

DR. MATITS ÁGNES

A MAGÁNNYUGDÍJPÉNZTÁRAK HATÉKONYSÁGA – AVAGY AZ ÖRDÖG MOST IS A RÉSZLETEKBEN VAN*

A cikk a magánnyugdíjpénztárak hatékonyságának elemzéséhez a pénztárak működtetésével kapcsolatosan elszámolt költségeket és befektetéseik hozamait vizsgálja.

A költségek vonatkozásában megállapíthatjuk, hogy a magán-nyugdíjpénztári szektor fajlagos költsége 2004-ben nem érte el a 32 euró/év/fő értéket, ami valószínűleg nem tekinthető magasnak. Viszont igen nagy különbségek vannak az egyes pénztárak között. A legdrágább pénztárak vagyonarányos költségszintje több mint a duplája az olcsóbb üzemeltetésű pénztárak költségszintjének. Ugyanakkor a méretgazdaságosság érvényesülésének sem sikerült semmiféle jelét találni. Az egy főre jutó működési költség a 10 ezer fő alatti pénztárakban sem több, mint a több százézes taglétszámú pénztárakban. De a méret növekedésével ugyanígy nem csökken a teljes üzemeltetési költség vagyonarányos mértéke sem.

A pénztárak befektetési teljesítményei a kezdeti nehézségek után jelentősen javultak. Első közelítésben azt mondhatjuk, hogy az 1998-2004 közötti időszakban a magánnyugdíjpénztárak befektetési hatékonysága a minimálisan elvárható követelménynek megfelelt, hiszen minden pénztár sikeresen ellensúlyozta a jóváírt hozamokkal az infláció okozta értékvesztést. Viszont a pénztárak között a hozamok tekintetében is jelentősek az eltérések, amelyek elsősorban a piaci kockázatok kezelésének stratégiai különbözőségeivel magyarázhatók.

A cikk bemutatja a magánnyugdíjpénztárak befizetés-hatékonysági rangsorát is. Eszerint a 2000-2004 közötti időszakban a legjobb magánnyugdíjpénztárban a tagok 1 forint befizetésre közel évi 3%-kal magasabb eredményt realizálhattak, mint a legrosszabban.

Az elmúlt hónapokban több cikk jelent meg a sajtóban, s többször hallottunk kommentárokat is a médiában, amelyek valahogy mind azt sugallták, hogy

a pénztártagok valójában rosszul járnak a kötelező pénztárakkal. Egyrészt azért, mert ezek a pénztárak drágák, azaz sokkal több pénzbe kerülnek a pénz-

* Lektorálta: Erdős Mihály, Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete.

tártagoknak, mint az elvárható lenne, másrészt azért, hangzik az érvelés, mert a pénztárak befektetési teljesítményei sem valami fényesek, ami meg a magán-pénztárakból várható nyugdíjak szintjét veszélyeztetheti.

Ezek nagyon súlyos érvek, hiszen a magán-nyugdíjpénztári tag ma már nem választhat, hogy akar-e a rendszer tagja maradni, már nem léphet vissza az egy pilléres kötelező nyugdíjrendszerbe. Aki pedig pályakezdő, egyáltalán nem is nem választhatott.¹ Viszont ha sokakat törvény kötelez a rendszerben való részvételre, akkor bizony nagyon komolyan kell venni minden olyan állítást, amely szerint itt valami baj van.

Ugyanakkor nagyon veszélyesek is ezek a híresztelések, hiszen gyakran semmit sem tudunk azokról az elemzésekről, amelyek alapján a következtetéseket megfogalmazzák, vagy arról, hogyan is értsünk egy-egy számadatot. Nem tudunk meg sokat arról sem, hogy miből fakadnak a problémák. A ma jobbra csak az újságcikkekből – ahol szokásosan csak a rossz hír érdekes – tájékozódó közvélemény egyre inkább elbizonytalanodik, s sokak emiatt aggódnak jövőbeli nyugdíjukért, anélkül azonban, hogy a tényleges helyzettel tisztában lennének.

A tisztánlátáshoz csak a tények megismerése révén vezet az út. Ezért tűzte ki céljául ez a tanulmány, hogy segítse a valós helyzet megismerését, ezúttal a magánnyugdíjpénztárak költségeinek és befektetési hozamainak egy kicsit részletesebb elemzésével.

¹ Most felejtjük el azt a néhány, rövid időszakra létezett törvényi lehetőséget a belépésre/visszalépésre, ami épp csak a bizonytalanságok növelésére volt jó.

A továbbiakban tehát két alapvető kérdéskört járunk körbe²:

a) Mennyire drágák a magyar magánnyugdíjpénztárak, és mennyire különböznek a költségek az egyes pénztárakban?

b) Mennyire jól kezelték a magánnyugdíjpénztárak a rájuk bízott vagyont, és vannak-e lényeges különbségek az egyes pénztárak befektetési teljesítményei között?

A költséghatékonyság és a befektetési teljesítmények együttesen határozzák meg a pénztárak hatékonyságát. Ezért az elemzések összegzésére egy mérőszámot is bemutatunk, amely alkalmas ennek a komplex hatékonyságnak egyfajta számszerűsítésére, s amelynek segítségével megadható a pénztárak hatékonysági rangsora is.

Természetesen, mint bármilyen más mértékszám alapján készíthető rangsor, feltehetően ez a rangsor is számos oldalról vitatható. De meggyőződésem, ha az alkalmazás korlátait is mindig helyesen vesszük figyelembe, egy effajta komplex mérce is hozzájárulhat a pénztárak közötti eligazodáshoz.³

² Ez a tanulmány az ILO Central and Eastern European Team megbízása alapján készült elemzés céljára végzett számításokon alapszik (*Matits, Agnes: The Efficiency of the Hungarian Private Pension System, 2006, megjelenés alatt*).

³ Érdekes előjáróban azt is hangsúlyozni, hogy ma már több mint egy év telt el a jelen vizsgálat alapját képező adatok záró időpontja, 2004. december 31. óta. Vagyis akár azt is feltételezhetjük, hogy egy pénztár, amely ebben a rangsorban most hátrább került, az újabb adatok birtokában már jobb helyezést érhetne el. Persze ez hamarosan kiderülhet, ha majd rendelkezésre állnak a 2005. évi beszámoló adatai. Érdekes lesz megvizsgálni, hogy változik-e egy pénztár megítélése vagy pozíciója, ha a 2005. évi adatokat is figyelembe vesszük.

Azt is el kell ismerni, hogy kizárólag a pénztárak által nyilvánosságra hozott adatokra alapozott elemzések alapján részletes és messzemenő következtetéseket nem szabad levonni. De az adatok azért mindig beszédesek, s a jelzéseikre mindig érdemes odafigyelni.

A MAGÁN-NYUGDÍJPÉNZTÁRI PIAC MÉRETE

Magánnyugdíjpénztárként a bérből és fizetésből élő magánszemélyek által kötelezően fizetendő nyugdíjárulékokat befogadó és az ebből keletkező tőkét kezelő szervezetekről, vagyis a kötelező magánnyugdíjpénztárakról fogunk beszélni.⁴ De tudnunk kell, hogy a magánnyugdíjpénztárak – csaknem kivétel nélkül – egyúttal önkéntes pénztárakat is üzemeltető szervezetekben működnek.⁵ Ennek egyik fontos következménye, hogy

⁴ Amikor magánnyugdíjpénztárakról beszélünk, akkor eleve elfogadjuk azt az elnevezésbeli zűrzavart, ami a magyar szóhasználatban – úgy tűnik mára már megváltoztathatatlan módon – meggyökeresedett. A magánnyugdíjpénztár (Private Pension Fund) ugyanis alapértelmezésben egy nem állami, hanem magántulajdonban levő intézmény, amely nyugdíjcélú megtakarításból felhalmazott, egyéni (személyes) tulajdont képező nyugdíjtőkét kezel. Ebben az értelemben viszont nemcsak a kötelező nyugdíjrendszer elemeit képező, „magánnyugdíjpénztárak”-nak nevezett intézmények, hanem az ún. önkéntes nyugdíjpénztárak is ugyanúgy magánnyugdíjpénztárak. Talán az önkéntes pénztáraktól való megkülönböztetés okán a „kötelező nyugdíjpénztárak” elnevezés szerencsésebb lett volna.

⁵ Formailag a közösen üzemeltetett kétféle nyugdíjpénztárt lehet két önálló jogi személy, vagy egyetlen jogi személyként bejegyzett intézmény önálló mérlegkészítésre kötelezett ágazatai. Tartalmilag azonban nincs nagy jelentősége ennek a megkülönböztetésnek.

bizony nem mindig különíthető el egyértelműen, hogy az általuk üzemeltetésre fordított összeg mennyiben a kötelező és mennyiben az önkéntes ág működtetéséhez tartozik. Természetesen a számviteli előírások szerint kötelező a költségek és ráfordítások megosztása, de azért ez nem minden esetben egyértelmű.

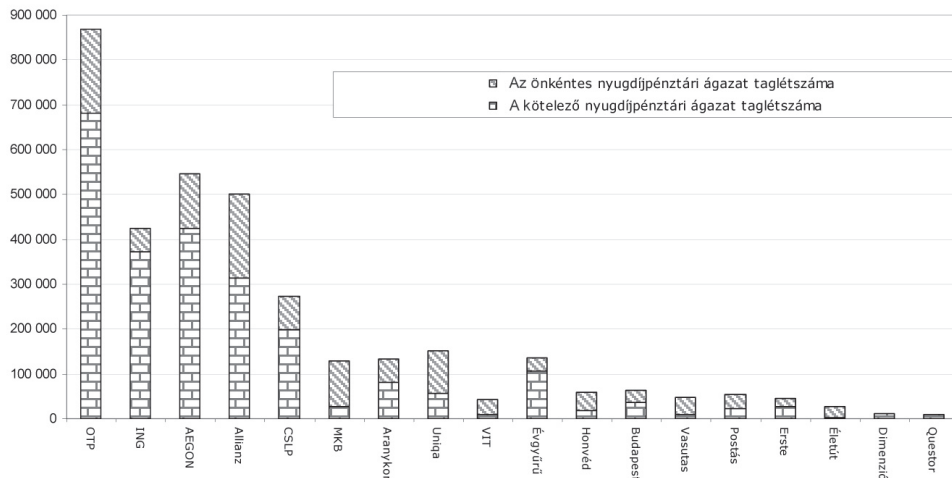
Mivel egy-egy magánnyugdíjpénztár mellett általában önkéntes pénztár is üzemel, a pénztárak piaci súlyát is érdemes ezek együttesének figyelembevételével szemlélnünk. Az 1. és 2. ábra alapján ugyanakkor elmondható, hogy mára már – néhány pénztár kivételével – a magánnyugdíjpénztári ág játszik meghatározó szerepet a pénztárakban, hiszen mind létszámban, mind vagyonban lényegesen nagyobb súlyt képvisel, mint az önkéntes pénztári ág.

2004 végén a magánnyugdíjpénztárak kötelező pénztári ágazatainak átlagos taglétszáma alapján a szektorszintű átlagos méret pénztáranként 133 ezer fő volt, miközben ezekben a szervezetekben az átlagos önkéntes pénztári taglétszám 69 ezer fő körül volt⁶. Ugyanakkor ezek az átlagok egyáltalán nem tekinthetők tipikusnak, hiszen mindössze 6 pénztár esetében éri el a 100 ezer főt a kötelező pénztári ághoz tartozó tagok száma, miközben például van 4 olyan magánnyugdíjpénztár is, amelynek a taglétszáma a 10 ezer főt sem éri el. Ugyancsak 6 pénztár rendelke-

⁶ Ez sokkal magasabb, mint a teljes önkéntes pénztári szektor átlagos létszáma. Az összes létező önkéntes pénztárt (azaz nem csak azokat, amelyek magánnyugdíjpénztár mellett üzemelnek) alapul véve 2004 végén az átlagos létszám 16,9 ezer fő/pénztár volt.

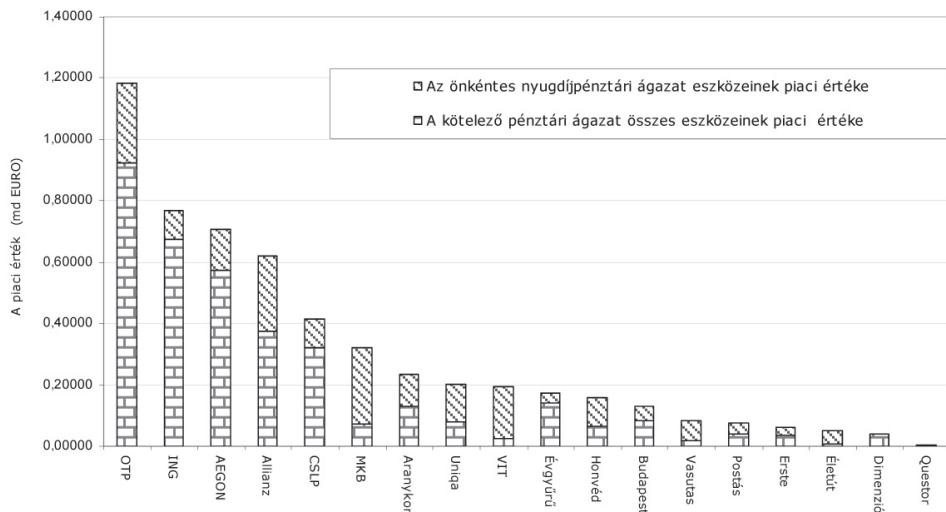
1. ábra

A magán-nyugdíjpénztári szervezetek együttes taglétszámai 2004. december 31.



2. ábra

A magán-nyugdíjpénztári szervezetekben kezelt vagyon piaci értéke 2004. december 31.



A magán-nyugdíjpénztári szektor néhány jellemző adata

Üzemeltetői háttér	A 2005-ben működő pénztárak száma	Piaci részesedés				A pénztárak átlagos mérete (taglétszám/pénztár) (c)	Éves átlagos tagdíjbefizetés (EURO/tag) 2004 (d)	Egyéni számlák átlagos állománya 2004 dec.31. (EURO) (e)
		taglétszámból (a)		összes pénztári vagyomból piaci érteken (b)				
		2000	2005	2000	2005			
Biztosító	6	57%	61%	52%	60%	248 409	341	1 759
Bank	4	32%	32%	41%	31%	196 397	470	1 730
Munkáltató	5	10%	3%	6%	5%	13 826	620	3 333
Egyéb	3	1%	4%	1%	4%	30 356	235	1 813
Összesen	18	100%	100,0%	100,0%	100%	128 008	447	1 797

Megjegyzések

(a) A csoportba tartozó pénztárak együttes taglétszáma az összes pénztári tag számának százalékában

(b) A csoportba tartozó pénztárak együttes vagyónak piaci értéke az összes magán-nyugdíjpénztári vagyon százalékában

(c) A csoportba tartozó pénztárak együttes taglétszáma osztva a csoportba tartozó pénztárak számával

(d) A csoportba tartozó pénztárakba befizetett összes tagdíj osztva a csoportba tartozó pénztárak együttes taglétszámával (euróban, 1 euró = 248 Ft árfolyammal számolva)

(e) A csoportba tartozó pénztárakban nyilvántartott egyéni számlák euróban számolt állományának együttes piaci értéke osztva a csoportba tartozó pénztárak együttes taglétszámával

zik az átlagosnál⁷ lényegesen nagyobb vagyonnal. Az öt legnagyobb pénztár mind létszám, mind vagyon szerint a piacnak kb. 75–80%-át képviseli.

A magán-nyugdíjpénztári szektor néhány meghatározó adatát foglalja össze az 1. táblázat, amely az üzemeltetői háttér szerinti csoportosításban mutatja be a csoportok piaci részesedését és annak változását a vizsgált időszakban, valamint az ezt befolyásoló fontosabb jellemzőket.

Két dologra külön is felhívnánk a figyelmet a táblázat adataival kapcsolatosan: 1. Annak ellenére, hogy a legnagyobb magyar magánnyugdíjpénztár üzemeltetője a legnagyobb magyar kereskedelmi bank, a pénztári szektort alapvetően a biztosítói háttérű pénztárak dominálják. Ez a

csoport a 2000. év utáni időszakban még növelni is tudta piaci részesedését. 2. A munkáltatói háttérű pénztárak súlya nagyon kicsi, s a vizsgált időszakban súlyuk tovább csökkent. Ugyanakkor az is látszik, hogy azok a munkáltatói pénztárak tudták megőrizni függetlenségüket, ahol az átlagos tagdíjfizetés, következésképp a járulékalapul szolgáló jövedelmek az átlagosnál jóval magasabbak.

Elmondhatjuk, hogy mára a magyar magán-nyugdíjpénztári ipar „felnőttkorba” lépett. 2004 végére a mintegy 4 millió aktív korú állampolgárból 2,4 millió ember magán-nyugdíjpénztári tag volt, ami kb. 60%-át jelenti a gazdaságilag aktív népességnek.⁸ Nagy tehát a felelőssége a rendszer üzemelte-

⁷ A kötelező magánnyugdíjpénztárak átlagos vagyona 2004. végén 75 milliárd forint/pénztár volt.

⁸ A gazdaságilag aktív népesség az aktív életkorú (18–62 éves) népességből munkajövedelemmel rendelkezőket jelenti.

tőinek, hiszen sokan vannak, akiket az esetleg nem megfelelő hatékonyság a jövőben érzékenyen érinthet. És persze egy pénztártagot eleve csak a saját pénzének a megtérülése érdekel. Vagyis ha azt látjuk, hogy átlagosan jó a pénztári szektor teljesítménye, azért még nem biztos, hogy bármelyik pénztárban nyugodtak lehetnek a tagok afelől, hogy befizetések megfelelő kezelése biztosítva van, vagy esetleg vannak olyan pénztárak, amelyek tagjait az a veszély fenyegeti, hogy nyugdíjuk nem éri el azt a szintet, melyet megszerezhettek volna, ha egy másik pénztárban lettek volna tagok.

Ezért vizsgáljuk az egyes pénztárak teljesítményeit külön-külön. S mivel elemzéseinket kizárólag nyilvánosságra hozott adatokra építjük, megengedhetőnek tartjuk, hogy a számítások eredményeit a pénztárak nevesítésével közöljük.

Először a pénztárak költség szintjeit és a ráfordítások összetételét vizsgáljuk meg, s a második részben fordítjuk figyelmünket a befektetési teljesítményekre.

MENNYIRE DRÁGÁK A MAGYAR MAGÁNYUGDÍJPÉNZTÁRAK?

A költség szerkezet, illetve a költség szintek összehasonlítása eleve sok kérdőjelet tehet az elemzésekhez. Az egyes pénztárak ugyanis más típusú szervezetben, más célokat követve üzemelhetnek, amely önmagában is indokolhatja az eltérő költség szinteket. Vagyis az biztos, hogy nem szabad eleve minősíteni a költség szerkezet és/vagy a költség szintek közötti különbséget, de mégis érdemes megvizsgálni, vannak-e ilyen különbségek.

Az elemzés alapján azt is megpróbálhatjuk feltárni, hogy bizonyos tevékenységeknek mennyi a szükséges vagy tipikusnak tekinthető költségszintje, hiszen az ettől való eltérésre kell majd magyarázatokat követelnünk az egyes pénztáraktól.

A pénztárak ráfordításai különböző módokon osztályozhatók. Kiindulásként vegyük a két alapvető költségszintet:⁹

a) Befizetésekből történő levonásokból finanszírozott, *működési célú* ráfordítások.

b) A felhalmozott vagyomból – pontosabban a befektetések bruttó hozamából – finanszírozott, a *befektetések kezelésével összefüggő* ráfordítások.

A pénztárak üzemeltetésének hatékonysága csak ennek a kétféle ráfordításnak az együttes figyelembevételével történhet,¹⁰ hiszen például egy saját vagyonkezeléssel üzemelő pénztárban a

⁹ A szolgáltatások általánossá válását követően egy harmadik költségszint külön elemzése is nagyon lényeges lesz, nevezetesen a nyugdíjfedezetek terhére elszámolt szolgáltatási költségeké. Ma azonban a pénztárak jellemzően nem nyújtanak nyugdíj szolgáltatást, s az előforduló néhány eset költsége a működtetési költség részét képezi.

¹⁰ Az utóbbi időben a PSZÁF is rendszeresen közzé teszi ennek a két költség típusnak az együttes értékéből számolt ún. díjterhelési mutatót. A mi esetünkben ez az együttes számítás annyiban tér el a PSZÁF-terminológiától, hogy ott a befizetésarányos költséglevonást számítják a díjterhelésbe, mint a tagokat a működtetéssel összefüggő terhelő díjtelt. Ez a számbavétel ugyanakkor nem egészen jó a költség szintek elemzésékor, mivel a magyar gyakorlatban a befizetésekből levont részek terhére a pénztárak tartalékokat is képez(het)nek. Viszont nem lehet költségnek tekinteni a ténylegesen el nem költött levonások összegét. Aktuárius szempontból ugyanis kifejezetten kedvezőnek ítéhető meg, ha egy pénztár akár a kötelezőnél magasabb mértékű tartalékokat képez. Ha viszont a méréskor ez hátrányosan fogja érinteni, akkor nem valószínű, hogy még ha a szakmai szempontok szerint akár indokolható is lenne, a kötelezőnél magasabb tartalékolási szintet fogja választani.

működési célú ráfordítások az átlagosnál ugyan magasabbak, de a vagyongazdálkodással összefüggő költségek az átlagosnál lényegesen kisebbek lehetnek.

A magán-nyugdíjpénztári szektor teljes üzemeltetési költsége 2004-ben az átlagos pénztári vagyon 2,54%-a volt, s a korábbi években még ennél is lényegesen magasabb szinten állt (1. a 2. táblázat adatait). Ezzel a költségsszinttel nem lehetünk elégedettek, hiszen ez jóval magasabb a nemzetközi gyakorlatban – már beállt rendszerek esetében – ismert költségsszinteknél.¹¹ S ez bizony komoly érvként hangzik el számos, a kötelező magán-nyugdíjpénztári rendszert kritikusán szemlélő szakmai vitában.

Nézzük azonban kicsit részletesebben is ezeket a költségadatokat!

Nem szabad megfeledkeznünk arról, hogy egy rendszer bevezetésének a költségeit nem tekinthetjük a rendszert jellemző, „szokásos” költségeknek. Így a magyar kötelező pénztári szektor költségsszintjét is egy kezdeti időszakot jellemző szintként kell értékelni, abban bízva, hogy idővel ez akár jelentősen is csökkenni fog. Erre meg is van az esély, hiszen jól látható, hogy a szektor működtetéssel kapcsolatos költségeinek átlagos vagyonarányos mértéke a vizsgált időszakban 4,06%-ról csökkent a 2004. évi 1,56%-os szintre. Ugyanakkor azonban nem csökken megfelelő mértékben a va-

gyonkezeléssel összefüggő ráfordítások mértéke. A vizsgált időszakban ugyanis a vagyon több mint hatszorosára nőtt, miközben a vagyongazdálkodási költségsszint alig változott (a 2000. évben megfigyelt 1,17% szint 2004. évre csak 0,98%-ra csökkent). A rendszer „védelmében” talán el kell azonban mondani, hogy a magyar magánnyugdíjpénztárak vagyona még messze alulmarad az európai, vagy más érettebb magánnyugdíjrendszerrel rendelkező országok átlagos vagyomméretétől. Következésképp még nem is nagyon szabad a vagyongazdálkodási költségek szintjét közvetlenül összehasonlítani.

Kedvezőtlennek tekinthetjük azonban azt is, hogy jelentősen nőttek a vizsgált időszakban az egy főre jutó üzemeltetéssel összefüggő költségek. Ezen belül az egy főre jutó vagyongazdálkodással összefüggő költségek növekedését akár természetesnek is tekinthetjük, hiszen ez egy vagyonarányos költség, miközben a létszám a vagyonnál lényegesen kisebb mértékben növekszik. De jelentős mértékben növekedtek a fajlagos működési költségek is: a 2000. évi 2469 forint/fő/év szintről az egy főre jutó működtetéssel összefüggő költség 2004-ben már 4744 forint/fő/év volt. Ez részben magyarázható a pénztárakat terhelő adminisztrációs kötelezettségek növekedésével, részben azonban valószínűleg annak a következménye, hogy a pénztárak háttérszervezeti korábban támogatták¹² az üzemeltetést, s gyakran nem a ténylegesen felmerült költségek

¹¹ Számos szakértő szerint a kötelező magánnyugdíjpénztárak esetében, hosszabb távon a teljes üzemeltetési költség vonatkozásában az 1% alatti szint lenne kívánatos. Néhány országban a törvény maga tartalmaz korlátozásokat a vagyongazdálkodási vagy a teljes üzemeltetési költségre, de Magyarországon nincs ilyen korlátozás.

¹² Ennek a támogatásnak főképp piacszerzési célja volt, de esetenként szükségszerű is volt, mivel a kezdeti időszakban a pénztárak nem voltak képesek önmaguk finanszírozására.

kerültek elszámolásra. Ma már viszont alig található direkt támogatás a pénztári szektoron belül. Vagyis azt feltételezhetjük, hogy a jelenlegi költségszint tekinthető a valósnak, s nem tényleges növekedésről van szó, csak a korábbi időszakokban rejtve maradt költségek megjelenéséről. De bizony még ma sem lehetünk abban egészen biztosak, hogy minden üzemeltetéssel összefüggő költség megjelenik a pénztárak elszámolásában. Különösen kérdéses ez az ügynöki tevékenység ráfordításaiban. Mert elég nehezen hihető, hogy egy nagy biztosító pénztárában nincsenek ilyen költségek, miközben éves beszámolójában semmiféle ilyen jogcímen elszámolt költség nem szerepel működési költségei között. Persze legtöbbször ez a költség összemosisódik a pénztár adminisztrációját végző szolgáltató cég részére – igénybe vett adminisztrációs szolgáltatás jogcímen – kifizetett díjakkal, de esetenként előfordulhat, hogy a háttér cég más forrásokból, esetleg éppen a vagyonkezelési díjként beszédett összegből finanszírozza az ügynöki tevékenységeket. Persze az egészen biztos, hogy végső soron a tagok fizetik az esetleges ügynöki tevékenység költségét, csak éppen az adatokból nem követhető nyomon, hogy mennyi is ez a költség.

A szektor költségeinek elemzésekor azt semmiképpen sem hagyhatjuk figyelmen kívül, hogy az évi 31 euró fajlagos összköltséget önmagában nem mondhatjuk túl magasnak. Jól tudjuk, hogy esetenként egy banki folyószámlavezetés, vagy egy értékpapírszámlavezetés éves összköltsége ennél magasabb, miközben a nyugdíjpénztárak

tevékenysége jóval összetettebb, mint egy folyószámla vezetése. Ez a tény viszont nagyon is ellene szól azoknak az érveknek, hogy a nyugdíjcélú megtakarításokat a magas üzemeltetési költségek miatt kellene inkább más szervezetben kezeltetni.¹³

A költségszint vizsgálata mellett vesünk egy pillantást a szektor költségeinek struktúrájára is!

Itt persze megint osztályozási problémáink vannak, hiszen többféle szerkezetben elemezhető a költségstruktúra. Mi azonban eleve csak olyan szerkezetet választhatunk az elemzésekhez, amit az éves beszámoló adatai alapján is nyomon tudunk követni. Ebben a következő költségelemeket különböztetjük meg:

A) Működtetéssel kapcsolatos ráfordítások elemei

- Aa) személyi ráfordítások
- Ab) adminisztrációs tevékenységek ráfordításai
- Ac) marketing és kommunikáció (beleértve az ügynöki ráfordításként elszámolt ráfordításokat is)
- Ad) Igénybe vett szakértői szolgáltatások költségei (könyvvizsgáló, jogi és aktuárius szolgáltatások díja, befektetési tanácsadás költségei)
- Ae) felügyeleti és garancia díj

¹³ Az ún. negyedik pillérben, ahol az adminisztrációs előírások sokkal kisebbek, mint a kötelező magánnyugdíjpénztárakban, a számlavezetési díjat 1%-ban maximálták. Ugyanakkor a megengedett minimális díjak és az esetleges egyéb költségek miatt elképzelhető, hogy a – elsősorban a kisebb összeget fizető – számlatulajdonosok költsége lényegesen magasabb lesz, mint a nyugdíjpénztárakban fizetett költségek szintje.

A magán-nyugdíjpénztári szektor átlagos költségszintje

	2000	2001	2002	2003	2004
A kezelt vagyon éves átlagos értéke (Mrd Ft)	133	229,5	348	487	731,5
Teljes üzemeltetési költség (Mrd Ft)					
Működtetéssel összefüggő ráfordítások	5,4	6,7	7,1	9,3	11,4
Vagyonkezeléssel összefüggő ráfordítások	1,6	2,6	3,5	5,0	7,2
Összesen	7,0	9,3	10,6	14,3	18,6
A teljes üzemeltetési költség a kezelt vagyon arányában					
Működtetéssel összefüggő ráfordítások	4,06%	2,92%	2,04%	1,91%	1,56%
Vagyonkezeléssel összefüggő ráfordítások	1,17%	1,13%	1,01%	1,02%	0,98%
Összesen	5,23%	4,05%	3,05%	2,93%	2,54%
A teljes üzemeltetési költség a tárgyévi tagdíjcélt befizetések arányában					
Működtetéssel összefüggő ráfordítások	5,51%	6,44%	6,07%	5,67%	5,38%
Vagyonkezeléssel összefüggő ráfordítások	1,59%	2,49%	3,01%	3,03%	3,40%
Összesen	7,10%	8,93%	9,08%	8,70%	8,76%
Egy pénztártagra jutó üzemeltetési költség (Ft/fő/év)					
Működtetéssel összefüggő ráfordítások	2 469	2 974	3 191	4 036	4 744
Vagyonkezeléssel összefüggő ráfordítások	713	1 150	1 582	2 157	2996
Összesen	3 182	4 123	4 773	6 194	7 740
Az egy főre jutó teljes üzemeltetési költség euróban (1 euró = 250 Ft) (euró/fő/év)				25	31

Forrás: a Szerző számításai a pénztárak mérlegbeszámolójában közölt adatai alapján.

B) A befektetési tevékenység ráfordításai

Ba) vagyonkezelési díj¹⁴

Bb) letétkezelési díj

Bc) a befektetési tevékenység egyéb költségei (ideértve a saját hatáskörben végzett vagyonkezelés terhére elszámolt költségeket, valamint a külön megfizetett kereskedési költségeket)

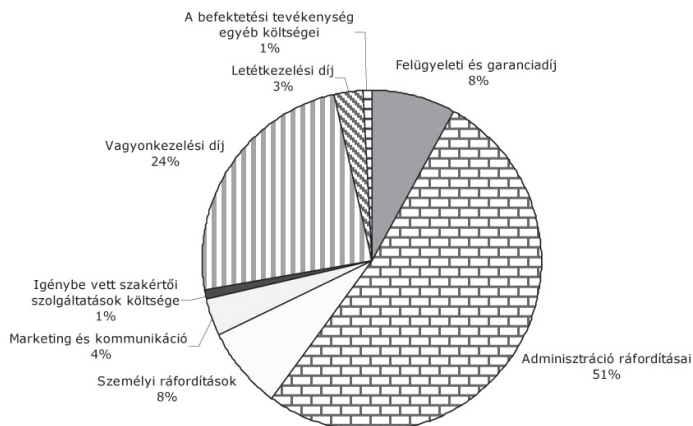
A 3. ábra mutatja a magyar magán-nyugdíjpénztári szektor fenti osztályozás szerinti költségszerkezetét.

Nagy valószínűséggel állíthatjuk, hogy részben a pénztárakra terhelt túlbonyolított és esetenként felesleges adminisztrációs kötelezettség eredménye, hogy az adminisztrációs tevékenységekre fordított ráfordítások az összes üzemeltetéssel

¹⁴ A számbavétel során nem kerültek ide a beszámolóban a „egyéb pénzügyi műveletek kapcsolatos ráfordítások” (kód: 73 MA26, MB21, MC20) jogcímen elszámolt költségek. Ebben a kategóriában ugyanis szerepelhetnek bizonyos speciális ügyletekért kifizetett díjak, amelyet szintén vagyonkezeléssel összefüggő költségnek lehetne tekinteni, de a rendelkezésre álló adatokból ezek a tételek nem különíthetők el. Azokban a pénztárakban, ahol ezek az ügyletek jelentősebb szerepet kapnak, a vagyonkezelési díj az általunk figyelembe vettél magasabbak is lehetnek. A pénztárak többségében azonban nincsen ilyen költségétel.

3. ábra

A magánnyugdíjpénztárak üzemeltetésre elszámolt összes ráfordításainak megoszlása, 2004



összefüggő ráfordítások több mint 50%-át teszik ki. Ha tehát azt látjuk, hogy drága a pénztárak üzemeltetése, el kell gondolkodni azon, hogy a más országokhoz képest magasabb költség szintet vajon nem éppen ezek az adminisztrációs előírások okozzák-e. Már korábban is említettük ugyan, hogy esetenként az ügynöki tevékenységgel kapcsolatos ráfordítások¹⁵ is ezen a jogcímen kerülhetnek a pénztárak elszámolásába, vagyis a magas működési költségekért valószínűleg nem pusztán a komplikált adminisztráció tehető felelőssé.

A költség szerkezetben nagyon kicsi az igénybe vett szakértői szolgáltatások költségeinek súlya. S mivel ezeken a sorokon szerepelnek a kötelezően előírt szakértők (auditor, aktuárius, jogász) költségei is, elmondható, hogy a szak-

értői szolgáltatások iránti igény ma még nagyon alacsony. Pedig jó néhány olyan tevékenység van a pénztárakban, amely néhány jó külső szakértő igénybevételével hatékonyabban lenne elvégezhető, mintha a pénztár saját szakembereket fizet meg, vagy éppen el sem végzi ezeket a szakértőt igénylő elemzéseket.

S végül még egy megjegyzés: a teljes üzemeltetési költség (s ne feledjük, ebben benne van a vagyonkezeléssel összefüggő költség is) 8%-át teszi ki a kötelezően (PSZÁF és garanciaalap) fizetendő díj. Ez meglehetősen jelentős tétel, főképp, ha figyelembe vesszük, hogy a garanciaalapba fizetendő díjért a pénztárak gyakorlatilag semmiféle szolgáltatást nem igényelhetnek. Nagyon fontos lenne a hatósági díjak mielőbbi teljes felülvizsgálata, hogy ezek ne növeljék indokolatlanul a szektor költség szintjét.

Azt látjuk, hogy a teljes üzemeltetési költség kb. egynegyedét fizetik ki a

¹⁵ Ezt valószínűsíti a marketing és kommunikációs költség jogcímen elszámolt ráfordítások mindössze 4%-os részaránya is.

pénztárak vagyongazdálkodási díjként, ami szektorszinten a záró piaci vagyoneérték 0,8%-a. Ha figyelembe vesszük, hogy a pénztárak befektetési portfólióiban igen magas az államkötvények aránya, ugyanakkor a vagyongazdálkodási szerződések döntően benchmark-követő stratégiákat fogalmazznak meg, ezt a díjat mindenképpen magasnak ítélni lehet. Ha a portfóliók átlagos szerkezetét alapul vesszük, s egy elvárható átlagos díjszintet¹⁶ kalkulálunk az egyes eszközcsoportokban, akkor is elmondható, hogy jelenleg a 0,5% körüli vagyongazdálkodási díjszint lehetne elfogadható. Ugyanakkor azt látjuk (l. 4. ábra), hogy az egyes pénztárak által fizetett vagyongazdálkodási díjak szórása nagy, miközben befektetési portfóliók között nincs olyan nagy különbség. De a kis pénztárak által fizetett, általában nagyon alacsony díjakat (a minimálisan fizetett díj már 0,2% körül van) ugyanúgy irracionálisnak mondhatjuk, mint a nagy eszközeértékek után megfizetett 1% feletti díjakat. Erre a kérdésre, azaz a pénztárankénti vagyongazdálkodási díjszint

elemzésére a későbbiekben még visszatérünk, de nézzük előbb a költségstruktúra pénztárankénti alakulását.

Az összehasonlíthatóság miatt a vizsgált költségelemeket minden esetben a pénztár záró eszközértékéhez viszonyítva mutatjuk be (4. ábra). Az ábra nagyon szemléletesen bizonyítja, hogy mind a költségek vagyonarányos mértéke, mind pedig azok szerkezete jelentős különbségeket mutat az egyes pénztárakban.

Ennek a megállapításnak viszont fontos következménye, hogy ezután nem értékelhetjük a szektort jellemző átlagos költségeket tipikus vagy éppen „szükséges” költségekként.

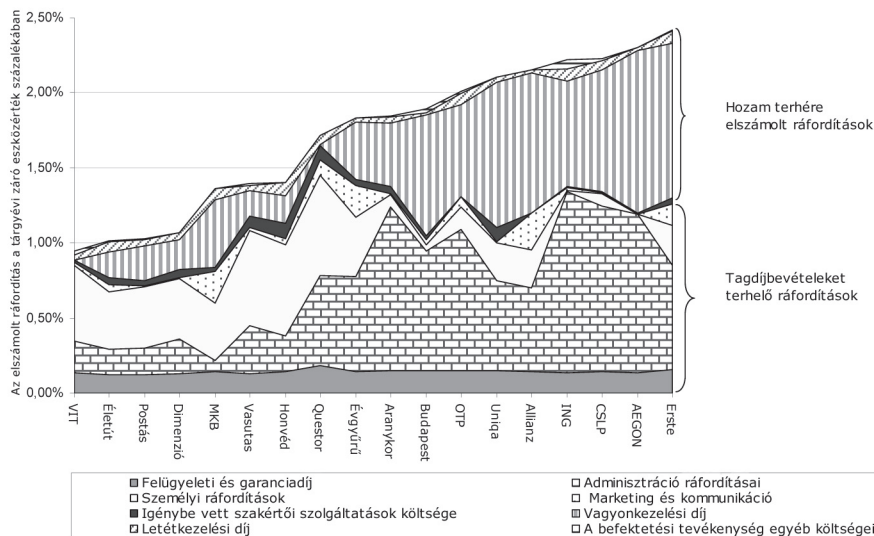
Tovább vizsgálódva, az 5. ábrán a pénztárak működtetési célú ráfordításait a tárgyévi tagdíjbefizetések arányában mutatjuk be. Megint ugyanaz a megállapítás adódik, miszerint a szektorátlag nem értelmezhető tipikusnak, amely alapján esetleg azt tudnánk, hogy a tagdíjcélú befizetésekből átlagosan mennyit is „kellene” felhasználnia üzemeltetésre egy pénztárnak.

Elég nehéz magyarázatot találni arra, vajon mi okozza ezeket a nagy különbségeket. Különösen a működési költségek közötti eltérések jelentenek problémát, hiszen elvileg minden pénztárnak ugyanazokat a feladatokat kell ellátnia, s most az adatok alapján nem tudtuk meg, hogy ezek a feladatok a vagyoneérték évi 0,9%-át vagy éppen 2%-át emésztik fel szükségszerűen. Nincs támpontunk arra vonatkozóan sem, hogy vajon miért kerül az üzemeltetés sokkal többre az egyik pénztárban, mint a másikban? Ez azért aligha a rendszerspecifikus költségek következménye.

¹⁶ A befektetési piacon kialakultak bizonyos eszköztípusokhoz tartozó (természetesen a kezelt vagyone mértékétől is függő) vagyongazdálkodási díjak. Például kizárólag állampapírba fektető vagyongazdálkodást már 0,2%–0,35% vagyongazdálkodási díjért meg lehet kapni. Ugyanígy kaphatunk ajánlatot tiszta részvényportfólió kezelésére 0,8%–1,5% körül. Ennek alapján a következő díjakkal kalkulálva számoltunk „elvárható” átlagdíjat: A pénzjellegű állományra és a befektetési alapokra (amelyek eleve nettó hozamokat írnak jóvá) zérus díjjal, a magyar államkötvényekre 0,3% díjjal, a részvényportfólió kezelése 1% díjjal és az egyéb befektetésekre 1,5% díjjal számoltunk. Ezeket a díjakat a 2004. évi portfólió-összetételnek megfelelően súlyozva, az „elvárható” átlagos díjra 0,45% adódna. Benchmark-követő stratégiákban ennél magasabb díjakat nem is tartunk indokoltnak.

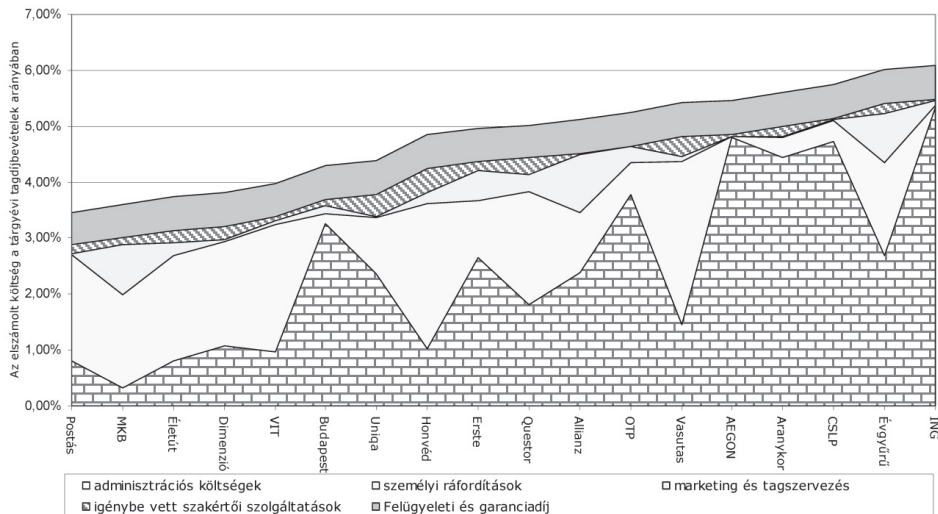
4. ábra

A teljes üzemeltetési ráfordítás mértéke és szerkezete az egyes magánnyugdíjpénztáraknál, 2004

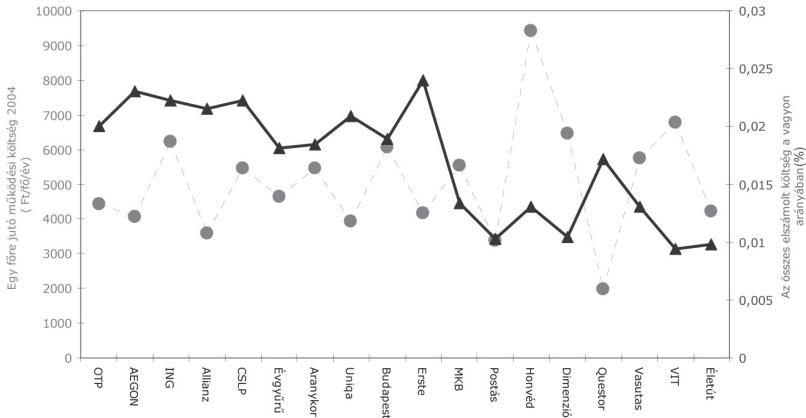


5. ábra

Az üzemeltetésre elszámolt ráfordítások tagdíjbefizetés-arányos mértéke és megoszlása az egyes magánnyugdíjpénztáraknál, 2004



A fajlagos költségek változása a taglétszám függvényében az egyes magánnyugdíjpénztárakban (2004. év végi taglétszám szerinti rendezettségben bemutatva)



A kutató kíváncsiságával természetesen kerestük a leginkább szóba jöhető magyarázó tényezőket, de nem akadtunk egyetlen számszerűsíthető hatás nyomára sem.¹⁷ A vagyonkezelési költségekről például feltehetjük, hogy kockázatosabb portfólió esetén esetleg indokolt a magasabb vagyonkezelési költség. Ezért első megközelítésben megpróbáltunk a portfólió részvényaránya és a vagyonkezelési díj között korrelációt számítani, de nem kaptunk szignifikáns értéket. Vagy ugyanígy feltételezhető, hogy esetleg sikerdíjas konstrukciókban a nagyobb hozam is nagyobb díjakat eredményezhet, de ez a feltevés sem volt tettenérhető az adatok alapján.¹⁸

¹⁷ Az egyik lehetséges magyarázó tényező a pénztárakkal kapcsolatban álló munkáltatók száma. A sok munkáltatóval kapcsolatot tartó nagy pénztárak működését drágíthatja eza tényező. De ezt a hatást a rendelkezésre álló adatok alapján nem tudtuk vizsgálni.

¹⁸ Sőt, a tárgyévi hozamok és a tárgyévben kifizetett vagyonkezelési költség közötti korrelációs együttműködés kicsi, de szignifikánsan negatív értékű volt.

A különbözősége az egyik legkézenfekvőbb magyarázatot az eltérő méretekkel adhatnánk. Ám a költségszint vonatkozásában nemigen találkoztunk az elvárható méretgazdaságosság hatásával (6. ábra). Az ábrán a pénztárakat létszám szerint csökkenő sorrendbe rendezve ábrázoltuk az egy főre jutó működési költségeket és a vagyonarányos teljes üzemeltetési költségeket. Valójában teljesen irracionálisnak találjuk, hogy az egy főre jutó működési költség a legkisebb (3000 fő alatti taglétszám) és a legnagyobb pénztárban (600 ezer fő taglétszám) gyakorlatilag azonos (kb. 4500 Ft/fő/év). De az sem kevésbé meglepő, hogy a méret növekedésével nem csökken a vagyonarányos összköltség, sőt az ábra egy tisztán érzékelhető tendenciát mutat, amely szerint a nagyobb pénztárakban nagyobb a fajlagos költségszint.¹⁹

¹⁹ Szignifikánsan negatív volt a méret és a vagyonkezelési díj közötti korrelációs együttműködés is.

Összefoglalásként a költségek elemzésével kapcsolatosan az alábbiakat mondhatjuk el:

- Összegét tekintve a magán-nyugdíjpénztári szektor fajlagos költsége nem tekinthető túlságosan magasnak. Más pénzügyi szolgáltatások esetében még a pénztárüzemnél jóval egyszerűbb szolgáltatások díja is esetenként jóval magasabb, mint az évi 31 euró/fő körüli fajlagos összes költség, ami 2004-ben nem érte el az éves befizetések 9 százalékát.
- A szektort jellemző átlagos költségszint- vagy költségszerkezet-mértékek nem tekinthetők tipikusnak, mivel az egyes pénztárak között jelentős eltérések mutathatók ki. A legdrágább pénztárak vagyonarányos költségszintje több mint a duplája az olcsóbb üzemeltetésű pénztárak költségszintjének.
- A méretgazdaságosság érvényesülésének nem sikerült semmiféle jelét találni a magánnyugdíjpénztárak költségszintjének elemzése során. Az egy főre jutó működési költség a 10 ezer fő alatti pénztárakban sem több, mint a több százezres taglétszámú pénztárakban. De ugyanígy nem csökken a méret növekedésével, sőt némileg növekvő tendenciát mutat a teljes üzemeltetési költségek vagyonarányos mértéke.

Természetesen egyetlen év, ezúttal 2004, adatainak elemzése alapján nem szabad messzemenő következtetéseket levonni. A költségek közötti különbözőségek okainak feltárása pedig mindenképpen számos további elemzést igényelhet. De azt reméljük, hogy a feltárt jelenségek bemutatása

sok új gondolatot vehet fel, önmagában is hozzájárulva a magánnyugdíjpénztárak hatékonyabb működéséhez.

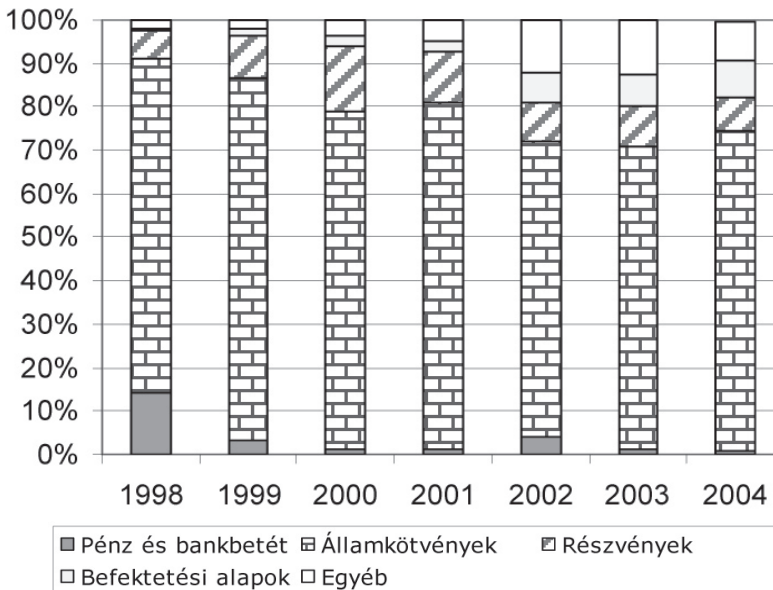
A MAGÁNNYUGDÍJPÉNZTÁRAK BEFEKTETÉSI TELJESÍTMÉNYE

A nyugdíjpénztárak hatékonyságát mindenekelőtt a befektetési teljesítmények befolyásolják. A befektetési teljesítmény minősítését kétféle aspektusból²⁰ is megközelíthetjük. Az egyik szempont az, hogy a nyugdíjpénztár alapvető funkciója a felhalmozott nyugdíjtőke értékének megőrzése, ami megköveteli, hogy a befektetéseken a pénztárak legalább az inflációnak megfelelő nettó hozamokat²¹ érjenek el. A másik megközelítésben azt vizsgálhatjuk, hogy a piacon elérhető hozamokhoz képest, pontosabban egymáshoz képest az egyes pénztárak hogyan teljesítettek. A tagok szempontjából ugyanis a várható nyugdíjat csak saját pénztárunk a teljesítménye befolyásolja. Persze itt különösen fontos az, hogy az egyes pénztárakban eltérő lehet a kockázatkezelési stratégia, következésképp a befektetési portfólió, amely értelemszerűen más és más befektetési teljesítményeket indukálhat. De a valóságban a befek-

²⁰ Természetesen beszélhetünk még számos egyéb értékelési szempontról. Ezek között kiemelkedő szerepe van annak, hogy a magán-nyugdíjpénztári tagok vajon jobban járnak-e azzal, ha majd a kötelező rendszer két pilléréből kapják nyugdíjukat, vagy akkor lett volna jobb, ha csak a TB pillér fizetne nekik is nyugdíjat (ugyanazon járulékszint mellett). Ennek a kérdésnek az elemzése azonban jelen munkának nem lehet célja. Az azonban biztos, hogy az erre a kérdésre adandó választ is alapvetően befolyásolja a pénztári befektetések hozama.

²¹ A nettó hozam a tényleges befektetési hozamoknak a vagyonkezeléssel összefüggő ráfordításokkal csökkentett értéke.

A befektetési portfólió megoszlása a magán-nyugdíjpénztári szektorban



tesési portfóliók az évek során csak lassan változtak (a szektort jellemző befektetési struktúra változását a 7. ábrán követhetjük nyomon), s a messze nincs akkora különbség az egyes pénztári portfóliók között, mint amekkora a befektetési teljesítményekben mutatkozik. Ugyanakkor a rosszabb befektetési teljesítmény magyarázható ugyan az azt befolyásoló tényezőkkel, de a pénztártag aligha tudatosan vállalta az adott eredményt hozó befektetési politikát. Azaz mindenképpen érdekelt abban, hogy más pénztárakkal összehasonlítva is értékelje saját pénztárának a teljesítményét. Az pedig már csak következmény lehetne, hogy ha egy pénztárban az átlagosnál alacsonyabb hozam bizonyíthatóan a befektetési politikának tulajdonítható, úgy a pénztártag eldöntse, kitarthat-e a pénztár által választott befektetési politika mellett, vagy átlép egy számára megfelelőbb befektetési

politikát folytató pénztárba. S ha még várunk is kell az ilyen szempontok szerint történő pénztárválasztásra, el kell kezdeni azoknak az információknak a terjesztését, amelyek legalább lehetővé teszik ennek a magatartásnak a kialakulását.

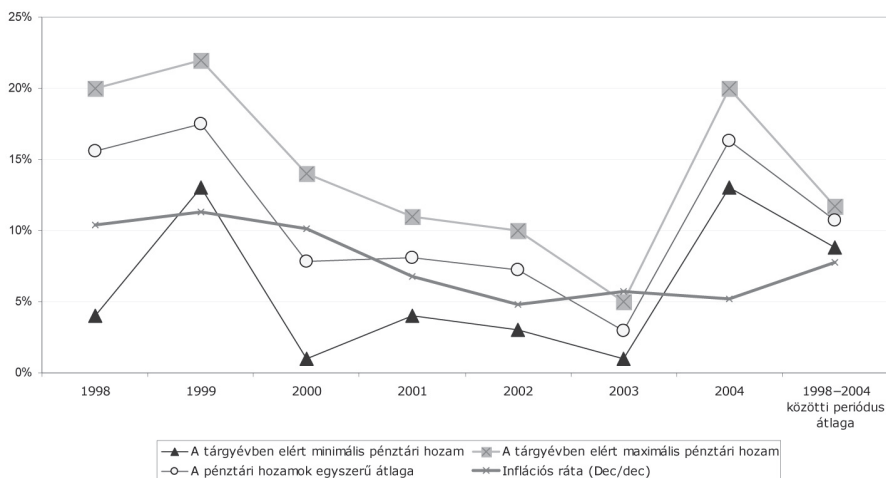
A befektetési teljesítményeket először tekintsük át az egyes években elért pénztári hozamok idősorai segítségével (8. ábra).

Láthatjuk, hogy a szektor kialakulása óta mindössze két olyan év volt (1999 és 2004), amikor valamennyi pénztár nettó hozama meghaladta az inflációs szintet, de volt olyan év is (2003), amikor egyetlen pénztárnak sem sikerült az inflációs szint elérése.

Nagyon fontos azonban hangsúlyozni, hogy a befektetési hatékonyságot nem szabad egyetlen év eredményei alapján megítélni. A 8. ábra pedig jól szemlélteti, hogy a kezdetektől eltelt időszak egészét

8. ábra

A magánnyugdíjpénztárak nettó befektetési hozamai 1998–2004 között



tekintve minden magánnyugdíjpénztár átlagos hozama meghaladja az időszakra számolt átlagos infláció mértékét. Vagyis első közelítésben azt mondhatjuk, hogy a magánnyugdíjpénztárak befektetési hatékonysága a minimálisan elvárható követelménynek megfelelt, hiszen minden pénztár sikeresen ellensúlyozta a jóváírt hozamokkal az infláció okozta értékvesztést.

A szektorszintű befektetési hatékonyság minősítéséhez valójában lehetne egy olyan hozamszintet meghatározni, hogy az adott évben mekkora az „elvárható” éves átlagos hozamszint²², s ha a szektor adott évre számolt (eszközértékkel súlyozott) átlaghoza-

ma meghaladta ezt az értéket, akkor nagy vonalakban elégedettek lehetünk a vagyonekezelés általános színvonalával. A 2004. évre a számított „elvárható” átlaghozam 14,2%-os szintje mellett a tényleges szektorszintű átlaghozam 15,2% volt, azaz megfelelőnek ítélnéljük. Ugyanakkor a 2003. évre számított szektorszintű átlaghozam (2,6%) elmaradt az előző elvek szerint meghatározott „elvárható” átlaghozamtól (4,5%).²³

²² Az „elvárható átlagos vagyonekezelési díj” számításához hasonlóan eszközcsoportonként megadható egy átlagos hozam, amelynek a portfóliósúlyokkal (a számításoknál a portfólió tárgyévi induló összetételét vettük alapul) számolt átlaga lehet az „elvárható” átlagos hozamszint. 2004-ben a pénzbetétekre 2, az államkötvényekre 11, a részvényekre 45 (!), míg a többi befektetésre 14% hozammal kalkulálva határoztuk meg az „elvárható” átlaghozam mértékét. A 2003. évben használt eszköztípusonkénti hozamok: a pénzbetétekre 2, az államkötvényekre 3, a részvényekre 20, míg a többi befektetésre 2,5%.

²³ Tudjuk, hogy ennek a számításnak több vitatható pontja is van (pl. hogy mit értsünk az „állampapírok” elérhető hozamán egy olyan környezetben, amikor a lejáratától függően nagyon különbözőek lehetnek hozamok, miközben mi semmit sem tudunk a portfólió átlagos futamidejéről). Ezért nem is számoltuk ki a korábbi éveknek megfelelő „elvárt” hozamokat. A cél csak illusztráció volt ahhoz, hogy ez egyfajta lehetőség arra, hogy a benchmark-szemléletet a szektor szintű minősítésekbe is bevigyük. És érdekesnek találjuk, hogy még ebben a közelítő számításban is bemutatható, amit valójában a szektorban lévő szakemberek tudnak is, nevezetesen, hogy a szektor 2003. évi teljesítménye – amellet, hogy rosszak voltak a hozamok – még a lehetőségekhez képest is gyengének minősíthető, szemben a 2004. évvel, amikor minden szempontból elégedettek lehetünk a szektor átlagteljesítményével.

Nem hagyható szó nélkül azonban, hogy minden évben, sőt az átlagokat tekintve is meglehetősen nagy a legjobb és a legrosszabb hozamok közötti különbség. A hozamterjedelem például 2000-ben 10% felett volt, de a legkisebb terjedelem is 4% (2003). Ugyanakkor, mivel az átlagos terjedelem bármelyik éves terjedelemtől kisebb, ez azt jelzi, hogy szerencsére nem arról van szó, hogy egy-egy pénztár mindig kiemelkedően jól, vagy éppen kiemelkedően rosszul produkált, hanem ezek az éven belüli eltérések a vizsgált időszak átlagában némileg kiegyenlítődték. Nem elhanyagolható a vizsgált időszak (7 év) átlagos hozamai közötti 3% terjedelem sem. Hiszen ez azt jelenti, hogy ha ez a különbség 30–40 évig tartóan fennmaradna, akkor a legjobb átlaghozamú pénztár tagjai legalább 50%–60%-kal magasabb nyugdíjakat várhatnának, mintha kötelező járulékaikat a legrosszabb átlaghozamú pénztárba fizették volna. Ezért tartjuk nagyon fontosnak, hogy a pénztárak hosszú távú teljesítményeit a tagok minél pontosabban ismerjék, s kapjanak tájékoztatást arról, mekkora nyugdíjra számíthatnának az adott pillanatban ismert információk alapján.²⁴ Ennek az előrejelzésnek a szerepét már a törvényalkotók felismerték, s a magánnyugdíjpénztárak indulásakor érvényben is volt néhány évig. Azóta viszont eltűnt ez a követelmény, főképp azért, mivel nem mindig szakszerűen,

s főleg nem egészen összehasonlítható módon történtek az előrejelzések, következőképp az ez alapján nyújtott információ inkább félrevezető, mint hasznos volt. Ebből azonban nem annak kellett volna következnie, hogy eltörlik ezt a számítási követelményt, hanem egy egyszerű metodika kidolgozásával közelebb hozzák a célokhoz.²⁵

Ugyancsak fel kell emlegetni egy másik olyan törvényi rendelkezést, amelyik a nem megfelelő alkalmazás folytán szintén ellehetetlenült, miközben a törvény szelleme szerinti alkalmazás létjogosultsága nehezen vitatható. Arról van szó ugyanis, hogy már ebben a rövid időszakban, s még a magyarországi nagyon óvatos kockázatvállalási hajlandóság mellett is látható, hogy az éves hozamok meglehetősen nagy változékonyságot mutatnak. Vagyis vannak nagyon magas és nagyon alacsony éves hozamok, ami esetenként kedvezőtlenül, pontosabban semmiképpen sem kiszámítható módon érintheti az éppen nyugdíjba lépő generációkat. Ezért került a törvénybe az ún. hozamkiegyenlítési tartalékképzési kötelezettség. Ennek a tartaléknak, amint az nevéből is látszik, az lehetne a szerepe, hogy a jó évek hozamaiból tartalékolunk a rosszabb időszakokra, ezáltal biztosítva, hogy a ténylegesen egyenletesebben kerüljenek jóváírásra a hozamok. Mivel a jelenlegi, s várhatóan még jó pár évig tartó akkumulációs peri-

²⁴ Egy ilyen előrejelzésben valójában éppen az adott pénztár átlagos múltbeli hozamtendenciája, s nem egy elképzelt jövőbeli hozamteljesítmény alapján kellene a számításokat elvégezni, hogy nyilvánvalóvá váljon, a ma ismert tendencia milyen hatással lehetne a jövőbeli nyugdíjak alakulására.

²⁵ Az érvényes rendeletek szerint a számlakivonaton fel kell tüntetni „a tag részére nyugdíjba vonulásakor várhatóan folyósítandó járadék nagyságát, amennyiben a tag magán-nyugdíjpénztári tagsága 15 évnél régebben keletkezett, és a tag 15 éven belül eléri a rá irányadó öregségnyugdíjkorhatárt”. Ez a rendelkezés egyelőre azt jelenti, hogy a pénztárak ma gyakorlatilag nem közölnek előrejelzéseket.

óduiban ennek a törekvésnek a jelentősége nem látszik – miközben a pénztárak valamiféle hozamversenyre vannak ítélve –, bizony nem népszerű ez a tartalék-előírás. Más oldalról a végrehajtás szerencsétlen megoldásai²⁶ is hozzájárulnak ahhoz, hogy ma már egyre többet hallani arról, esetleg eltörlik ezt az előírást. Pedig ez a tartalék a tagok által viselt befektetési kockázatok kezelésének eszközeként szolgálhatna. S attól, hogy nem jól lett végrehajtva a feladat, nem kellene a szándékot is feleslegesnek ítélni.

Az egyes pénztári hozamteljesítmények közötti különbségek feltárása érdekében megpróbáltuk összetevőkre felbontani az éves befektetési eredményt.

Az eredményre ható alábbi négy tényezőt különböztettük meg:

a) Az eredmény egy része az adott pénztár *portfóliókezelésének* közvetlen következményeként jelentkezik. Idetartoznak a tárgyidőszakban realizált, illetve járó kamatok és osztalékok, valamint az értékpapírok értékesítésekor realizált árfolyamnyereségek, illetve -veszteségek.

b) Az eredmény másik része a meglévő eszközök értékére vonatkozó *piaci* értékítélet változásából származik.

c) Az eredmény harmadik összetevője a különböző *spekulációs* ügyletek (opciók, fedezeti ügyletek, de idesoroltuk a devizaárfolyam hatásait is) hozamai és ráfordításai.

d) S végül a nettó hozambevételek összegét, azaz a befektetések eredményét befolyásolják a hozamok terhére

²⁶ Évente a PSZÁF határozza meg azt a hozamszintet, amelyet a pénztárak a minősítéshez kötelesek felhasználni. Azonban a valóságban előírt hozamszintek komolytalanná tették ennek az elvnek az érvényesítését.

elszámolt, *vagyonkezeléssel összefüggő ráfordítások*.

Az eredmény összetételét, azaz a fenti tényezők szerepét az eredmények alakulásában pénztáranként meghatároztuk két egymást követő évben, 2003-ban és 2004-ben (9. és 10. ábra).

Első látásra két fontos megállapítást tehetünk:

1. A piaci hatások alapvetően befolyásolják a pénztári befektetések eredményességét.

2. A vizsgált két egymást követő évben a piac az eredményekre teljesen ellenkező irányú hatást gyakorolt.

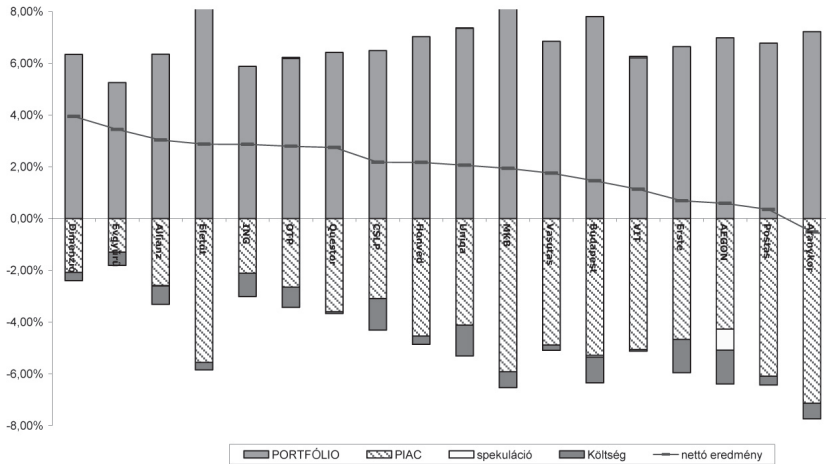
Az ábrák részletesebb elemzése alapján az is elmondható, hogy a piac hatásának tulajdonítható hozamok között megfigyelhető különbözőség sokkal nagyobb, mint a portfólió-összetételnek tulajdonítható hatások, vagy akár a pénztárak nettó hozamai (befektetési eredmények) szerinti különbözőség.²⁷ Ebből arra (is) következtethetünk, hogy a pénztárakban a portfólióválasztás sikeressége jóval kiegyenlítettebb, mint a kockázatkezelési stratégiáké.

Ennek a következtetésnek a további alátámasztását szolgálják a 11. ábrán bemutatott eredmények is. Ezen az ábrán a piaci értékítélet változásaként elszámolt hozamértékeket mutatjuk be, a pénztá-

²⁷ A piaci értékítélet változása miatt bekövetkező hozamok kétéves (2003-as és 2004-es) átlagának relatív szórása 167%, miközben a kétéves portfólió-összetételnek tulajdonítható átlaghozamok relatív szórása mindössze 13%. Figyelemre méltó az az eredmény is, hogy gyakorlatilag nem mutatható ki autokorrelációs hatás a két egymást követő évben realizált hozamok között ($r=0,2$), miközben a portfólióinak tulajdonítható hozamok közötti autokorreláció több mint 0,7.

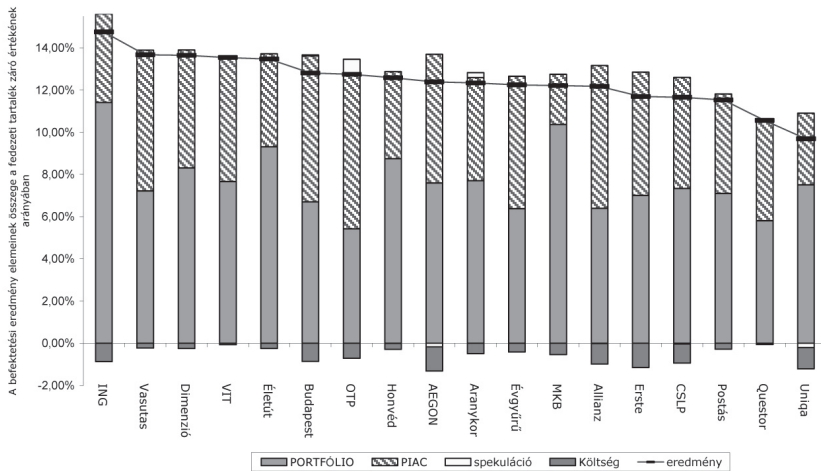
9. ábra

A magánnyugdíjpénztárak eredményére ható tényezők aránya 2003-ban



10. ábra

A magánnyugdíjpénztárak befektetési eredményére ható tényezők aránya 2004-ben



rakat a piaci hatásoknak tulajdonítható eredmények két éves átlagának megfelelően rendezve. Ezen láthatjuk, hogy azok a pénztárak tudtak a piaci hatásokból a legtöbbet hasznosítani, azaz két év átlagában a piac azoknál jelentette a legnagyobb hozamtöbbletet, akiknek a veszteséget okozó hatásokat sikerült leg-

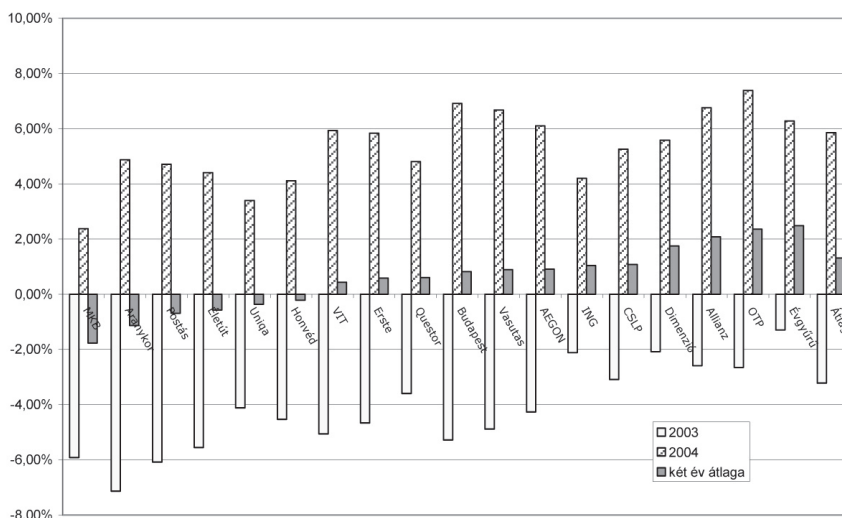
inkább kikerülniük. Ez is azt valószínűsíti, hogy a kockázatkezelési stratégiák meghatározó jelentőségűek a befektetési eredmények különbözőségében.

Korábbi kutatások²⁸ is rámutattak arra, hogy a befektetési tevékenység

²⁸ Lásd (3).

11. ábra

A piaci hatások szerepe a pénztárak nettó hozamában 2003-ban és 2004-ben



3. táblázat

A befektetési teljesítmények átlagos értékei vagyongazdálkodási mód szerint különböző magán-nyugdíjpénztári csoportokban, 2004-ben

	A vagyongazdálkodás jellege		Összesen
	versenyztetett	nem versenyztetett	
A csoporthoz tartozó pénztárak száma	7	11	18
A csoport részesedése az összes pénztári vagyonból	8,95%	91,05%	100,00%
Az átlagos bruttó befektetési eredmény a tárgyév záró eszközérték százalékában a csoporthoz tartozó pénztárakban	13,03%	12,58%	12,75%
Az átlagos nettó befektetési eredmény a tárgyév záró eszközérték százalékában a csoporthoz tartozó pénztárakban	12,78%	11,81%	12,19%
A hozamok terhére elszámolt költségek aránya tárgyév záró eszközérték arányában a csoporthoz tartozó pénztárakban	0,26%	0,77%	0,57%
A hozamok terhére elszámolt költségek aránya tárgyév eredmény arányában a csoporthoz tartozó pénztárakban	2,00%	6,06%	4,48%

hatékonysága jelentősen különbözött azon pénztárcsoportok között, amelyek a vagyongazdálkodó szervezeteket versenyeztetéssel a piacon választották ki, illetve azok esetében, ahol a vagyongazdálkodó a pénztár háttérintézményével azonos pénzügyi csoportosulás tagjaként végezte a vagyongazdálkodást. Ez utóbbi csoportban a biztos mandátum és a piaci versenypozíció teljes hiányának tulajdoníthatjuk a piaci árnál esetenként lényegesen magasabb díjért végzett vagyongazdálkodást, amely esetenként párosult a piaci átlag alatti nettó hozamteljesítményekkel is.

Ilyen előzmények után 2004. évre vonatkozóan is megvizsgáltuk a magánnyugdíjpénztárak befektetési teljesítményeit a fenti értelemben vett csoportosításban is (3. táblázat).

Úgy látjuk, hogy még 2004-ben is volt némi különbség a kétféle vagyongazdálkodási mód eredményessége között, de ez a különbség már messze nem olyan nagymértékű, mint a korábbi időszakban. 2004-ben a versenypozícióban lévő vagyongazdálkodóval dolgozó pénztárakban az átlagos bruttó hozam csak mintegy fél százalékkal volt magasabb, mint a biztos mandátummal rendelkező vagyongazdálkodókkal rendelkező pénztárakban. De a nettó hozamokban ez a különbség duplájára nőtt, mivel a nem versenyeztetett vagyongazdálkodók átlagosan több mint a háromszorosát kapták vagyongazdálkodási díjként, mint a piacon kiválasztott vagyongazdálkodók. És ne feledjük, hogy a pénztári összvagyonnak több mint

90%-át kezelik ezek a nem versenypozíciójú vagyongazdálkodók.²⁹

Mindezek alapján megkockáztatjuk azt a kijelentést, hogy a magyar nyugdíjpénztári piacon kialakult, már a korábbiak alapján is az elvárhatónál magasabbnak minősített vagyongazdálkodási költségcsökkentésért, mindenekelőtt a pénzügyi csoportokhoz tartozó pénztárak esetében, a vagyongazdálkodó választásakor döntően hiányzó piaci versenyt okolhatjuk.

A BEFIZETÉSMEGTÉRÜLÉSI RÁTA MINT KOMPLEX HATÉKONYSÁGI MÉRCE

Az eddigiekben a pénztárak hatékonyságának két alapvető tényezőjét, nevezetesen a költségeket, illetve a befektetési hozamokat külön-külön vizsgáltuk. Most azonban egy olyan mérőszámot mutatunk be, amely a két hatás eredőjének, egyfajta komplex hatékonyságnak a mérését célozza.

A továbbiakban ezt a mérőszámot befizetés megtérülési rátának (röviden *BMR*) fogjuk nevezni.

Abból a megfontolásból indulunk ki, hogy a tagokat valójában csak a végeredmény érdekli, vagyis az, hogy viszonyítva az általuk befizetett pénzügyi összegekhez egy adott pillanatban mennyi pénz van számlájukon. A befizetések és a tagok

²⁹ Megint utalnunk kell arra, hogy a magánnyugdíjpénztári törvény jó előre biztosítani kívánta a piaci verseny jótékony hatásainak érvényesülését, amikor előírta, hogy a vagyongazdálkodók kiválasztásánál a pénztárnak legalább három ajánlat közül kell kiválasztania a vagyongazdálkodót. Azt viszont nem tilthatta meg ez a törvény, hogy véletlenül minden pénzügyi háttér intézménnyel rendelkező pénztár esetén éppen a saját pénzügyi csoporthoz tartozó jelentkezők nyerjék el a tendereket. Vagyis megint valami, ami nem kifejezetten a törvény szellemének megfelelően valósult meg.

pénztári követeléseinek viszonyát kísérli meg számszerűsíteni a BMR mint hatékonysági mérce.

Első lépésben meg kell választanunk azt a periódust, amelyben a pénztárak komplex hatékonyságát mérni akarjuk. Ez lehet a megalakulás óta eltelt időszak, vagy egy meghatározott, időről időre változó kezdőpontú, de állandó hosszúságú, például öt éves időtartam.

A tagok követelésének a vizsgált időszak kezdő napján ismert egyenlege jelenti a mérés kiinduló adatát. A vizsgált időszak alatt teljesített tagdíjcélú befizetések, illetve az időszak alatt a tagok számláit érintő kifizetések időszora, valamint a tagok követeléseinek a vizsgált időszak végén ismert egyenlege jelenti a számításhoz felhasznált inputadatokat.

Mindezen adatok alapján meghatározható egy nettó pénztári cash flow, amelyben a tagoknak a végeredményhez való hozzájárulásait (azaz az induló követelések állományát és a nettó befizetéseket³⁰) negatív előjellel, magát a végeredményt, azaz a tagi követelések záró értékét pozitív előjellel vesszük figyelembe. A BMR az így konstruált pénztári cash flow belső megtérülési rátája.

Értelmezését tekintve a BMR azt mutatja meg, hogy mekkora hozamra kellett volna befektetnie a pénztártag(ok)nak a nettó befizetési(k)nek megfelelő összegeket ahhoz, hogy az időszak végén a pénztári követelésekkel azonos összegű vagyonuk lehessen.

A pénztártól valójában a nettó befizetések értékmegőrzését várhatjuk el.

Vagyis megfelelő hatékonyságról csak akkor beszélhetünk, ha nem csupán a nettó befektetési reálhozamok, hanem a befizetések reálhozamai is pozitívak. Ezért fogjuk a BMR reálértékét, vagyis az inflációs mértéktől megtisztított értékét is elemezni.

A BMR nagy előnye, hogy értelmezhető akár szektorszinten, akár az egyes pénztárak szintjén, de akár egyes pénztártagok szintjén is. Mi most a magánnyugdíjpénztári szektor egészére vonatkozóan mutatjuk be a BMR alakulását először az 1998–2004, majd a 2000–2004 közötti időszakban. Ezt követően kerül sor a 18 magánnyugdíjpénztár 2000–2004 közötti időszakra számított pénztárszintű BMR-jének bemutatására, amely alapján megadjuk a létező magánnyugdíjpénztárak ezen időszakra vonatkozó befizetéshatékonysági rangsorát is.

Korábbi tanulmányok³¹ mutatták, hogy a szektor befizetéshatékonysági rátája a 2003. évet megelőző időszakokban nagyon alacsony volt. A kezdeti három évet tartalmazó periódusban (1998–2000) a BMR értéke 7,1% volt, ami az ebben az időszakban mért átlagos infláció értékéhez (11,2%) viszonyítva meglehetősen rossz hatékonyságot jelzett.

A szektor reálhatékonysága az 1998–2003 közötti időszakban is makacsul negatív maradt. A szektorra vonatkozó BMR értéke ebben a periódusban 3,1% volt, miközben az éves átlagos infláció mértéke 6,6%. Vagyis mindkét időszakra elmondhatjuk, hogy mínusz 3% alatt

³⁰ Nettó befizetés : a pénztárba történt összes befizetés mínusz a tagok egyéni számláit terhelő kifizetések adott időszakra számított egyenlege.

³¹ Lásd (3) és (4).

4. táblázat

**A magán-nyugdíjpénztári szektorra vonatkozó BMR-számításhoz
felhasznált adatok**

Mrd Forint

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Infláció (Dec./dec.)	11,3%	10,1%	6,8%	4,8%	5,7%	5,2%
A. Az összes tagdíjcélu befizetés		79 377	95 850	114 584	161 627	212 423
Tagok javára teljesített kifizetések(i)		23	59	218	334	520
Tb részére történt átutalások (ii)		1 247	2 382	11 928	2 986	1 563
B. Egyéni számlákat terhelő kifizetések összesen(i +ii)		1 270	2 441	12 146	3 320	2 083
C. Nettó pénztári befizetések összege (A+B)		78 107	93 409	102 438	158 307	210 340
D. A fedezeti tartalékok állományának záró nettó piaci értéke	94 390	179 743	282 897	406 902	566 931	874 625

volt a pénztári szektor reálhatékonyasága – és ez bizony nagyon gyenge eredmény, ami alapján jogosan kritizálható az egész magán-nyugdíjpénztári szektor. Különösen úgy, hogy az új rendszer bevezetését megalapozó számítások azzal a feltételezéssel történtek, hogy a szektor átlagos hatékonysága minimum +2% körül lesz. Nos, a kezdeti időszakban ez egyáltalán nem teljesült, ezért többen voltunk, akik aggódtunk a rossz teljesítmények miatt.

De a korábbiakban már láttuk, hogy 2004 jelentős fordulatot hozott, hiszen kiemelkedően jó befektetési hozam mellett némileg csökkent a pénztárak költség szintje is. Mindez a korábbiaknál kedvezőbb BMR-értékben is megjelenik, ha a 2004. évet is magában foglaló időszakot vizsgáljuk.

Nézzük kicsit részletesebben, hogyan történt a sektorszintű BMR számítása az 1998–2004 közötti időszakra vonatkozóan!

A számításokhoz felhasznált adatokat a 4. táblázat foglalja össze.

Mivel a rendelkezésre álló adatokból a nettó befizetések tényleges idősorait nem tudjuk megállapítani, ezért a számításokhoz egy egyszerűsítő feltevéssel élünk. Úgy számolunk ugyanis, mintha az éves nettó befizetések fele az év elején, míg másik fele félévkor történne.³² Az így konstruált féléves pénztári cash flow alapján ezután egy féléves időszakra vonatkozó belső megtérülési rátát számolunk. Majd ebből a féléves belső megtérülési rátából lineáris annualizálással számolt mutatót tekintjük az időszakra vonatkozó éves átlagos BMR értékének.

Az 1998–2004 közötti időszakra vonatkozó sektorszintű BMR számítását az 5. táblázat mutatja be.

³² Ezzel az egyszerűsítéssel valójában némileg alábecsüljük a számított hatékonysági rátát, hiszen a tényleges befizetések éven belül a számítottnál későbbi időpontban történnek. A negyedéves jelentések adataiból pontosabb idősorokat nyerhetnénk, de nem valószínű, hogy az értékelés eredményeit ez a pontosítás lényegesen befolyásolná.

5. táblázat

**A magán-nyugdíjpénztári szektorra vonatkozó BMR számítása
az 1998–2004 közötti időszakban**

A pénzmozgások feltételezett dátuma	Nettó pénzmozgások	Átlagos infláció*	A BMR realértéke**
01/01/1998	-14 866		
01/07/1998	-14 884		
01/01/1999	-27 118		
01/07/1999	-27 118		
01/01/2000	-39 054		
01/07/2000	-39 054		
01/01/2001	-46 705		
01/07/2001	-46 705		
01/01/2002	-51 219		
01/07/2002	-51 219		
01/01/2003	-79 154		
01/07/2003	-79 154		
01/01/2004	-104 551		
01/07/2004	-104 551		
01/01/2005	874 625		
Féléves IRR	3,4%		
Az 1998-2004 időszakra vonatkozó éves átlago érték	6,8%	5,8%	0,9%

* Az éves inflációs rátáknak a fedezeti tartalékok nyitó értékével súlyozott geometriai átlagaként számolva

** Számítása: $(1+BMR)/(1+\text{átlagos infláció})$

Vagyis a megalakulástól a 2004. év végéig terjedő időszakban a magán-nyugdíjpénztári szektor éves átlagos befizetés megtérülési rátája

$$BMR_{1998-2004} = 6,8\%,$$

ami már realértékben is pozitív. A BMR realértéke 0,9%, azaz a befizetések megtérülési rátája 0,9%-kal meghaladja a az időszakra számított éves átlagos inflációs mértéket.³³

A befizetés hatékonysági számításokat azonban nem célszerű minden esetben a kezdetektől induló időszakra számolni. Az összehasonlíthatóság és a rendszerhatékonyság folyamatában bekövetkező változások nyomán kísérése miatt in-

dokolhatóbb rögzített hosszúságú periódusra számolt BMR-t értékelni. Az öt-éves periódusokat megfelelőnek találjuk, ezért meghatároztuk a magán-nyugdíjpénztári szektorra vonatkozó BMR értékét először az 1999–2003, majd a 2000–2004 közötti öt éves időszakokra.

Az eredmények a következők:

$$BMR_{1999-2003} = 3,9 \%$$

$$\text{átlagos infláció}_{1999-2003} = 6,2 \%$$

$$\text{real}BMR_{1999-2003} = -2,2 \%$$

$$BMR_{2000-2004} = 6,5 \%$$

$$\text{átlagos infláció}_{2000-2004} = 5,8 \%$$

$$\text{real}BMR_{2000-2004} = +0,7 \%$$

Azt látjuk, hogy a 2003. évet megelőző öt évben még igen rossz volt a befizetések megtérülése a pénztári szektorban, de a kiemelkedően jó 2004. évi teljesítmények

³³ Természetesen ez még mindig meglehetősen kicsi realhozam, de már legalább a minimális követelménynek megfelelő.

eredményeképpen a 2004. évet megelőző öt éves időszakban már meghaladta az időszakra számított átlagos infláció mértékét, vagyis minimális mértékben, de már elfogadhatónak tekinthetjük.

Talán meglepő, hogy egyetlen jó év helyrehozza a korábbi teljes időszak gyenge eredményeit, de ezúttal tényleg ilyen helyzetben vagyunk. Az exponenciálisan növekvő vagyonérték a záró érték súlyát valóban olyan mértékben növeli, hogy a nagy vagynon elért kiemelkedően nagy hozam mintegy „visszahúzza” az eredményeket egy olyan helyzetbe, mintha a pénztárszektor a megalakulás óta egy kiegyenlített, mérsékelt jón teljesítményt mutatott volna.³⁴

S végül nézzük, hogyan értékelhető az egyes pénztárak befizetéshatékonyasága a BMR-mutatók tükrében!

Korábban már láttuk, a pénztárak között mind költséghatékonyság, mind pedig a befektetési teljesítmények vonatkozásában igen nagy különbségek mutathatók ki. Ennek alapján nem meglepő, hogy vannak különbségek az egyedi BMR-mutatók között is.

Az egyedi BMR-mutatók számításakor sokkal több problémával találkozunk, mint a szektorszintű számításoknál. Az egyes pénztárak nettó befizetéseinek meghatározásakor ugyanis szerepet játszik a pénztárak között átlépő vagy átvett tagok fedezeti tartalékainak a mozgása, amely tétel a szektorszintű számításokban egyál-

talán nem szerepel. Nyilvánvaló torzítást okozhat, hogy egy pénztári beolvadás esetében nagy összegű pénz egy időpontban történő „beáramlásáról” van szó, miközben a pénzmozgás pontos időpontja az éves beszámoló adatai alapján nem követhető. A BMR számításakor alkalmazott egyszerűsítő feltevés, mely szerint az éves nettó befizetések összegét fele-fele arányban félévek elejére datáljuk, ezeknél a tételeknél esetleg durva közelítésnek minősülhetnek.³⁵ Ezért előrebocsátjuk, hogy a pénztárak egyedi BMR-mutatóit csak tájékoztató céllal közöljük, s mindig fel kell tételeznünk, hogy esetenként az itt közölt értéktől esetenként némileg eltérő értéket kapnánk, ha a számításoknál egy pontosabb nettó befizetési időszorral dolgoznánk.³⁶ És ha vannak is vitatható pontjai az eredményeknek, az ettől való jövőbeli elmozdulások hasznos jelzések lehetnek a hatékonysági folyamatok értékelésében.

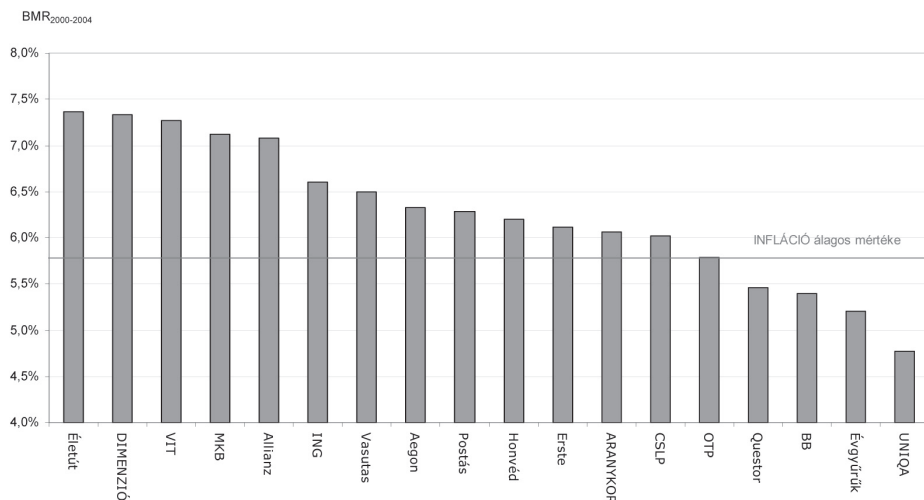
A 12. ábrán a BMR-mutatók csökkenésének megfelelő sorrendben rendezve mutatjuk

³⁵ Azért nem kell túlságosan nagy eltérésre gondolni, hiszen akkor nem lenne jogunk ezeknek a közelítő számításoknak az eredményeit közölni. Példaként említjük, hogy a vizsgált időszakban egy saját méretével közel azonos méretű másik pénztárral egyesült pénztár esetére megvizsgáltuk, mekkora az időfaktor miatti eltérés. A merger pontos időpontjának ismeretében a beolvadáskor „áthozott” pénzeket a tárgyév kezdő napjára könyvelve kb. 0,1%-kal alacsonyabb BMR-t kaptunk, mintha az általános számításnak megfelelően minden pénzmozgás felét, vagyis az áthozott pénzek felét is július 1-jei dátummal vetjük volna figyelembe.

³⁶ Sajnos a rendelkezésre álló adatokban rejlő bizonytalanságot más tényezők is növelik. Például nem lehetünk biztosak benne, hogy az esetleges módosító mérlegek adatait megfelelően tartalmazó mérlegadatokat használtunk. Ráadásul azt tapasztaltuk, különösen a korábbi években, hogy éppen a beolvadások kezelése nem is volt mindig konzekvens.

³⁴ Itt említjük meg, hogy a 2005. évi eredmények tovább javítják majd a pénztárszektor minősítését. De ne feledjük el azt sem, hogy egy-két jövőbeli, esetlegesen nagyon rossz év jelentősen befolyásolhatja a hosszú távú teljesítményeket is. Ezért alapvető fontosságú a mindenkor megfelelő kockázatkezelés.

12. ábra

A magánnyugdíjpénztárak hatékonysága a 2000 és 2004 közötti időszakban

be a 2000 és 2004 közötti ötéves időtartamra számított pénztárszintű BMR-mutatókat.

Azt látjuk, hogy jelentős különbségek mutathatók ki az egyes pénztárak befizetéshatékonysági mutatói között. Így azután csak remélni tudjuk, hogy minél hamarabb elkövetkezik az az időszak, amikor a pénztártagok ennek

tudatában választják meg pénztáraikat. Hiszen akár az is lehetséges, hogy nem a magán-nyugdíjpénztári rendszer hibájának tudhatja majd be néhány pénztártag, ha saját nyugdíja elmarad attól a szinttől, amit elérhetett volna ugyanebben a rendszerben, ha megfelelő pénztártart választott volna.

IRODALOM

- A magyar nyugdíjrendszer elemei. (In: Bankról, pénzről, tőzsdéről. Szerk.: Király Júlia) Bankárképző, Budapest, 1999.
- Kis magyar nyugdíjpénztár történelem. (In: Körkép reform után – Tanulmányok a nyugdíjrendszerről. Szerk.: Augusztinovics Mária) Közgazdasági Szemle Alapítvány, Budapest, 2000.
- A kötelező rendszer második pillérének kezdeti teljesítménye. (In: Augusztinovics, M. – Gál, R. I. – Matits, Á. – Máté, L. – Simonovits, A. – Stáhl, J.: The Hungarian Pension System Before and After the 1998 Reform. In:

- Fultz, Elaine (ed.): Pension Reform in Central and Eastern Europe. Volume 1. Restructuring with Privatization: Case Studies of Hungary and Poland. Budapest, International Labour Office, Budapest. (Magyarul: Közgazdasági Szemle, 2002. július)
- Gyakorlati tapasztalatok a magyarországi kötelező nyugdíjrendszer második pillérének működéséről. ILO Konferencia előadás, Budapest, 2003. december.
- Az önkéntes pénztárak helyzete és jelentősége. *Hitelintézeti Szemle*, 2005. augusztus.