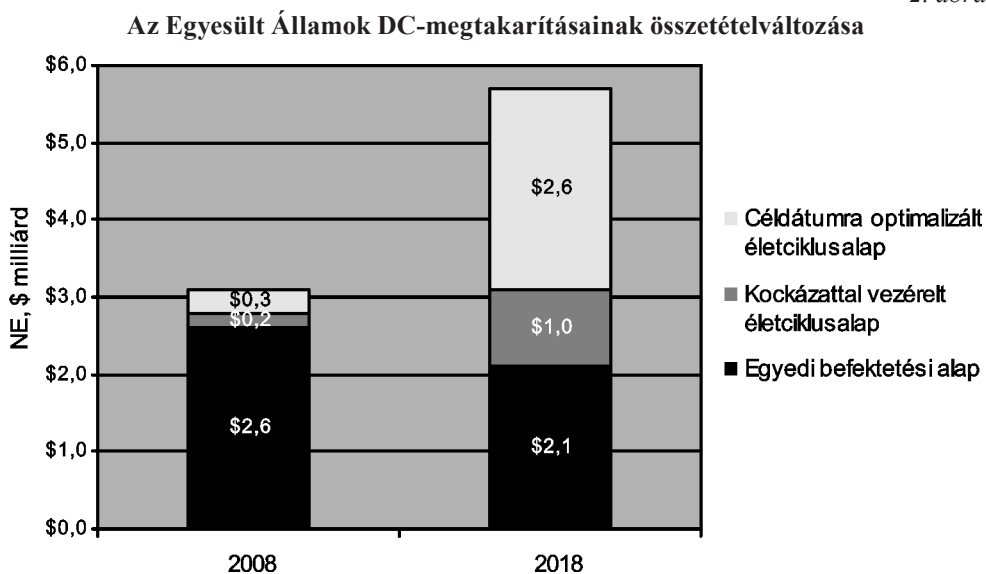
A másik problémakör a saját cégcsoporton belüli alapok kritika nélküli alkalmazása a programozott eszközallokáció megvalósítására. A nyitott befektetési stratégiát folytató, független vagyonkezelők által kezelt eszközökből összeállított CO alapok előretörése várható. A szabályozók itt is képesek beavatkozni, és a költségek átláthatósága érdekében piaci nyitásra kényszeríthetik az eszközallokációt irányító termékgazdákat. Várhatóan még jobban leválik az alapok befektetéskezelése a tagi egyéni számlaadminisztrációt végző cégekről. A CO alapok első népszerűsítői a pénztári megtakarítók egyéni számlavetését végző szolgáltatók voltak, ezzel próbálták visszatartani a csoporton kívüli, külső alapkezelők által menedzselte alapok előretörését, amely csökkentette a jövedelemtermelő képességüket.

Az árazási kérdések is izgalmat kelthetnek a felügyelő szervezetben, a nagyon hosszú távú megtakarítások költségkülönbsége jelentős összegekkel csökkentheti a megtakarítás végső összegét. Ezért a költségstruktúra transzparensse tétele a szabályozók egyik fontos feladata lehet, és ha ezek a kérdések nagyobb publicitást kapnak, a passzív stratégiát folytató alapok előretörése várható.

3.3. A CO alapok várható fejlődése

A problémák ellenére az iparági szakértők az CO alapok további látványos növekedését feltételezik. Az életciklusalapoknak a 2008. évi pénzügyi gazdasági válság eredményeként kialakult, negatív megítélését a szereplők nem a konstrukció egészének kritikájaként értékelik, sokkal inkább a kezdeti gyerekbetegségek számlájára írják. Egyes vélemények szerint az évtized végére az úgynevezett „target date” alapok lesznek a nyugdíjcélú megtakarítások meghatározó befektetési formái, szemben a klasszikus befektetési alapokkal a DC tökefedezeti programok piacán. Mind a hatóságok, mind a foglalkoztatói nyugdíjpénztárakat létrehozó vállalatok megnyugtatóbbnak érzik, ha egy professzionális piaci szereplő által menedzselte eszközallokációs programhoz csatlakoznak a munkavállalók, mint ha maguk próbálnák menedzselni a megtakarításaik eszközallokációját.

2. ábra



Forrás: Casey Quirk Analysis

4. A MAGYARORSZÁGI VAGYONKEZELÉSRE GYAKOROLT HATÁSOK

A magánnyugdíj-pénztári választható portfóliók bevezetésének törvényi időzítése nem is lehetett volna rosszabb, bár ez persze a szabályozás kidolgozása és elfogadása körüli időszakban nem volt előre látható. A piaci és lakossági igény ugyanaz volt, mint ami annak idején az Egyesült Államokban életre hívta a CO alapokat, de a hazai megvalósítása a történelmi hagyományainknak megfelelően egy központi szabályozású, paternalista megoldást eredményezett, amellyel egy valamivel primitívebb konstrukció született, mint a kinti piaci szereplők innovációja.

Magyarországon is megjelent a nyugdíj-előtakarékossági számla, a nyesz, amelyre ideális megtakarításnak tűnik egy-egy CO alap. Az elterjedésének egyetlen gátja, hogy a banki számlavezetési rendszerek csak a klasszikus, sok egyedi alapos megoldás adminisztrációjára készültek fel, amelyek mellett viszont – a még várhatóan alacsony értékesítési mennyiségek miatt – a 8-10 alpból álló konstrukciók nem ígérnek költséghatékony megoldást. Maga az elképzelés, hogy valaki egy 20-30 évre tervező befektetést vásároljon, a hazai történelmi tapasztalatok fényében nem tűnik könnyen eladhatónak. A magánpénztárak jövőjével kapcsolatosan számos kérdés merült fel. A választások környékén még bizonytalan a nyugdíjpénztárak jövőjével kapcsolatos új kormányzati stratégia, a piaci szereplők egyelőre visszafogják az innovációikat.

Amennyiben a pénztári rendszer, ha más intézményi formában is, de fennmarad, illetve a szektor létbizonytalansága eltűnik, a CO alapok megjelenése elkerülhetetlennek látszik, ami a mai választható portfóliós megoldásnál jóval inkább ügyfélbarátnak és egyénre szabhatóbb lehetőségnek ígérkezik.

IRODALOMJEGYZÉK

- ACKERMAN, RUTHIE [2010]: Are Target-Date Funds On Target?, *Financial Planning*, 2010. január 7.
- HAWTHORNE, FRAN [2009]: Open Season for Target-Date Funds, *Institutional Investors Magazine*, 2009. november 9.
- LAISE, ELEANOR [2009]: Target-Date Funds Come Under Fire, *The Wall Street Journal*, 2009. június 19.
- LESTER, ANNE-SANTIAGO, KATHERINE [2007]: Ready! Fire! Aim?, J. P. Morgan Asset Management, 2007. szeptember 13.
- Morningstar, Target-Date Series Research Paper: 2009 Industry Survey
- QUIRK, CASEY [2009]: Target-Date Retirement Funds: The new Defined Contribution Battleground, 2009. november
- REKENTHALER, JOHN [2009]: Five Concerns About Target-Date Funds, *Morningstar Advisor*, 2009. október 30.
- Vanguard Target Retirement Fund Family, <https://personal.vanguard.com/us/funds/vanguard/TargetRetirementList>

Abstract of the articles

VOLUNTARY SAVINGS – A STRATEGIC APPROACH

PÉTER HOLTZER

The Pension and Old Age Round Table, which was set up in 2007 by the Prime Minister of Hungary, has recently published the Report on its activities. The Round Table has analysed the options for the structure of the pension system for the next decades, and undertaken an economic and social impact study to see the consequences of selecting each. It can be seen that the role of voluntary savings will inevitably increase. However, the institutional framework and the incentives for long term savings have had many ad hoc changes in the last twenty years, the system is not coherent, the level of long term saving is low, and typically those receive tax benefits who need it less, while those with low future state pensions do not take part in supplementary savings schemes. This will not help overall pension adequacy or coverage.

The article summarises the analysis the Round Table has undertaken from the perspective of what it means regarding voluntary savings. Then it investigates a few reasons why savings are low, and provides suggestions what the state should do to change this situation. After briefly touching upon the role of the employer, the ingredients of a possible coherent saving and incentives system are listed. The importance of well-designed default portfolios is detailed. Finally, the tasks and responsibilities, as well as the interest, of the financial intermediaries are discussed, and the way the state and the private providers should and could co-operate.

DEMOGRAPHY RESTRICTS PENSION REFORMS

ERZSÉBET KOVÁCS

Increasing life expectancy and falling birth rates have contributed to the greying of the population over the past decades, and this process will continue. In spite of ageing pension ages had been falling for decades. Most of the OECD countries are old in demographic terms, therefore they have continued reforming their pension systems to make their pay-as-you-go provision fit for the long term. Among some other member countries Hungary has recently announced increase in the normal pension age to 65. Denmark decided to link pension age to life expectancy. Encouraging people to work longer can be a long-standing solution.

ON THE PERFORMANCE OF THE HUNGARIAN MANDATORY PENSION FUNDS

ÁGNES MATITS

The paper tests the quality of performance the Hungarian obligatory private pension funds on the basis of the recently published data of short term and long term returns. According to the five qualification categories only 8 from the investigated 81 portfolios turned out to

be week, and there are two excellent ones. The performance of decisive mass of portfolios is appropriate. But there are significant differences among performances which could result in significant differences in pension prospects of members in different funds.

The papers stated that the overall performances are able to provide the sufficient substitution for the members of private funds, who lose the 25 percent of their pension right in the social security system. But this statement is probably not valid according to the proposed new pension formula from 2013.

ABOUT THE MANDATORY ANNUITIES

GÁBOR BORZA

The article is about the issues on the payout phase of the mandatory pension (fund) systems. The authors first explain why the international diversification is a critical option in the pension systems, then describes how the byproduct of certain regulatory intentions may lead to unintentional changes at other fields. Finally, we go through on the list of the issues based on a Worldbank paper. All issues are analysed in the light of the required international diversification as well as the minimisation of the intergenerational financing.

INNOVATION IN THE LONG TERM SAVING MARKET THE TARGET-DATE FUNDS

SÁNDOR VÍZKELETI

Target-Date Funds (TDF) – also known as lifecycle funds – are mutual funds that dynamically adjust asset allocations to reduce risk as their investors' age. The first (TDF) were launched in the early 1990s in the US however their volumes were increased dramatically in the mid 2000s particularly after the Pension Protection Act of 2006 permitted TDF to be the default solution of defined contribution (DC) pension schemes.

The net yearly inflow of TDF funds increased tenfold in size between 2003-2008 and reached \$311 billion of volumes in 2008. Industrial experts forecast target-date and target-risk retirement vehicles will attract 80% of new flows into defined contribution schemes of the US for the next decade and these funds will swell \$2.6 trillion of assets in 2018.

After 2008 the bad performance of the TDF funds created lots of criticism about the asset allocation glide path of the fund managers (particularly the funds closed their target dates). The concepts of the funds were developed further to meet investors' expectations and the regulators requested more accurate information about the fund managers' investment strategies.

Target date funds can offer a simple decision making by selecting the fund that most closely matched the investor's expected retirement date; they are simple "set-it-and-forget-it" investments. The Portfolio Selection Rules of the Hungarian Mandatory Pension funds provide similar but less sophisticated and personalized target-risk investments for its members. The TDF vehicles can be the longer term solutions for the Hungarian DC retirement schemes like the Pillar III pension funds and the individual retirement accounts (IRA) also.