

VÍZKELETI SÁNDOR

A hosszú távú megtakarítási piac újdonsága: az élekciklusalap

Ha megpróbáljuk magyarosítani a „target date fund” (TDF) kifejezést, akkor a „céldátumra 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 céldátumra 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 nyugdíj-célú 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 felajánlhasanak a foglalkoztatói nyugdíjpénztárakban.¹

Iparági elemzők azt feltételezik, hogy 2018-ra az Egyesült Államokban a DC-nyugdíjalapokba érkező befizetések közel 50%-a céldátumra optimalizált alapokba fog érkezni, és az ezen alapokban kezelt 2008. év végi 311 milliárd USD vagyon 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 kivételkörüli érték stabil marad. Ez a feltételezés sajnos nem minden esetben bizonyult helytállóknak, 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. Végül 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 tőzsdekrachot 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 öregségi 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 öregségi 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 megtakarítóknak 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 tanácsstalan befektetőknek. Erre volt megoldás a CO alapok alapértelmezett nyugdíj-előtakarékossági konstrukciójává 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 menedzsel 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

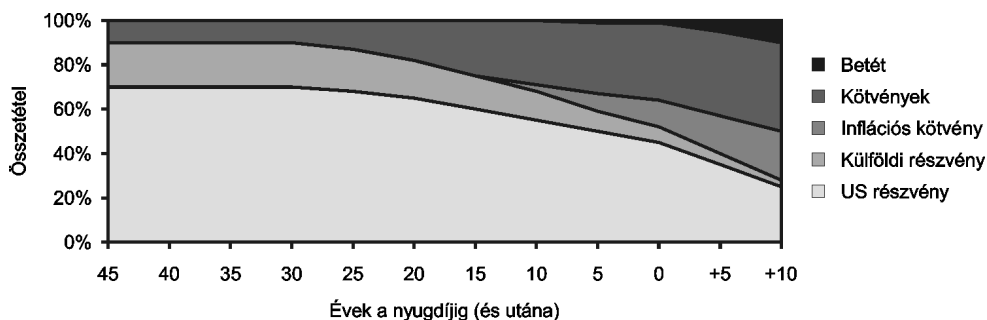
Ez azt jelenti, hogy egy termékszponzor elindít 10 alapot 5–45 éves céldátumokkal, majd időnként, amikor a leghosszabb céldátuma 4-5 évvel közelebb kerül, újra elindítja legtávolabbi lejáratú (45 éves futamidejű) alapját. A közben beszálló befektetők meghatározzák a saját céldátumukat, és az ahhoz legközelebbi 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 előállítani a vagyongazdálkodóknak? 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 nyugdíjkorlát 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 tőzsdeválság. Nem minden befektető volt tisztában azzal, hogy az általa kiválasztott CO alapon még a futamidő lejáratára 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 „nagygyúit”, 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 lejáratára 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 alapcsaládjai számítják 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 alapban 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 alfabáza 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 illetően 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 tőkekivonási 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 tőkekivonási időszakban is. A tőkepiacokon léteznek már azok a technikák, amelyekkel a tőkekivonás 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 kifizetésmeghatározott 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, áruipiacok, 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.

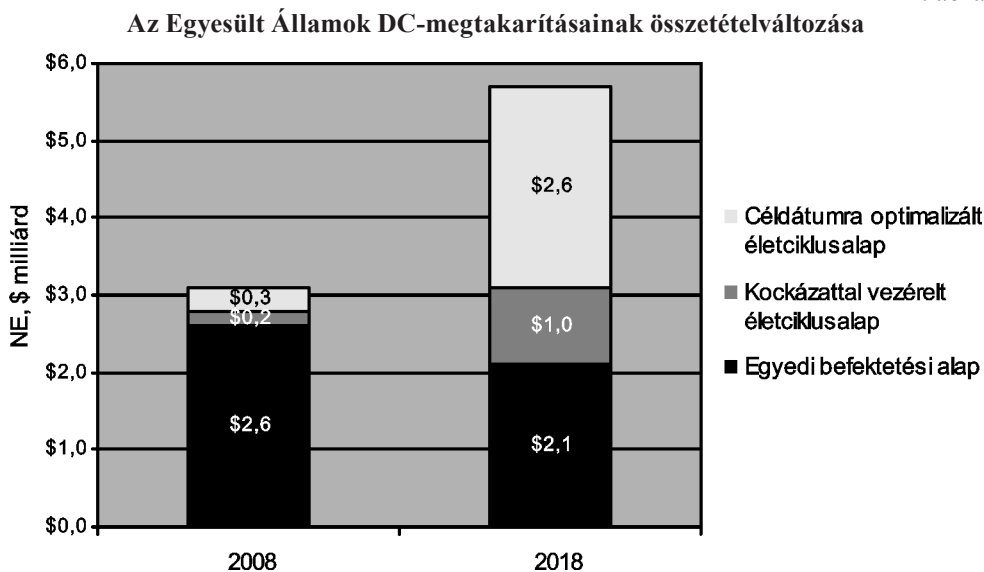
A másik problémakör a saját cégcsoporton belüli alapok kritika nélküli alkalmazása a programozott eszközallokáció megvalósítására. A nyitott befektetési stratégiát folytató, független vagyonkezelők által kezelt eszközökből összeállított CO alapok előretörése várható. A szabályozók itt is képesek beavatkozni, 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>