

SZALAY GYÖRGY

## A NYUGDÍJPÉNZTÁRAK HELYZETE, TEVÉKENYSÉGÜK ÉRTÉKELÉSE

A nem banki pénzügyi közvetítők közé tartozó három intézményi befektető típus (befektetési alapok, nyugdíjpénztárak, életbiztosítók) háztartási szektor megtakarításain belüli részaránya az elmúlt években folyamatosan bővülő tendenciát mutat. Az alábbi tanulmány a magyarországi nyugdíjpénztári piac méretének, szerkezeti kereteinek bemutatásával foglalkozik, áttekinti a pénztárak befektetési portfóliójának főbb jellemzőit, valamint a pénztári hozamok alakulását. A cikk további része kitér a szektor működését érintő szabályozási kérdésekre, beleértve a 2003-tól hatályos jogszabályi változásokat és ezeknek a pénztárak működésére gyakorolt várható hatásait. A nyugdíjpénztári szektor részletes elemzésének aktualitását egyrészt a banksoportokhoz tartozó pénztárakban kezelt vagyon jelentős (40-50 százalék közötti) aránya, másrészt a pénztári megtakarítások lakossági megtakarításokon belüli növekvő részesedése adja.

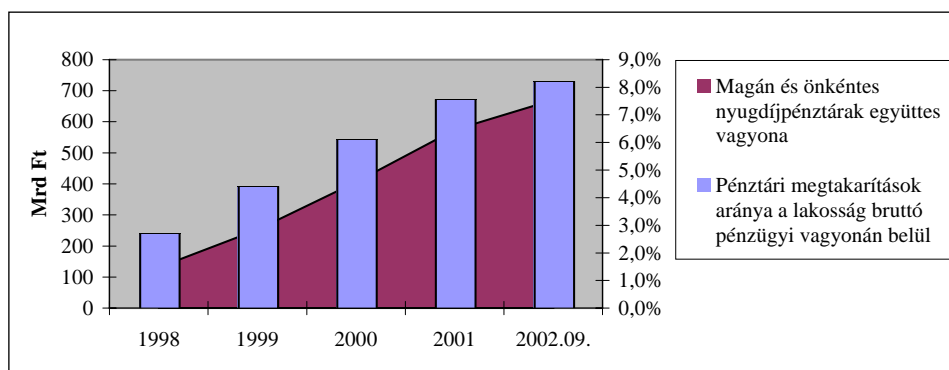
2002 szeptember végén a **felhalmozott nyugdíjcélú megtakarítások értéke** 670,2 Mrd Ft-ot tett ki, ami a háztartások bruttó pénzügyi vagyonának 8,2 százalékát jelentette, szemben az 1998. végi 2,7 százalékos értékkel (1. ábra).

A tanulmány a magyarországi pénztártörténet csaknem egy évtizedes múltjából a magánpénztárak megalakulását (1998) követő időszakra fókuszál, az ezt megelőző (1993–97 közötti) időszakot csak érintőlegesen tekinti át. A hazai pénztárszektor fejlettségének nemzetközi összehasonlítása, illetve a régió többi országának pénztárpiacára vonatkozó sajátosságok is-

mertetése szintén nem cél, annyit azonban fontosnak tartunk megjegyezni, hogy az öt, az EU-hoz legkorábban, egy időben csatlakozó kelet-közép-európai ország (Magyarország mellett Csehország, Lengyelország, Szlovákia és Szlovénia) közül hazánk a régióban az elsők között valószínűleg meg hárompilléres (a korábbi tb-nyugdíjrendszert magán- és önkéntes pénztárakkal kiegészítő) programot. A térségben több ország is a magyar tapasztalatokból indult ki nyugdíjrendszerének átalakításakor. A rendszerváltozást követően a régió egészére jellemző a harmadik pillér (önkéntes pénztárak) vi-

1. ábra

## A nyugdíjpénztári vagyon változása



szonylag gyors létrejötte és elterjedése, az aktív népesség százalékában mért lefedettség azonban alacsony, noha a pénztárak vagyona fokozatosan növekszik. Csehországban, Szlovákiában és Szlovéniában jelenleg – a társadalombiztosítási alapú rendszer mellett – csak az önkéntes ág létezik, a második pillér (magán ág) megvalósításával kapcsolatos viták még nem zárultak le.

A régió legjelentősebb pénztári létszám- és vagyontömegével Lengyelország büszkélkedhet, a 17 magán és 163 önkéntes pénztár összesen 10,8 millió tagot (az aktív népesség 27,2 százaléka) számlál, összesen 6,2 milliárd dollárnak megfelelő vagyonnal. (A magyarországi összesített pénztári vagyon 2002 szeptember végén 2,6 milliárd dollár volt.). Az egy főre jutó pénztári vagyon, valamint a pénztári megtakarítások GDP-hez viszonyított arányát tekintve azonban továbbra is **Magyarország áll a régióban az első helyen 3,9 százalékkal**, szemben Lengyelország 3,4 százalékos értékével.

## A MAGYARORSZÁGI PÉNZTÁRPIAC SZERVEZETI ÉS JOGI KERETEI

Nyugdíjpénztárak alapítására és működésére 1993 óta van lehetőség Magyarországon.<sup>1</sup> Elsőként az önkéntes pénztárak (a pontos terminológia szerint önkéntes kölcsönös nyugdíjbiztosító pénztár) alakultak meg, ahová – mint nevük is mutatja – a tagok saját elhatározás alapján léphettek be, s a tagdíjnak nevezett befizetések mértékéről maguk döntöttek. A nyugdíjpénztár intézménye azt teszi lehetővé, hogy a tagok a jog által védett szervezeti keretek között nyugdíjcélú tőkét halmozzanak fel. A nyugdíjpénztár kötelessége a tagok által, illetve a tagok javára teljesített befizetések pontos nyilvántartása, valamint a tagok nevére elkülönített számlán összegyűjtött pénzek biztonságos, de egyúttal jövedelmező befektetése.

<sup>1</sup> A nyugdíjreform első fontos lépése az önkéntes kölcsönös biztosító pénztárakról szóló 1993.évi XCVI. sz. törvény megjelenése volt.

Az önkéntes pénztárak létrejöttét követő években – részben tájékozatlanságból, részben bizalmatlanságból – sem a munkavállalók, sem pedig a munkáltatók nem tudtak igazán mit kezdeni az új intézménytípussal. Az önkéntes kasszákat az esetek többségében a munkáltatók alapították, de valójában csak kevés cégnél került a vállalati stratégiai döntések közé a kiegészítő nyugdíjak kérdése, mivel a rendszerváltást követő évek bizonytalansága közepette nem a hosszú távú stratégiai megfontolások alkották a döntések súlypontjait.

Az aktív népesség megtakarítási képességgel rendelkező része is csak óvatosan fordult a pénztárak felé, az önkéntes pénztárak iránt jelentkező érdeklődést szinte kizárólag az adómegetakarítási lehetőség motiválta. Ebből a szempontból azonban a szintén 1993-tól megjelenő zárt végű befektetési alapok erős konkurenciát jelentettek, mivel 3 éves befektetési periódus után végleges adómegetakarításra volt lehetőség a pénztári befektetéseknél általában magasabb hozamok realizálásával egyidejűleg.

A hárompilléres nyugdíjrendszer kialakulása a Parlament által 1997 nyarán elfogadott reformcsomaghoz köthető, ami 1998 januárjától az addig egységes kötelező nyugdíjrendszert kettéosztotta. A korábbi, kizárólag felosztó-kirovó társadalombiztosítási nyugdíjrendszer mellett létrejött egy új, tőkésített vagyona épülő magánnyugdíj rendszer. Az első pillért a társadalombiztosítás által folyósított nyugdíj, a második pillért a munkabérek arányában megállapított kötelező hozzájárulásból felépített magán-nyugdíj-

pénztárak által fizetett nyugdíjhányad, a harmadik pillért az önkéntes alapon, a biztosított vagy munkáltatója által fizetett pénztári tagdíjak vagy biztosítási díjak fejében megszerezhető nyugdíjhányad jelenti.<sup>2</sup>

A reform választás elé állította mindazokat, akik már rendelkeztek nyugdíjjogosultsággal a korábbi tb-rendszerből, **valós választás elé azonban csupán a középkorú korosztály került**, mivel a pályakezdők számára az új rendszert kötelezővé tették, a csupán néhány évvel a nyugdíjba vonulás előtt állóknak pedig az átlépés egyértelmű hátrányokkal járt. Az elmúlt két év gyenge pénztári hozamainak ismeretében azonban a most 45–50 éves korosztálynak is a tb-rendszerbe való visszalépés lett volna előnyösebb, holott e korcsoportról korábban azt feltételezték, hogy már inkább az új rendszerbe érdekes belépniük.

A reform keretében a tb-nyugdíjrendszerbeli tagság csökkentett nyugdíjjárulékkal és csökkenő jogszerzéssel való megtartása mellett lehetőség nyílt valamelyik magánnyugdíjpénztárba történő belépésre, illetve maradhattak továbbra is kizárólagosan a társadalombiztosítási nyugdíjrendszerben. A tb-nyugdíjrendszerből kilépni teljesen nem lehetett, a kizárólag magánpénztári tagság választása nem volt lehetséges. A magánpénztárba átlépők a vegyes rendszer tagjai lettek, döntésükkel azonban lemondtak a tb-

2 A magánnyugdíjpénztárak megjelenését követően olyan vélemények is megjelentek, melyek az önkéntes pénztári szektor fejlődésének jelentős lassulását, esetleges hanyatlását vetítették előre, ezzel szemben a magánpénztárak súlyának emelkedése fellendítette az önkéntes pénztárakat is.

nyugdíjrendszerben az átlépésig megszerzett jogosultságuk 25 százalékáról. A nyugdíjrendszert érintő változások olyan, újszerű kérdéseket hoztak a felszínre, mint az öngondoskodás, a nem állam által biztosított nyugdíj, időskori egzisztenciális kockázat stb.

Az eredeti szabályozás szerint ugyanakkor az átlépők 2000 végéig lehetőséget kaptak döntésük megváltoztatására, ami a társadalombiztosítási nyugdíjrendszerbe való veszteség nélküli visszalépésre adott lehetőséget. A pályakezdők a választás lehetőségével nem élhettek, számukra kötelező volt a vegyes rendszer. A szabályozás emellett garantálta, hogy hosszú távon kizárólagossá váljon a vegyes rendszer, mivel a magánpénztárt önállóan nem választó pályakezdőket a területileg illetékes magánpénztárba irányította.

Az 1998-as parlamenti választásokat követően az új törvényhozás számottevően módosította az előző évben kodifikált nyugdíjrendszer intézményi szerkezetét és paramétereit, ami a magánpénztárak működését is erősen érintette.<sup>3</sup> Ennek keretében a vegyes rendszerből való visszalépés lehetőségét 2002 végéig meghosszabbították, emellett a 2000. évi költségvetés teljesítését elfogadó törvényben a pályakezdők magánpénztári kötelező beléptetését is eltörölték. Ugyanitt a jogalkotó visszavonta a magánpénztárak tagjainak a norma-

járadékra<sup>4</sup> vonatkozó korábban biztosított garanciákat is. A 2002. évi parlamenti választásokat követően a pénztárszektor helyzetét ismételten kedvezően befolyásoló jogszabályi változásokról született döntés, melyek hatásaival a tanulmány későbbi részében foglalkozunk.

#### A MAGYARORSZÁGI PÉNZTÁRPIAC MÉRETE

Az elmúlt években mind a magán, mind az önkéntes pénztári piacon a pénztárak számának folyamatos mérséklődése figyelhető meg. A **magánpénztárak** száma tevékenységük 1998-as megkezdése óta – döntően fúziók és beolvadások következtében – 38-ról 2002 szeptember végéig 19-re csökkent. Az **önkéntes nyugdíj-pénztárak piacán** 1996 volt a telítődés éve, azóta a megszűnések, a fúziók és az alapítások párhuzamosan zajlottak. Az önkéntes pénztárak száma az 1996. végi 294-ről 2002 szeptember végéig 90-re esett vissza, a változás döntően az alacsony (100 fő alatti) taglétszámú pénztárakat érintette. A pénztárszám apadása mögött a szektorban zajló konszolidációs folyamat áll; **a méretgazdaságos szintet el nem érő, nem hatékonyan működő pénztárak beolvadása, megszűnése révén a szektor általános hatékonysága javul.**

3 A magánnyugdíjpénztárak működésének jogszabályi kereteit az 1997. évi LXXXII. sz. törvény, illetve ennek sorozatos módosításai határozták meg.

4 A 2002. januárjától megszüntetett normajáradék azt jelentette, hogy amennyiben a pénztár nem tud teljesíteni, a Pénztárak Garanciaalapja egészíti ki a tag nyugdíját, ha az nem éri el a tb nyugdíjszámítása alapján járó nyugdíj 25 százalékát.

---

#### A KIS PÉNZTÁRAK LÉTJOGOSULTSÁGA

A pénztárszféra kialakulásakor relatíve sok, többségében kisméretű pénztár alakult meg, melyek létjogosultsága igen sok vitát váltott ki. Létezett olyan álláspont, mely szerint eleve elhibázott volt ilyen pénztárak létrehozása-

nak engedélyezése.<sup>5</sup> Már a kezdetekkor felmerült, hogy az üzemszerű működés nem képzelhető el a racionális méretnél kisebb létszámmal. Fúziós kényszer a magán-pénztárak esetében jelent meg erőteljesebben, a tőkeerős munkáltatói háttérrel rendelkező önkéntes pénztárak ennek kevésbé voltak kitéve. A legsúlyosabb érv a kis pénztárak ellen azonban a hosszú távú üzemeltetés bizonytalansága, mivel a kis pénztárak általában erősen személyfüggő szervezetek, melyek a kulcsemberek pozíciójának megszűnése után komoly vezetési válságba kerülhetnek. A pénztárak tevékenységének jellege, az ehhez szükséges szakmai ismeretek, valamint a szigorú ügyfélvédelmi követelmények ugyanakkor együttesen mind abba az irányba mutattak, hogy a nyugdíjcélú pénzalapok kezelésére létrehozott intézmények kvázi amatőr vezetéssel nem üzemeltethetők. A mikroszervezetek pedig csak ritkán képesek a szükséges szakmai színvonalon dolgozni. Mindezek alapján a kezdetektől fogva nyomás nehezedett a kis pénztárakra, a pénztárválasztó munkáltatók ki is zárták ezt a szegmenst, és a pénztárüzem pénzügyi jellegének sokkal megfelelőbbnek tartott banki-biztosítói háttérű pénztárak közötti választásra szűkítették döntéseiket.

A magánnyugdíjpénztárak alapítóinak fele bank vagy biztosító, az önkéntes pénztárak alapítói között ugyanakkor továbbra is a munkáltatói alapítású pénztárak túlsúlya meghatározó. Az elmúlt egy évben lezajlott magánpénztári fúziók a **biztosítói háttérű pénztárak piaci részarányának növekedését hozták**: 2002 szeptember végén az 5 legnagyobb magánpénztár (melyből az OTP pénztára kivételével valamennyi biztosítói háttérű) a tagság 81,9 százalékát koncentrált. Az önkéntes ágban lezajlott folyamatok (pénztárak számának csökkenése a kezelt vagyont gyarapodásával párhuzamosan) szintén a piaci koncentráció növekedését eredményezték. Az önkéntes ágban 20–25 pénztár alkotja az élmezőnyt, melybe

döntően szintén banki, illetve biztosítói pénztárak tartoznak. A többi – jellemzően munkáltatói, érdekképviselési háttérrel rendelkező pénztár – mind taglétszám, mind vagyonszerkesztés tekintetében alacsony részesedéssel rendelkezik.

A jövőben a kis-, sőt a közepes pénztárak számának további jelentős csökkenése várható. Hosszabb távon a **fúziók és összeolvadások eredményeként várhatóan 4–5 domináns, a piac 85–90 százalékát lefedő pénztár** mellett 10–12 magán, valamint 50–70 önkéntes pénztár marad fenn. A koncentráció várható növekedése mellett szól az a tény is, hogy az elmúlt két évben gyakorlatilag már csak a banki és biztosítói háttérű pénztárak voltak képesek taglétszámuk növelésére. 2001 végén mindössze 7 pénztár érte el a méretgazdaságosság szempontjából megfelelőnek tekinthető 100 ezer fős taglétszámot. A kisebb pénztárak esetében nagyobb mérvű alapítói dotáció hiányában megszűnés vagy beolvadás valószínűsíthető.

Az önkéntes pénztárak körében – a jelenlegi folyamatokat továbbgondolva – két szegmens elkülönülése várható. Egyrészt a piacon tartósan lesznek olyan pénztárak, melyek egy-egy munkahelyhez, munkáltatói körhöz kapcsolódnak. Ezek méretük szerint az egészen kicsi, néhány százfős pénztártól a több tízezres taglétszámig változhatnak. Másrészt pedig azok a banki, biztosítói háttérű nyílt pénztárak, melyeknek elemi érdeke a gazdaságos üzemléte elérése, illetve a méretfüggő költséghatékonyság növelése.

A pénztárak mérete a legtöbb esetben az infrastrukturális háttér fejlettségére is

5 A jogszabályok már 15 fő részére lehetővé teszik önkéntes nyugdíjpénztár megalapítását, míg magánnyugdíjpénztárak esetében az alsó létszámkorlát 2000 fő.

jelentős hatással van. A kisebb pénztárak informatikai és nyilvántartási rendszereinek minősége általában alacsonyabb színvonalú, mivel ennek fejlesztése a működési alap terhére valósítható meg, ami végső soron csökkenti a tagok egyéni számlájára jutó befizetések volumenét. Az informatikai rendszerek modernizálása azonban hosszabb távon elkerülhetetlen, mivel a pénztárak többségében a mai napig jelen vannak nyilvántartási és azonosítási problémák az „alvó” (nem fizető, esetleg két-három pénztárba bejelentett) tagokkal, valamint az ismeretlen rendeltetésű befizetésekkel. Ebben szerepe van a kellő mélységű transzparencia hiányának is, ami a pénztári tagság nem megfelelő tájékoztatottságában nyilvánul meg.

A pénztárpiacon jövőbeni összetételére várhatóan jelentős befolyást gyakorol az

Európai Unióhoz történő csatlakozás is, mivel a **nyugdíjpénztári rendszer harmonizálását célzó EU direktíva tervezete<sup>6</sup> a pénztári befektetésekre vonatkozóan megfogalmazza a szolgáltatók – vagyongazdálkodók, letétkezelők – szabad választásának jogát.** Ennek értelmében egy multinacionális cég magyarországi leányvállalata esetében az EU-csatlakozást követően a magyar cég alkalmazottai is igénybe vehetik a vállalatcsoport külföldi pénztárának szolgáltatásait. A pénztári működés átláthatóságának fokozása érdekében emellett a tervezet alapján kötelezővé válna a pénztárak befektetési politikájának legalább 3 évente történő felülvizsgálata és a változások azonnali nyilvánossá tétele.

⇒ **A pénztári taglétszám alakulása.**

### *A nyugdíjpénztárak összefoglaló adatai*

1. táblázat

Megnevezés	Magánnyugdíjpénztárak				
	1998	1999	2000	2001	2002. 09.
Működő pénztárak száma (db)	38	30	25	22	19
Taglétszám (ezer fő)	1346,7	2064,1	2186,7	2252,7	2239,0
Vagyon (nyilvántartási érték, Mrd Ft)	28,8	89,8	175,6	283,1	353,5
Tagdíjjellegű bevétel (Mrd Ft)	16,5	56,3	62,3	89,6	85,8
Működési költség (Mrd Ft)	2,9	4,2	5,4	6,6	5,1
Egyéni számlákon jóváírt nettó hozam (Mrd Ft)	1,8	8,5	7,3	15,0	3,6

Forrás: pénztárak adatszolgáltatása

<sup>6</sup> Az EU Bizottságának IP/00/1141. számú dokumentuma.

2. táblázat

Megnevezés	Önkéntes nyugdíjpénztárak				
	1998	1999	2000	2001	2002. 09.
Működő pénztárak száma (db)	294	188	117	98	90
Taglétszám (ezer fő)	939,3	1102,0	1079,0	1154,2	1168,0
Vagyon (nyilvántartási értéken, Mrd Ft)	101,5	162,7	224,0	291,0	316,7
Tagdíjjellegű bevétel (Mrd Ft)	39,8	54,4	47,5	53,1	46,1
Működési költség (Mrd Ft)	1,4	2,9	3,2	3,5	2,6
Egyéni számlákon jóváírt nettó hozam (Mrd Ft)	9,6	20,7	13,7	17,3	5,8

Forrás: pénztárak adatszolgáltatása

A **magánnyugdíjpénztárak** taglétszáma 2002-ben az előző évek tendenciájával ellentétben kismértékű visszaesést mutat (1. táblázat), melynek háttérében részben az új belépők számának szabályozási okokra visszavezethető csökkenése húzódik meg. (A pénztártörvény 2002 januárjától hatályos módosítása értelmében a pályakezdők automatikusan már nem a magánkasszák, hanem az állami tb-rendszer tagjaivá válnak.) Másrészt az első félévben csaknem 23 ezer fő tagsági viszonya szűnt meg a kizárólag állami ellátást nyújtó tb-rendszerbe való visszalépéssel, ami elsődlegesen a tagság körében tapasztalható – a normajáradék 2001. év végi eltörlésével összefüggő – bizalomvesztéssel indokolható. Ugyanakkor a harmadik negyedévben – a pénztárak szerepét erősítő kormányzati lépések hatásaként – a taglétszámban kismértékű emelkedés mutatkozik.

Az **önkéntes pénztárak összesített taglétszáma** (2. táblázat) az elmúlt évek

során folyamatosan bővült, melynek háttérében a munkáltatói tagdíj hozzájárulások ösztönző ereje, valamint 2004-től a tíz éves felhalmozási időszakot követően a megtakarítások szabad felhasználási lehetősége húzódik meg. A tagdíjat nem fizetők aránya szeptember végén 10,5 százalék volt, ami 123 ezer tagot jelent. A tagdíjat nem fizetők aránya a teljes tagságon belül jellemzően azon munkáltatói háttérű pénztáraknál magas, ahol a tagoknak fizetett hozzájárulást megszüntették, saját befizetést azonban a tagok – tagsági viszonyuk fenntartásával egyidejűleg – nem teljesítettek.

#### A PÉNZTÁRI PORTFÓLIÓ ALAKULÁSA

A pénztári portfólió diverzifikációját illetően a nemzetközi tapasztalatok arra utalnak, hogy hosszabb távon a részvények hozama meghaladja az állampapírokéét. Ezt a megállapítást támasztja alá az a tény

is, hogy az angolszász országokban a nyugdíjpénztáraknál a részvényarány eléri az ötven százalékot, s ehhez az arányhoz közelítenek az Európai Unió országaiiban is.<sup>7</sup> Nem véletlen az sem, hogy egy EU-ajánlás<sup>8</sup> szerint a részvények arányát a pozitív reálhozam elérése érdekében növelni kell.

Átmeneti árfolyamesések természetesen előfordulhatnak, ami egy adott év reál- de akár nominális hozammutatóit is negatív tartományba térítheti, mint ami Magyarországon 2001-ben, illetve a brit nyugdíjalapok esetében 2002. I. negyedévében történt. A pénztár befektetési politikájának hirtelen változtatásával nagy kockázatot vállal, hiszen nehéz azt jól időzíteni. Ha például egy pénztár most eladja a két évvel ezelőtt vásárolt részvény-csomagját, és helyette állampapírt vesz, akkor biztosan realizálja a veszteséget, de nem biztos, hogy hosszabb távon jól spekulál. A tőkepiacon minimum hároméves hozam alapján lehet következtetéseket levonni, de a trendek csak 10–15 év alatt alakulnak ki.

A magyarországi nyugdíjpénztárakat alapvetően **konzervatív befektetési politika** jellemzi, a magasabb kockázatot hordozó befektetési alternatívákra vonatkozó

**jogszabályi korlátokat** – döntően a részvényt piacok magas volatilitása, valamint a tagság részéről jelentkező, egyenletesen magas hozamelvárások miatt – **nem használják ki. A portfólió-összetételét tekintve a közvetlenül állampapírokban és részvényekben megtestesülő vagyron részesedésének fokozatos csökkenése figyelhető meg a befektetési jegyekben megtestesülő portfólióhányad emelkedésével egyidejűleg.**

A **magánpénztári** befektetések megszűlésének változását a 3. táblázat mutatja be.

Tapasztalatok szerint a biztosítói háttérrel rendelkező pénztárak óvatosabb befektetők, portfóliójukban nagyobb a kockázatmentesnek számító állampapírok aránya. Ezzel szemben a banki háttérű kasszák több pénzt fektetnek részvényekbe. A befektetések jövedelmezőségét emellett az is befolyásolta, hogy több pénztár az elmúlt egy évben a hazai részvények helyett kevésbé kockázatos külföldi értékpapírokat vásárolt. Ezzel együtt azonban – a forint erősödése miatt – egy újabb rizikófaktoral, a deviza árfolyamkockázattal is számolni kell.

Az **önkéntes nyugdíjpénztárak** portfóliójának összetétele és az abban bekövetkezett változások a magánpénztárakhoz hasonló képet mutatnak (4. táblázat).

Több önkéntes nyugdíjpénztár tervezi választható portfóliók bevezetését. Ezzel a tagoknak lehetőségük lesz arra, hogy maguk válasszák meg a nekik megfelelő kockázati szintet. A bevezetést tervező kasszáknál általában három típus közötti átlépésre adnak lehetőséget. A pénztárak vagy automatikusan a jelenlegi – át-

7 Az európai nyugdíjalapok portfóliójában a részvények a hazainál általában magasabb arányt képviselnek. Németországban átlagosan 35,9 százalék, Ausztriában 33 százalék a részvények aránya. Nagy-Britanniában a pénztárak szinte teljes tőkésüket részvénybe fektetik, Franciaországban pedig a hazaihoz hasonló 13,1 százalékos az arány. A kelet-közép-európai régióban ugyanakkor a részvények aránya a magyarországi szintet sem éri el, a pénztári megtakarítások csaknem teljes hányada állampapírokban és bankbetétekben koncentrálódik.

8 Az EU Bizottságának IP/99/328. számú dokumentuma.



3. táblázat

**A magánpénztári befektetések megoszlása**

<b>Befektetési forma</b>	<b>1998</b> %	<b>1999</b> %	<b>2000</b> %	<b>2001</b> %	<b>2002. 09.</b> %
Készpénz, számlapénz	10,9	3,2	1,1	1,1	0,4
Állampapírok, MNB papírok	76,7	84,0	78,0	80,1	74,8
Bankbetét, banki papírok	3,5	0,5	0,2	0,0	0,4
Részvény	6,6	9,8	14,0	9,8	8,2
Kötvény	1,7	1,3	2,0	2,3	3,8
Külföldi befektetések	0,0	0,3	0,7	2,5	1,3
Egyéb (befektetési jegy stb.)	0,6	0,9	4,0	4,2	11,1
Összesen	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Forrás: pénztárak adatszolgáltatása

4. táblázat

**Az önkéntes pénztári befektetések megoszlása**

<b>Befektetési forma</b>	<b>1998</b> %	<b>1999</b> %	<b>2000</b> %	<b>2001</b> %	<b>2002. 09.</b> %
Készpénz, számlapénz	3,8	2,8	1,6	1,5	0,7
Állampapírok, MNB papírok	73,4	77,8	69,9	76,6	74,0
Bankbetét, banki papírok	3,6	1,6	2,8	0,3	0,7
Részvény	10,9	10,8	11,5	9,4	7,3
Kötvény	4,7	3,4	3,1	4,8	4,9
Külföldi befektetések	0,0	0,0	1,4	2,4	3,3
Egyéb (befektetési jegy stb.)	3,6	3,6	9,7	5,0	9,1
Összesen	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Forrás: pénztárak adatszolgáltatása

lagosan mintegy 8 százaléki részvényt tartalmazó – eszközalapban maradnak, vagy választhatnak konzervatív (csak kamatozó eszközöket tartalmazó) portfólió, illetve egy 40–60 százalékos részvényarányal bíró változat közül. Természetesen lehetőség van az egyes konstrukciók közötti időszakos váltásra is.

Az alternatívákat a tagság eltérő kor- és jövedelem-összetétele indokolja. Egy 2–4 éven belül nyugdíjassá váló tagnak ugyanis már nem érdemes kockáztatnia, míg a fiatalabbaknak és magasabb jövedelműeknek megérheti a nagyobb részvényarány felvállalása. A szóban forgó lehetőséggel a kasszák képessé válnak a

tagok számára testre szabott befektetési szolgáltatás nyújtására, a nagyobb szabadsággal ugyanakkor döntési felelőséget is adnak a gyenge hozamok miatt elégedetlen tagság kezébe. Az eddigi tapasztalatok szerint a pénztártagoknak csak mintegy 10 százaléka élt a választás lehetőségével. Az idősebb tagok, a várhatóan növekvő megtakarítási szint és a lakosság remélhetően gyarapodó pénzügyi ismeretei viszont fokozatosan növelhetik az érdeklődést.

### HOZAMOK

A pénztárak esetén a fedezeti tartalék (egyéni számlák összegének) befektetési kockázata –ami a portfólió-összetétel optimalizálásának hosszú távra (15–20 év) történő tervezésének bizonytalanságából fakad – közvetlenül a tagoknál jelentkezik, a pénztár fizetőképességét nem befolyásolja közvetlenül. Jövedelmezőségi szempontból döntő jelentősége a **vagyonkezelő** kiválasztásának van, mivel annak hozzáértése és aktivitása a pénztári portfólión elért hozamokat alapvetően befolyásolja.

Végleges adatok szerint **2001-ben** a legnagyobb hazai **magánnyugdíjpénztárak** mindössze **7,1 százalékos átlagos nettó hozamot** tudtak jótárgy tagjaik számláján. Az **önkéntes** kasszák ennél is gyengébb teljesítményt nyújtottak a szóban forgó évben, hiszen ezeknél az átlagos hozam mindössze **5,5 százalék** volt. A hozamokat az éves inflációval összevetve ez azt jelenti, hogy mindkét ágazatban reálértéken veszítettek a tagok a pénztár által kezelt vagyonukból. 2001-

ben a korábbi években magasan az infláció fölötti hozamokat nyújtó állampapírok teljesítménye jóval gyengébb volt, ráadásul a részvénypiacokon egész évben kedvezőtlen volt a helyzet. Mivel 2001-ben az egy évnél hosszabb futamidejű állampapírok referenciaindex (MAX) 12,1 százalék volt, a BUX pedig –9,15 százalékos, összességében azok a pénztártagok jártak jól, ahol a kassa állampapírokban helyezte el a vagyont, míg az inkább részvényt választó pénztárak szerényebb hozamot értek el.

**2002. I–III. negyedévében** a hazai nyugdíjpénztárak az előzetes számítások szerint átlagosan **2-3 százalék** körüli hozamot értek el. A gyenge teljesítmény mögött a tőkepiacokon tapasztalható kedvezőtlen körülmények (alacsony állampapírhozamok, külföldi tőzsdei árfolyamok esése, magyar tőzsde stagnálása) húzódnak meg, az azonban különbség az előző évhez képest, hogy a rossz teljesítmény elsődlegesen nem a részvényárfolyamok kedvezőtlen alakulásának tudható be. A makrogazdasági bizonytalanságok következtében az egy éven túli hátralévő futamidejű államkötvények MAX indexének hozama az év első kilenc hónapjában 4,1 százalék volt, ami az elmúlt évek legrosszabb teljesítménye. A BUX ugyan ezen időszakban 1,4 százalékkal emelkedett, ami szintén nem tekinthető kiemelkedőnek, ám nemzetközi összehasonlításban ez már az élbolyt jelenti.

Azok a nyugdíjpénztárak, amelyek a magyar részvények 1998–2001 év közötti kedvezőtlen teljesítményén elkeseredve a nemzetközi piac felé nyitottak, 2002-ben rosszul jártak. A gyenge hozamok miatt

elég volt, ha a nyugdíjpénztár portfóliójának mindössze öt százalékát tartotta nemzetközi részvényekben, ez elvitte az állampapírok minimális hozamát. Ez azért is meglepőnek tűnhet, mert egy 95 százalékban állampapírból és 5 százalékban nemzetközi részvényből álló portfólió korántsem tekinthető kockázatosnak.

Az I–III. negyedévi tendenciák alapján azok a nyugdíjpénztárak jártak jól, ahol a portfólió rövidebb lejáratú állampapírokban volt – ezzel 7-8 százalékos éves szintre számított hozamot lehetett realizálni –, ám ha tízéves lejáratú kötvényekkel volt feltöltve a portfólió, ami egyúttal magasabb kockázattal is jár, akkor a MAX index teljesítményénél rosszabb hozam realizálódott. A jövőbeni tendenciákat illetően az állampapír-befektetések dominanciája mellett az ingatlanpiac fellendülésével összhangban az ingatlanalapokba történő befektetések részarányának fokozatos emelkedése prognosztizálható (a 10 százalékos befektetési limit keretein belül).

A magán- és önkéntes pénztárak egyéni számlákon jóváírt nettó hozamai közötti különbség hátterében is hasonló okok (elsődlegesen az állampapír-portfólió lejáratú összetételének eltérése) húzódnak meg. Az önkéntes pénztárak – szolgáltatási palettájuk, valamint a 2004-től várható jelentősebb vagyonsökkenés miatt – nagyobb arányban tartanak éven belül lejáratú állampapírokat, melyek hozama az elmúlt időszakban jelentősen meghaladta a hosszabb lejáratú állampapírokéét. Meg kell azonban jegyezni, hogy a vagyonszűkülés kizárólag rövid lejáratú állampapírokból történő kivétel is kockázatos lehet, hiszen a pénztáraknak hosszú távú elkötelezettsége van a tagok-

kal szemben, s fennállhat annak veszélye, hogy a pénz gyakoribb megforgatásával csak rosszabb hozamok mellett tudnak újra befektetni.

**A nyugdíjpénztárak gyenge teljesítményét tehát – szemben a korábbi évek magyarázataival – a részvények árfolyam-alakulásával ezúttal nem lehet magyarázni, a pénztáraknak azzal kell szembesülniük, hogy a kockázatmentes kategória sem ígér biztos és kedvező hozamot, a korábbi évektől eltérően.**

A két pénztári ágban jóváírt nettó hozamok eltéréseiben a portfólió összetételének különbözőségén túl az elszámolt működési költségeknek volt szerepe, az önkéntes pénztárak működési költsége szektor szinten jelentősen alatta maradt a magánpénztárakénak. A jelenség elsődlegesen az adminisztrációs és nyilvántartási feladatokat ellátó szervezet részére fizetett díjak eltéréseivel magyarázható.

#### SZABÁLYOZÁSI KÉRDÉSEK

Az 1998-as nyugdíjreform keretében életbe léptetett jogszabályok – a többszöri módosítás ellenére is – magukban hordoznak olyan kockázati tényezőket, melyek a hárompilléres nyugdíjrendszer működését hosszabb távon veszélyeztetik.

- A jelenlegi szabályozás legfőbb hiányossága a tagok majdani, nyugdíjjellegű jövedelmével van összefüggésben. A törvény számos járadékfajta közötti választás lehetőségét teremti meg a nyugdíjba vonuló tagoknak, ugyanakkor a pénztárakat nem kötelezi arra, hogy járadékot szolgáltatassanak. Ehe-

lyett biztosítótársaságoktól vásárolhatnak járadékot a nyugdíjba vonuló tag számára, az egyéni számlán felhalmozott tőkéből. A biztosítókra vonatkozó jogszabályok azonban nem kötelezik a biztosítókat arra, hogy járadékszolgáltatást forgalmazzanak. Jelenleg sem a vezető magánpénztárak nem tervezik járadék szolgáltatását, sem a biztosítótársaságok nem készülnek a nyugdíjtörvényben meghatározott járadék értékesítésére, ami egy fejletlen járadékpiacon igen költséges termék lehet. A majdan a magánkasszákból származó nyugdíjakat ennél fogva jelentős bizonytalanság övezi, és így felvetődik a kérdés, hogy a magánnyugdíjpénztárak valóban nyugdíjalapok-e, vagy csupán egy törvényileg kötelezően előírt megtakarítási formáról van szó, ami a tőkefelhalmozási időszakot szolgálja.

- A hatályos jogszabályok szerint a magánnyugdíjpénztár nonprofit jellegű szervezet, melynek tulajdonosai a tagok, ők viselik a pénztár befektetési teljesítményének minden kockázatát. A legnagyobb piaci részesedéssel rendelkező kasszákat bankok és biztosítótársaságok alapították, melyeknek számos lehetőségük van arra, hogy az alapítók és ne a tagok érdekeit tekintsék elsődlegesnek, ami a pénztárak önkormányzati jellegének jelentős torzulását eredményezi. A tagság érdekérvényesítési lehetősége ennek következtében erősen korlátozott, a tagok részéről nincs lehetőség hatékony tulajdonosi kontroll gyakorlására sem. Nem védi a tagok érdekeit továbbá olyan szabályozás, amely kötelező, nyílt versenyt biz-

tosítana a vagyionkezelés terén, mivel ezen pénztárak befektetéseit általában az alapító pénzüintézet vagyionkezelő leánycége hajtja végre.

- A nyugdíjellátást szabályozó törvényi háttér nem kezeli úgy a magán- és a társadalombiztosítási pillért, mint egy egységes nyugdíjrendszer kölcsönösen összefüggő két részét. Erre utal a nem élettartamtól függő kockázatoknak a két pillérben történő eltérő kezelése. Míg a tb-rendszer életre szóló hozzátartozói és rokkantsági ellátást nyújt, addig a magánpénztárak nem nyújtanak ilyen szolgáltatásokat. A megrokkant tagok elvileg választhatnak, hogy a pénztárban hagyják a tőkét, vagy egy összegben elveszik azt, gyakorlatilag azonban előnyösebb lesz számukra a tb-rendszerbe való visszatérés, ahol egyéni számlájuk visszairányított egyenlegének nagyságától függetlenül – ami nyugellátás szempontjából jelentéktelen összeg is lehet – biztosítják számukra ezeket a juttatásokat. 2003-tól a munkaképtelené váló magánpénztári tagoknak emellett lehetőségük van egyrészt az egyéni számlán felhalmozott vagyion munkáltatói hozzájárulásból származó részének önkéntes pénztárba való áthelyezésére, másrészt korábbi önkéntes pénztári megtakarításainak egészségpénztárba való transzferálására is.

**⇒ A szabályozás változásából eredő kockázatok.**

A nyugdíjrendszer átalakítására vonatkozó elképzelések folyamatos változása jelentős bizonytalansági tényező a ma-

**gánnnyugdíjpénztárak** működése tekintetében. Az eredeti koncepcióhoz képest a jelenleg érvényben lévő rendszer az alábbi torzulásokat szenvedte el a közelmúlt központi intézkedései révén:

- A kormány megszüntette az államilag garantált nyugdíjminimumot, amikor eltörölte a normajáradék intézményét. Ez azért volt káros, mert a magánpénztári tagdíj nem önkéntes befizetés, hanem a munkavállaló béréből kötelezően levont tb-járadék. Az állami nyugdíjrendszer minimális nyugdíjat garantál, míg a magánpénztári rendszerben tavaly óta ilyen nincs.
- A járulékkulcs befagyasztása 6 százalékon. A magán-nyugdíjpénztári törvény 1997-es születésekor a jogalkotók lépcsőzetesen bevezetett 8 százalékos tagdíjjal számoltak. A rendszer bevezetése óta azonban a ráta 6 százalékon ragadt meg, jóllehet az eredeti jogszabály 1999-től 7, 2000-tól pedig a munkáltatói befizetés 8 százalékos járulékrészét engedte volna át a magánkasszáknak. Mindez a három év alatt megközelítőleg 70 Mrd Ft befizetést térített el ezektől a pénztáraktól.
- A pályakezdők kötelező pénztártagságának megszüntetése.
- A korábban belépett pénztártagok állami nyugdíjrendszerbe történő visszalépcsési lehetőségének meghosszabbítása.

Az **önkéntes pénztárak** esetében a tízéves kötelező várakozási idő jelent kockázati tényezőt. A jogszabályi előírások szerint a tagok – nyugdíjazás esetét kivéve – 10 évig nem juthatnak a pénztár útján felhalmozott megtakarításaikhoz. A tíz év lejártával azonban az adózási kötelezettsé-

gek teljesítése után megmaradt vagyონrész szabadon kivehető. Mivel a pénztárak túlnyomó része működését 1994–95-ben kezdte meg, nincs már messze az az idő, amikor az első belépő tagok tíz éves vagyónfelhalmozási periódusa véget ér. Várhatóan a tagok nem kis aránya dönt a pénzkivétel mellett, mivel a 2000-et követő időszak negatív reálhozama nem ösztönöz a pozíciók további tartására. Figyelembe kell venni azt is, hogy a tagok befizetései mellett jelentős a munkáltatói hozzájárulások volumene, amiről sokan úgy érzik majd: talált pénzről van szó, ezért inkább befizetik az adót, csak hogy a pénzhez jussanak.

Mindezek következtében fennáll a veszélye, hogy két év múlva jelentős volumenű vagyón áramlik ki az önkéntes pénztárakból. Ebből pedig több probléma is fakadhat. Egyrészt tetemes mennyiségű részvény és állampapír zúdulhat a piacra, másrészt jelenleg kiszámíthatatlan, hogy az intézményrendszer hogyan reagál egy ilyen fejleményre.

#### A 2003-TÓL HATÁLYOS JOGSZABÁLYI VÁLTOZÁSOK ÉS VÁRHATÓ HATÁSAI

A parlament az előző év végén a magánpénztárak számára kedvező irányú jogszabályi változtatásokról hozott döntést. Ennek keretében 2003 januárjától a magánpénztári járulékok két lépcsőben 6-ról 8 százalékra nő, melynek eredményeként az idei évben a magánpénztári befizetések volumene – a béremelkedés hatásának figyelembevétele nélkül – 16,7 százalékkal, 2004-től további 14,3 százalékkal gyarapodik.

Lényeges eleme a módosításoknak, hogy a 30. életévüket be nem töltöttek önkéntes alapon lehetnek tagjai a magánnyugdíjpénztáraknak, mely az 1999. július 31-ig be nem lépőket; a korábban tisztán társadalombiztosítási rendszerbe visszalépőket; illetve 2001-ben tisztán tb-rendszerbe választó pályakezdőket érinti. A törvénymódosítás ezen felül a pályakezdők számára ismételten kötelezővé teszi a vegyes rendszerbe történő belépést. A változások hatásaként 2003-ban a magánnyugdíjpénztári taglétszám több mint 10 százalékos gyarapodása prognosztizálható a szeptember végi 2,237 milliós taglétszámhoz képest.

A kormányzat elképzelése szerint idén felülvizsgálják a pénztárak garanciaalapjáról szóló szabályokat, és megerősítik a pénztári tagok részére nyújtott garanciák rendszerét is. 2002-ben a magánpénztári tagok 15 évi tagsága esetén járó minimum-ellátására vonatkozó garancia (normajáradék) eltörléséből fakadó bizonytalanság jelentős szerepet játszott a magánpénztári tagság létszámának csökkenésében.

Az előzetes tervek szerint a jövőben a garancia vagy egy fix minimumösszegre egészítené ki a pénztári járadékot, vagy a nyugdíjpénztárban eltöltött idő és a befizetés mértékétől függően szükség esetén kiegészítést adna. Elképzelhető emellett hozamgarancia nyújtása is, így biztosítva bizonyos szintű biztos kifizetést a gyengébben teljesítő pénztárak tagjainak. Meg kell jegyezni ugyanakkor, hogy a normajáradék visszaállítása, illetve a hozamgarancia nyújtása a pénztárak működése szempontjából kockázati tényezőt is jelent, mivel a garancia által nyújtott biz-

tonság háttérében a pénztári tagság kevesebb figyelmet fordít a vagyonát kezelő intézmény működésének megfelelő mélységű ellenőrzésére (moral hazard).

A Pénztárak Garanciaalapja jelenleg csupán a pénztári követelések gondatlanságból vagy egyéb különleges okból bekövetkező befagyásakor áll helyt. A pénztáraknak előírt befizetésekből eddig 1,3 Mrd Ft-ot felhalmozó alapnak ez idáig nem kellett kifizetést teljesítenie, amiből az eltelt idő rövidege miatt a jövőre nézve aligha vonható le következtetés. A nyugdíjpénztári vagyonhoz képest kicsi, költségvetési támogatásban nem részesülő, mindössze a pénztárak tagdíjainak 0,1–0,4 ezrelékéből gazdálkodó alap csupán a kasszák által befizetendő díjak emelésének, valamint szükség esetén jegybanki hitelfelvétel eszközével élhet, esetleges súlyosabb pénztári működési zavarok esetén azonban a kormánygaranciát nyújtó költségvetés bevonása elkerülhetetlen.

### ÖSSZEGRÉS

A nyugdíjpénztári szektor a felhalmozott nyugdíjcélú megtakarítások volumene alapján az elmúlt évek során a tőkepiac meghatározó szereplőjévé vált. A tanulmány által részletesen áttekintett csaknem 4 éves időszakban a nyugdíjpénztári vagyon bővülése és a pénztári taglétszám gyarapodása összességében folyamatos volt, bár az előző parlamenti ciklus alatt meghozott, a magánpénztárakat kedvezőtlenül érintő jogszabályi változások, valamint az alacsony pénztári hozamok a bővülés dinamikájának folya-

matos csökkenését, 2002. I. félévében a magánpénztári taglétszám átmeneti kismértékű visszaesését eredményezték. A 2003-tól hatályos jogszabályi módosítások ugyanakkor (a magán-nyugdíjpénztári tagdíjak két lépésben 6 százalékról 8 százalékra emelése, a pályakezdők számára kötelező magánpénztári tagság visszaállítására, a 30 évnél fiatalabbak magánpénztárba való átlépési lehetőségének biztosítása) várhatóan ismételten kedvező irányba mozdítják el a nyugdíjpénztári szektor helyzetét.

A jövő nyugdíjrendszerének jellemzőit a tb-nyugdíjrendszer strukturális átalakítása mellett az önkéntes- és magánpénztárakban felhalmozódó tőke volumene és

növekedési üteme határozza meg. Az átmenet ideje pedig – demográfiai okokból – sem korlátlan. A következő 10 év talán legnagyobb társadalmi-gazdasági problémáját jelentheti – mind hazai, mind nemzetközi szinten –, hogy 2010-re nyugdíjba megy a 2. világháború után született nagy (baby-boom) generáció. A hatalmas létszámú, ma jövedelemtermelő képessége csúcán dolgozó, 50-es éveiben járó réteg adó- és nyugdíjbefizetései akkor egy csapásra eltűnnek, és ezek az emberek megjelennek a másik oldalon mint nyugdíjasok. Mivel ez az állami nyugdíjrendszerre rendkívüli terhet ró, a magánpénztárak jelentősége a jövőben mindenképpen növekedni fog.

## IRODALOM

1. Augusztinovics-Gál-Matits-Máté-Simonovits-Stahl: A magyar nyugdíjrendszer az 1998-as reform előtt és után. *Közgazdasági Szemle*, 2002. június.
2. Besenyői-Lutz: A nyugdíjpénztárak fejlődése, helyük a pénztári rendszerben. *MNB munkaanyag*, 2000. március.
3. PSZÁF, Beszámoló a felügyelt szektorok 2002. I-III. negyedévi tevékenységéről.
4. OECD, Funded pension statistics, 1999.
5. Matits Ágnes: Kis magyar nyugdíjpénztár történelem, 1993–2000. in. *Körkép reform után – Tanulmányok a nyugdíjrendszerről*. Szerkesztette: Augusztinovics Mária pp. 183–203. *Közgazdasági Szemle Alapítvány*, Budapest, 2000.
6. Pármiczky Tibor: Pénztár vezetés szabályozása a közép- és kelet-európai országokban. *Nemzetközi Bankárképző Központ konferenciájának előadásvázlata*, 2002.
7. Nyugdíjpénztár melléklet, *Bank&Tőzsde*, 2002. augusztus.
8. Gazdasági napi- és hetilapokban megjelent sajtóanyagok.

*A cikk a szerző véleményét tükrözi, ami nem feltétlenül esik egybe az MNB hivatalos álláspontjával.*