

ERDŐS MIHÁLY

„De fognak itt a pénztárak nyugdíjat fizetni?”¹

Gyakran hangzik el a jogos kérdés szakemberektől és laikusoktól egyaránt, amikor a magánnyugdíjpénztárakban és az önkéntes nyugdíjpénztárakban felhalmozott összegek sorsáról van szó. A legtöbb kötelező tőkefedezeti rendszer még csak a felhalmozási szakaszban működik a világban, vagyis nincs sok tapasztalatunk a járadékok kifizetéséről, így alaposan tanulmányozni kell azoknak az országoknak a példáját, ahol a rendszer már beérett. Egy ilyen ország tőkefedezeti rendszerének nyugdíjszabályozását, illetve annak működését mutatom itt be egy rendhagyó könyvismertetésben. Nem a chilei helyzet értékelését találja itt a tisztelt olvasó *Roberto Rocha–Craig Thornburn: Developing Annuities Markets, The Experience of Chile (Járadékpiacok fejlesztése, a chilei tapasztalatok)*² című könyvének bemutatása kapcsán, hiszen ahhoz több forrás feldolgozására lett volna szükség. A cikk szerzőjeként arra vállalkozom, hogy a könyv fontosabb fejezeteinek segítségével bemutassam a chilei járadékszabályozás és -működés legfontosabb jellemvonásait, majd néhány, a hazai környezetben is megfontolandónak ítélt javaslatot tegyek.³

1. BEVEZETÉS

Születtek ugyan elemzések az Egyesült Királyságban, Ausztráliában és az USA-ban működő járadékpiacokról is, de elsőként a világon Chile szolgálhat példaként azon országok számára, amelyek az állami felosztó-kirovó rendszer (pay-as-you-go) mellett/helyett fokozatosan úgynevezett befizetéssel meghatározott (defined contribution) tőkefedezeti elemet vezettek be. A chilei nyugdíjreform eredményeként 1981-ben az állami ellátásokat fokozatosan felváltotta a nem állami szervezetek által kezelt tőkefedezeti elem, ez kötelező volt a pályakezdőknek, és önként választható a már biztosítottaknak. A magyarhoz hasonlatos szabályozás eredményeként 2004-re a biztosítottak 97%-a, körülbelül 3,5 millió ember már az új rendszerben volt tag. A korábbi fejletlen tőke- és járadékpiaccal, valamint gyenge szabályozási és felügyeleti rendszerrel rendelkező országban manapság már az aktív tagság 15%-ának folyósítják a 320 000 életjáradékot és 200 000 banktechnikai járadékot, miközben a nyugdíjalapokban és az élet-

1 Az írás a szerző véleményét tükrözi, amely nem feltétlenül esik egybe a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletének hivatalos álláspontjával.

2 A könyv az EBRD/World Bank kiadásában jelent meg 2007-ben.

3 Szeretnék köszönetet mondani Sebestyén Stella és Banyár József kollégáimnak az írás elkészülése során tett hasznos javaslataikért. Ettől függetlenül minden, az írásban szereplő megfogalmazáshoz kapcsolódó felelősség természetesen a szerzőt terheli.

járadékokat fizető életbiztosítóknál felhalmozott vagyon eléri a GDP 60%-át. Ennek eredményeként az életbiztosító társaságok díjbevétele 2004-ben megközelítette a GDP 4%-át. A legfontosabb változás azonban az egységes megközelítés, amely például a nyugdíj-, a tőkepiaci és biztosítási terület fejlesztését is magába foglalja.

2. A CHILEI TŐKEFEDEZETI NYUGDÍJSZOLGÁLTATÁSOK ALAPJELLEMZŐI

A biztosítottak a bér 10%-át kitevő járulékot fizetnek a nyugdíjalapokba az öregségi nyugdíj fedezeteként, és 2,5%-ot az esetleges rokkantnyugdíjak és a hátramaradotti ellátások finanszírozására. Négy garanciaelem működik a tőkefedezeti rendszerben. A felhalmozási időszakra egy minimum hozamgaranciát állapítanak meg a piaci átlagot el nem érők számára, aminek a következménye a szinte azonos befektetési portfólió a nyugdíjalapoknál. A második garancia a felhalmozási időszakban történő rokkantság és halál esetére vonatkozik. A nyugdíjas időszakra érvényes a garantált minimumnyugdíj (legalább 20 év biztosítási időszak után az átlagbér 20–25%-át jelenti), és végül garanciát nyújtanak a nyugdíjszolgáltató esetleges csődje esetére, ami fedezi a minimumnyugdíjat, és egy meghatározott szintig az azt meghaladó rész 75%-át.

A férfiaknál 65 év, a nőknél 60 év a hivatalos nyugdíjkorhatár, de ez inkább csak irányadónak tekinthető, hiszen korábban is el lehet menni nyugdíjba. Ehhez az szükséges, hogy az egyéni számlán felhalmozott összegből kalkulált életjáradék elérje a jogosult a megelőző 10 évben érvényes, átlagos reálbérének legalább a 70%-át, és nem lehet kisebb a nyugdíjminimum 150%-ánál. Egyösszegű felvételre is csak olyan mértékben nyílik lehetőség, hogy ezt a szintet a megmaradt számlaegyenleg biztosítsa. A tényleges, effektív nyugdíjkorhatár 9–10 évvel alacsonyabb a hivatalosnál, hiszen a nyugdíjba vonulóknak körülbelül 40%-a hamarabb megy nyugdíjba. A rokkantellátás összege megegyezik a korai nyugdíjba vonulás feltételeként megszabott minimumszinttel, míg a hátramaradotti nyugdíj házastárs esetén a jelzett viszonyítási alap 50%-a, a 21 évnél fiatalabb gyermekeknek pedig fejenként 15% jár.

Az öregségi ellátások három típusa különböztethető meg; életjáradék (annuity), banktechnikai járadék (phased withdrawal) és időszakos felvétel (temporary withdrawal). Életjáradékokra mindenki jogosult, akinek a számlaegyenlege eléri a nyugdíjminimum folyósításához szükséges mértéket. Akinél ez nem teljesül, az köteles a nyugdíjminimum mértékéig banktechnikai járadékot igényelni, s az egyéni számla kimerülése után belép az állami garancia a nyugdíjalapokon keresztüli folyósításra. Életjáradékot bármelyik üzleti biztosítótól kell és lehet vásárolni, ezek szabadon állapítják meg áraikat a nem, életkor és egyéb szempontok, például a technikai kamatlábak alapján. A járadékok rögzítettek és árindexáltak, bár a legújabb szabályozás megenged részben rögzített és változó járadékokat is. Nőknél kötelező „több életre” (kettőre) szóló járadék igénybevétele. A (hátrul) garancia-időtartamos járadékok nyújtása opcionális. A banktechnikai járadékok esetében alapvetően a várható hátralévő élettartam alapján határozzák meg az évente újrakalkulált járadéktagokat, amelyeket a nyugdíjalapok folyósítanak. A nyugdíjalapok öt különböző választható portfóliót működtetnek, amelyből hármat, a 40, a 20 és a 0% részvényt tartalmazót választhatják a banktechnikai járadékot igénybevevők a még meglévő fedezetük befektetésére. Ezek a

nyugdíjasok bármikor dönthetnek alacsonyabb banktechnikai járadék, illetve életjáradék mellett, ha azok mértéke egyébként eléri a nyugdíjminimum összegét. Az időszaki felvétel gyakorlatilag egy előre rögzített banktechnikai járadék és egy később, de előre meghatározottan induló életjáradék. Az előbbi egy nyugdíjalap, az utóbbit egy életbiztosító nyújtja. A különböző típusú kifizetések különböző kockázatmegosztást eredményeznek; például míg a banktechnikai járadékos viseli a befektetési és a hosszú életből („longevity”) fakadó kockázatot, az időszaki felvételnél az egyén az elején nagyobb összeget is felvehet, s később biztosítja magát a hosszú életből fakadó kockázat ellen halasztott életjáradékkal („deferred annuity”).

Az összes kifizetés több mint 60%-a életjáradék napjainkban, míg a maradék rész szinte csak banktechnikai járadék. A háttérben az húzódik meg, hogy a korábban nyugdíjba vonulók 90%-a életbiztosítást, míg a maradék banktechnikai járadékot igényel. A hivatalos nyugdíjkorhatár betöltésekor nyugdíjba vonulók esetében ez az arány fordított: 35, illetve 65%. Magyarozatként az egyösszegű felvétel szigorú feltételeit, az alacsony nyugdíjminimumot, a banktechnikai járadékkal együtt járó kockázatokat említik, főként azoknál, akik magasabb jövedelemmel rendelkeznek, és hamarabb mennek nyugdíjba, míg a szegényebbek esetében a banktechnikai járadék kedveltsége áll a háttérben. (Nincs „downside risk”, hiszen a nyugdíjminimumot a fedezet kiürülése esetén is megkapják.) A szolgáltatások marketingje is befolyásolja az igénybevételt; az életbiztosítók ügynökei csak az életjáradékok esetében kapnak jutalékot, így ők ezek vásárlására és a minél korábbi nyugdíjba vonulásra ösztönöznek. A nyugdíjalapok piacán a kezdetekben húsz alap tevékenykedett, manapság már csak hat; míg az életbiztosítók száma jelenleg tizennégy. Korábban jóval több résztvevő volt e piacon is, de a nagy verseny, az alacsony megtérülés és a szigorú átláthatósági szabályok következtében többen elhagyták a piacot.

2.1. A szolgáltatási szint és az ezzel járó kockázatok

A nyugdíjalapok bruttó és nettó hozamai a bevezetés időpontjától évi 7–10% között, magasan a 2%-os reálbér-növekedés fölött voltak. A költségek azonban nem csökkennek megfelelően, hiszen még 2003-ban is a vagyon 1–1,1%-át tették ki átlagban, miközben a legnagyobb kifizetett vagyonekezelési díjak 1% körüliek. Ennek eredményeként jóval kedvezőbb hozamok jutottak a banktechnikai járadékban részesülőknél, mint az aktív tagoknak, hiszen ugyanabban a választott portfólióban elért, egyforma bruttó hozam magasabb nettót eredményez a járadékosoknak az alacsonyabb költségek miatt. Az életjáradékok járadékosoknak történő megtérülését mutató úgynevezett pénzértékhányados („money’s worth ratio”) értéke, amely a befizetett járulékhöz viszonyítja a kifizetést, járadékot, az elmúlt években folyamatosan 1 fölött, 1,03–1,08 között volt. (Az 1-es érték a biztosításmatematikai szempontból korrekt járadékszintet jelenti.) Ez a magas szint sokáig nem tartható fenn. Nagy volt az egyének közötti szóródás, bizonyos években a 40–50 százalékot is elérte. Alacsony volt viszont e hányadosnak az értéke a korai nyugdíjba vonulóknál – tükrözve a nagyobb befektetési és hosszú életre szóló kockázatot –, illetve a két életre szóló járadékoknál. Nem meglepő módon, magasabb a hányados értéke a gazdagabb emberek, illetve a nagyobb számlaegyenleggel rendelkezők esetében. A chilei számok elég kedvező képet mutatnak, összehasonlítva az ausztrál, kanadai, svájci, amerikai (USA) és angol adatokkal.

A magas pénzértékhányados kigazdálkodása érdekében egyértelműen megfigyelhető az életbiztosítók befektetési portfóliójának az eltolódása a nagyobb hozammal is kecsegtető, de fix kamatozású vállalati kötvények és jelzálogfedezeti értékpapírok irányába, ami segít a járadékindexálás fedezetének megteremtésében is (ALM). Az eddigiek szerint a befektetések többnyire megfelelő eredményt értek el, de mégis alacsony a biztosítói megtérülés a magas költségek miatt. Például a jutalékok szintje a díj 3%-a volt a 90-es évek elején, ami az évtized végére felszökött 6%-ra, majd mostanra visszatért körülbelül 2,2%-ra. A 6%-os mérték mögött leginkább az ügyfélnek történő illegális jutalék-visszatérítés állt. Ezért jogszabállyal korlátozták a jutalékok mértékét, és átláthatóbb értékesítési rendszert vezettek be. Feltételezhető, hogy néhány biztosító szándékosan ment bele az erős árversenybe, hogy több versenytársát elüldözze.

Egy nyugdíjrendszer korrekt bemutatásához hozzátartozik a legfontosabb kockázati jellemzők összefoglalása is, amely az alábbiak szerint néz ki a chilei nyugdíjrendszerben:

1. táblázat

Kockázati jellemzők

Munkavállalók	Nyugdíjasok	Szolgáltatók	Kormányzat
felhalmozási szakasz: piaci kockázat, elsősorban a részvényárfolyamok volatilitása miatt	teljes egyösszegű felvétel esetén (ha engedett): – hosszú élet kockázata – piaci kockázat	banktechnikai járadékot nyújtó nyugdíjalapok nincsenek kitéve nagy kockázatnak, hiszen – a működési és a likviditási kockázat kivételével – a kockázat a járadékosnál van	sok kis nyugdíjalap kezeléséből fakadó kockázat
nyugdíj előtti szakasz: – piaci kockázat, de kockázatosabb a magasabb számla-egyenleg miatt – technikai kamatláb változásának kockázata nyugdíj előtt	banktechnikai járadékos: – hosszú élet kockázata – piaci kockázat – inflációs kockázat – likviditási kockázat	életjáradékot nyújtó életbiztosítók: – rossz árazás kockázata: kamatlábak és működési költségek rossz előrejelzése, és hosszú élet kockázata miatt	nagy költségvetési kiadások a nyugdíj-minimum miatt
	fix életjáradékos: – korai halál kockázata – inflációs kockázat (ha nincs indexálás) – likviditási kockázat – csőd kockázat	piaci kockázat: – kamatkockázat, – devizakockázat, – részvénykockázat, stb.	szolgáltatói csődök kezelése

Munkavállalók	Nyugdíjasok	Szolgáltatók	Kormányzat
	változó életjáradékos: – korai halál kockázata – piaci kockázat – inflációs kockázat – likviditási kockázat – csődkockázat	speciális befektetési eszköz kockázata: – hitelezési kockázat, – korai visszafizetés kockázata, – koncentrációs kockázat, – szállítási kockázat	életjáradék-garancia miatti nagy költségvetési kiadások kockázata
	időszaki felvételnél: – piaci kockázat banktechnikai részénél – inflációs kockázat (ha nincs indexálás) – likviditási kockázat – csődkockázat	– működési kockázat – likviditási kockázat	

Forrás: Rocha, R.–Thorburn, C. [2007]: *id. mű* 39. o.

2.2. Befektetési aspektusok

Chilében a tőkepiac fejlesztése párhuzamosan haladt a nyugdíjrendszer átalakításával, így a nyugdíjalapok és a biztosító társaságok a különböző befektetési instrumentumok széles körét érhetik el; a kötvényállomány (beleértve az állampapírokat is) a GDP 80%-át, a tőzsdei kapitalizáció a 85%-át éri el. Vásárolhatók a hazai tőkepiacon különböző jelzáloglevelek (például forgathatóak, „endorsable mortgages”), infrastrukturális kötvények („infrastructure bonds”) és letéti elismervények („certificates of deposits”), valamint jelzálogalapú értékpapírok („mortgage backed securities”) is. A már említett intézményi befektetők működésének köszönhetően viszonylag hosszú, 20–30 éves lejáratú kötvényeket (nemcsak állampapírokat) bocsátottak ki, amelyeknek a legnagyobb része az inflációhoz kötött. A nyugdíjalapok és a biztosítók által ösztönzött keresletre rugalmasan reagált a kínálat, és az elmúlt 20 évben újabb és újabb típusú értékpapírok jelentek meg. A korábbi magas infláció természetes étvágyat gerjesztett az inflációhoz kötött kötvények iránt. A további tőkepiaci fejlődésre a származékos ügyletek terén van szükség, hiszen a devizaforward ügyletek fejlett piaca mellett ma még nem számottevő a deviza- és a kamat-swap-, valamint az opciós ügyletek száma.

A nyugdíjalapok csak banktechnikai járadékot, illetve az időszaki felvétel banktechnikai részét nyújthatják, de a tagok bármikor választhatnak másik nyugdíjalapot a nyugdíjba vonulás után is, jöllehet, ez ritkán fordul elő. A chilei egyéni portfóliós rendszerhez hasonló megoldás működik majd nálunk 2009-től a magánpénztári területen. A magyar változat azonban egyszerűbbnek, általánosabbnak tűnik. A portfóliók A-tól E-ig különböző befektetési stratégiát követnek, ahol az egyes eszközökbe történő befek-

tetési limiteket jogszabályok írják elő. (A részvények aránya 20%-kal csökkenő mértékű az „A” portfóliótól az „E”-ig, ahol ez 0%.) A 2004-es év végén a következőképpen nézett ki az egyes portfóliók megoszlása (%-ban):

2. táblázat

Egyéni portfóliók eszközmegoszlása

	A	B	C	D	E	összes
állampapír	6,1	12,4	18,7	29,9	46	18,7
pénzügyi szektor:	14,5	26,4	31,1	37,1	32,3	29,5
– jelzáloglevél						
– betétek	1,8	4,7	7,3	9,2	14,2	6,8
vállalati szektor:	23,7	26,2	25,7	19,5	13,6	24,4
– részvények	19,8	18,8	14,4	9,5	0	14,7
– kötvények	1,9	4,4	8	7,8	13,3	6,8
külföld:	55,5	34,8	24,3	13,2	7,7	27,2
– alapok és részvények	54,6	33,9	21,1	9,2	0	24,4
– betétek	0,9	0,9	3,2	4	7,7	2,4
egyéb	0,2	0,1	0,1	0,3	0,3	0,1
összes: 100	100	100	100	100	100	100

Forrás: Rocha, R.–Thorburn, C. [2007]: *id. mű 57. o.*

Ugyan az egyes portfóliótípusok egymástól jól elkülöníthető befektetési stratégiát mutatnak, ugyanez nem mondható el a különböző nyugdíjalapok azonos típusú portfóliójáról. Mint arra korábban már utaltunk, a piaci átlaghoz kötött garanciarendszer szinte azonos befektetési összetételt eredményez ebben az összehasonlításban. A bonyolult szabályozás, átfedések és összevonások következtében az az érdekes helyzet alakult ki, hogy ugyan a nyugdíjasok relatíve nagyobb része választotta a biztonságosnak vélt „E” portfóliót, miközben ennek bizonyos időszakokra mért (value at risk, VaR) kockázata megegyezett a „D” portfólióéval, de alacsonyabb hozamot ért el. Az érintett nyugdíjasok esetleg megoszthatnák a fedezetüket a két portfólió között (jogszabály legfeljebb két portfólió használatát engedi), de a gyakorlatban nagyon kevesen élnek ezzel a lehetőséggel.

2.3. Szolgáltatási feltételek

Az életjáradékok árazásánál az üzleti biztosítók nem tehetnek fel személyes kérdéseket – például a dohányzásra vagy az illető egészségi állapotára vonatkozóan –, de az egyébként szemmel látható (például nem, életkor), illetve egyébként is megkapott információk (mint az egészségi állapottal jól korreláló jövedelmi helyzetre utaló számlaegyenleg) alapján szabadon árazhatják be a szolgáltatást. A biztosítóknak ugyan kötelező a központilag meghatározott halandósági táblát használni, de csak a díjtartalékok kalkulálására és a felületei jelentésekben. A járadékok beárazására saját gen-

derspecifikus halandósági táblákat használnak, illetve módosítják – saját felhasználásra – az általában elérhető táblákat. Ez a helyzet viszont nagy kockázatot jelent a nem megfelelő (túl optimista költség-, kamat- és hozamelőrejelzések és pesszimista halandóságjavulás) kalkuláció esetén, hiszen a kígért nyugdíjszint (jobb esetben) csak a cég tőkéjéből finanszírozható. A kezdeti időkben, a felhalmozási időszakban képezetett magas tartalékszint még egy ideig fedezi a felmerülő veszteségeket, de ez sem tarthat az idők végezetéig. A nem prudens, illetve agresszív piacszerző kalkulációra lehet bizonyíték a gyakori, relatíve magas pénzértékhányados. A biztosított bármelyik életbiztosítótól vásárolhat életjáradékot, de a járadékfolyósítás alatt nem válthat szolgáltatót. Nagyon népszerűek a garantált időtartamú életjáradékok; az életjáradékosok 80%-a választott ilyet.

Az életjáradékok tartalékainak befektetésénél a szokásos szempontokon túl (például jogszabályi limitek, likviditás, átlagosan 11–12 éves futamidő) nagyon fontos tekintettel lenni arra is, hogy az életjáradékok azonnal indulnak (kevés az úgynevezett „deferred”, vagyis halasztott), nagy részük garanciaidős (általában 5 év és annál hosszabb), és a járadékokat inflációs indexálással kalkulálják újra. A felsorolt szempontok miatt az életbiztosítók befektetési portfóliója az OECD-országokban szokásosnál sokkal kisebb arányban tartalmaz részvényt (3–4%, szemben az ottani 20–50%-kal), és sokkal többet inflációhoz kötött kötvényekből (ezeken belül is folyamatos eltolódás figyelhető meg az állampapíroktól a vállalati kötvények felé). Felmerült már az úgynevezett hosszú élethez kötött kötvények („longevity bonds”) bevezetésének ötlete is (a biztosítási kockázat értékpapírosítása). Az ilyen kötvények a befektetőnek éppen a várthoz képest rosszabb (értsd: a tagok számára éppenhogy jobb) halandóság esetén fizet kamatot, így fedezve ezt a kockázatot, de más országok (például az Egyesült Királyság) kedvezőtlen tapasztalatai miatt még alaposabban elő kell készíteni a kibocsátást. A biztosító és a járadékos közötti kockázatmegosztás az igénybevett járadék-típustól nagymértékben függ.

A banktechnikai járadék és az életjáradék közötti alapvető különbség, hogy míg az előbbi forrása a nyugdíjalap tagjának egyéni számlaegyenlege, addig az utóbbinál a szolgáltatásban résztvevők számlaegyenlegének együtteséből képzett, közös tartalék. A banktechnikai járadékoknál négy tényezőt vesznek figyelembe a számítások: a konverziós tényezők (technikai kamat, halandósági tábla) a számlaegyenleget osztják el a várható átlagos hátralévő élettartamra, míg a másik két tényező, a várható befektetési hozam és a halandósági táblához képesti egyéni életpálya alakulása mint előrejelzés is befolyásolja a tényleges járadéktag nagyságát. A technikai kamat a nyugdíjalapok elmúlt tíz éves átlaghozamának és az életbiztosítók által a megelőző évben alkalmazott átlagos járadékhozamának a súlyozott átlaga. Tekintettel arra, hogy az elmúlt években a nyugdíjalapok által elért hozamok csökkenő tendenciát mutatnak, valamint a nyugdíjalapok összesített hozamai nagyobbak a banktechnikai járadékosok által leginkább igénybevett „D” és „E” portfóliókon elértekhez képest, a formula a kezdeti időszakra az indokoltnál magasabb kifizetéseket eredményezett. A járadékokat évente újrakalkulálják az aktuális számlaegyenleg és a konverziós formula felhasználásával. A változás általában növekedést, de esetenként akár nominális csökkenést is eredményezhet a járadéktagban. A banktechnikai járadékot igénybevevők 63%-ának a nyugdíja a mini-

munnyugdij szintjén volt 2004-ben, s ebből 10% ellátását az állami garancia egészítette ki erre a szintre. Az ellátottaknak csak 1,5%-a döntött úgy, hogy tudatosan igényel a kezdeti években alacsonyabb havi ellátást.

A sok választási lehetőség egyik oldalról nagy rugalmassággal képes kielégíteni az egyéni igényeket, körülményeket és preferenciákat, más oldalról viszont – kellően alapos ismeretek hiányában – elveszhet a részletekben az érintett, és például a biztosításközvetítő könnyebben befolyásolhatja a döntésében. Természetesen a nagy választási szabadság felveti a „választás ára” kérdés megválaszolásának szükségességét is, vagyis azt, hogy az egyén általában jobban ismeri saját várható életkörülményeit, mint a biztosítótársaság, s így az életjáradékok folyósításhoz szükséges tartalék előrelátó megképzésének fontos szerepe van.

2.4. *Ügyféltoborzás*

A banktechnikai járadékok a nyugdíjalapok, míg az életjáradékok értékesítése a biztosítók munkavállalói és ügynökei, valamint független biztosításközvetítők útján történik. Ténylegesen csak az utóbbiak végeznek ilyen tevékenységet, hiszen az előbbieket számára a felhalmozási időszak sokkal jobb üzlet. A banktechnikai járadékot igénybevevők kétharmada csak a garantált minimumnyugdiját veszi igénybe, s az ezután levonható működési költség kevés, körülbelül a szolgáltatási kifizetés 1%-a.

Az életbiztosítók számára a nyugdíjalapok tagjainak értékesített életjáradék a legfontosabb üzlet. A bejegyzett brókereket a törvény kötelezi az ügyfelek érdekeinek képviselésére, a jövedelmüket pedig az életjáradékok értékesítéséből fakadó jutalékbevételekből szerzik. Nem megengedett viszont az értékesítéshez kötött, mennyiségi visszatérítést kapniuk a biztosítótól. A piacon körülbelül 1300 független biztosításközvetítő működött 2003-ban, ami elég jelentős szám ahhoz képest, hogy abban az évben 22 000 új szerződést kötöttek, s ennek 40%-át értékesítették a független biztosításközvetítők. A tapasztalatok szerint körülbelül tíz tájékoztatóból lesz egy tényleges megállapodás, amelynek teljes lebonyolítása mintegy 3 hónapot vesz igénybe, ugyanis a tájékoztatást részletesen szabályozták, s egyszerre kell „eladni” a nyugdíjba vonulást és a szolgáltatástípust is. Az egyes függő közvetítők, akiket szintén regisztrálni kell, teszik ki a maradék 60%-ot. (Az alkalmazottakat nem kell regisztrálni.)

Hiába írják elő részletes szabályok a kötelező tájékoztatást, a döntési helyzet bonyolultsága miatt többször előfordult, hogy nem a megfelelő döntésre beszélt rá az ügynök az érintettet. A jogszabályi előírások szerint a nyugdíjba vonulónak legalább hat életbiztosítási ajánlatot kellett tenni, összegyűjteni, a gyakorlatban azonban manipuláltnak érvényesült a szabály, hiszen az ügynökök a biztosan rosszabb ajánlatokat gyűjtötték össze a sajátjuk mellett. A kedvezőtlen tapasztalatok miatt szigorították a jogszabályokat: nehezítették a korai nyugdíjba vonulás feltételeit, a díj 2,5%-ában maximálták az ügynöki jutalékot, új elektronikus árajánlati rendszert vezettek be, és a bankokat beengedték az életjáradékok értékesítésébe.

Az új elektronikus árajánlati rendszer szerint a nyugdíjba vonulni szándékozónak a nyugdíjalapja kiállít egy elektronikus bizonyítványt az illető számlaegyenlegéről és személyi adatairól, és a tag a nyugdíjalapja, egy életbiztosító vagy egy biztosításközvetítő

tő közreműködésével elküldi ezeket az információkat a központi adatbázisba. A központ megkéri az ajánlatokat az életbiztosítóktól, és kikalkulálja a banktechnikai járadékot. A biztosított vagy elfogad egy ajánlatot a rendszerből, vagy azon kívül megkeresi még egyszer az ajánlattevő biztosítókat új ajánlatért, de azok már csak kedvezőbbet ajánlhatnak a tagnak a korábbiakhoz képest. Az új rendszer eddig jól működik: csökkent az ügynöki megkeresések száma, olcsóbbakká váltak a járadékok, csökkentek a jutalékok (mintegy 2,2%-ra), és megváltozott a biztosításközvetítők szerepe is, hiszen valójában pénzügyi tanácsadókká váltak. Az azóta eltelt időszakban eladott életjáradékok kétharmada a központi rendszer által adott legjobb ajánlat, több mint 85%-a pedig a legjobb három ajánlat közül került ki. A változtatás következtében viszont koncentráltabbá vált az életbiztosítók piaca is, amelynek értékelése mélyebb elemzést igényel.

3. A KÖNYV SZERZŐINEK VÉLEMÉNYE

A szerzők szerint a chilei járadékpiac hatalmasat fejlődött az elmúlt húsz évben: az ország, amely a nulláról indult, ma az egyik legnagyobb életjáradéki piaccal rendelkezik a világon. Ennek szükséges, de nem elégséges feltétele volt az 1981-es nyugdíjreform. A chilei nyugdíjasok általában jól járnak a szolgáltatásokkal, amit mutat az átlagos, nemzetközi összehasonlításban is magas, 1,04–1,06-os pénzértékhányados az elmúlt évekre (például az Egyesült Királyságban ez a hányados 0,9–1 a nominális járadékoknál, 0,8–0,85 az inflációhoz kötötteknél). A korábbi években a kötelezően felhalmozott, nagymértékű tartalékokból ugyan finanszírozni tudták a magas járadékokat, de ez huzamosabb ideig nem tartható fenn.

A szabályozás – ideértve a tőkepiacot is – folyamatosan fejlődött, s a fix, inflációhoz kötött életjáradékokkal, a női férfiak kötelezésével elérte azt, hogy nem kell tartani tömegében a fedezetek gyors felélésétől. A kezdeti időszakban az értékesítés szabályozása és gyakorlata rendkívül rossz képet mutatott. A nemrég bevezetett jogszabályi követelmények eredményeként viszont a jutalékszint lecsökkent 2,2%-ra, és az elektronikus ajánlati rendszer éles és átlátható versenyt eredményezett a szolgáltatók között. A jövő kihívásai között szerepel a közvetlenül nyugdíj előtti időszakban lévő tagok védelme a kamatváltozásoktól, és – mint minden más országban – a hosszú életből fakadó kockázat kezelése az életjáradékoknál, valamint a származékos termékek és a viszontbiztosítási piac fejlesztése.

A szerzők fontosabb javaslatai a chilei szabályozás javítására:

- Szükséges a nyugdíjalapok befektetési szabályozásának egyszerűbbé és liberálisabbá tétele. A legkonzervatívabb portfólióban engedni kellene valamilyen mértékű részvénybefektetést is, valamint a közvetlen nyugdíjba vonulás előtt állók érdekeit figyelembe véve, tovább növelni a mögöttes portfólió átlagos futamidejét.
- A tőkepiac látványos fejlődésen ment eddig keresztül, de fontos lenne az úgynevezett hosszú életből fakadó kockázatokat kezelő kötvények („longevity bonds”) kibocsátásának a megfontolása. Ez azért is fontos, mert a legfontosabb megoldandó probléma a hosszú életből fakadó kockázat kezelése.

- Az új árjegyzési rendszer nagymértékben erősítette a piaci átláthatóságot és versenyt. Tovább kellene viszont erősíteni a tájékoztatási rendszert abból a szempontból, hogy az érintettek ne csak a kezdeti kifizetésekre koncentráljanak, amikor összehasonlítják a termékeket, hanem – leginkább a változó életjáradékoknál – vegyék figyelembe az egyes konstrukciókban meglévő kockázati jellemvonásokat is.

Mit tanulhatnak a chilei rendszerből más országok?

- A legfontosabb tanulság a szerzők szerint az, hogy nagyon alacsony szintről indulva is ki lehet alakítani egy fejlett járadékos piacot.
- A termékszabályozás chilei megközelítése elsősorban azokban az országokban használható, ahol az új második pillér jelentős szerepet tölt be a szociális biztonságban és nyugdíjellátásban. A szigorú egyszegű felvételi szabályok erősítik a járadékoltatást, a várható hátralévő élettartam figyelembe vétele a banktechnikai járadékoknál megakadályozza a fedezetek idő előtti felhasználását, mint ahogy az elszegényedés elleni védelem mellett ezt erősíti az inflációhoz kötött indexálás és a két életre szóló járadékok rendszere is.
- Eredményes járadékpiac nincs fejlett tőkepiac nélkül. A magas pénzürtékhányados-mutatóhoz az is hozzájárult, hogy sok – nem csak állami kibocsátású – inflációs védelmet biztosító befektetési lehetőség érhető el, és a meghatározott szint fölötti hozamot elérő szolgáltató megosztja a nyereséget a járadékosal.
- Tekintettel arra, hogy a szolgáltatók a hosszú lejáratú termékeket árazzák a legdrágábbra a pénzürtékhányados szerint, fontos a hosszú lejáratú befektetési eszközök kibocsátása/elérhetősége, hogy csökkenjen az újrabefektetési kockázat.
- Az új elektronikus árjegyzési rendszer működtetése és a jutalékok központi korlátozása más országokban is hatékony szabályozói elem lehetne.
- Egy központilag elkészített és folyamatosan frissített halandósági tábla sok szempontból nagyon fontos, függetlenül attól, hogy milyen széles körben használják fel.
- Azoknak az országoknak, amelyek – Chiléhez hasonlatosan – kötelező tőkefedezeti rendszert vezetnek be, esetleg valamilyen ellátási garanciát is működtetniük kell, hiszen a kényyszerű felhalmozás után, az életciklus utolsó részében nem szabad védelem nélkül hagyni a járadékost, ha ebben az időszakban már nem válthat szolgáltatót. Természetesen nem teljes garanciáról van szó, de egy bizonyos co-payment résznek szerepelnie kell benne. Chilében a garancia finanszírozása teljes egészében költségvetési forrásokból történik, de esetleg más országok megfontolhatják egy kisebb alap létrehozását is, amelyet a piac finanszírozna.

4. A CIKK SZERZŐJÉNEK JAVASLATAI

Az alábbiakban azokat a kérdéseket mutatjuk be, amelyeket célszerű végiggondolni a chilei példa alapján a magyar magánnyugdíjpénztári szabályozásban a szolgáltatások szabályozásakor. Nem az összes problémát említjük, hanem csak a bemutatott külföldi példából származó releváns kérdéseket.⁴

4.1. A nyugdíjrendszer egészét érintő kérdések

1. Meggyőzőnek tűnik az érvelés, amely szerint egy alacsony szintű járadékpiaccal rendelkező ország is befuthat hatalmas fejlődési ívet – persze, ehhez kellett a jogszabályi kötelezés is. Egy tőkésítésen alapuló nyugdíjreform lehetőséget ad erre, de ez nem jelent automatikus elmozdulást az alacsony színtről. Megfelelő, átfogó, más területekkel (például a tőkepiaccal, közvetítői piaccal) összhangban kidolgozott stratégia és annak következetes végrehajtása szükséges.

2. Ennek ékes példája a tőkepiaci fejlesztés szükségessége (ezen nem a tőzsdét értjük!) Egyrészt, az előzőekhez hasonlóan, a tőkésítésen alapuló nyugdíjreform sem jelent önmagában szükségszerű tőkepiaci fejlődést az adott országokban. Ez csak szükséges, de nem elégséges feltétele. Attól, hogy tőkefedezeti nyugdíjalapok, magánnyugdíjpénztárak jelennek meg a tőkepiacon, még nem keletkeznek munkahelyek az országban. A megjelenő többletkeresleti nyomás akkor fejt ki ilyen hatást, ha erre reagálva tőkeemelések és új kibocsátások jelennek meg a tőkepiacon. A tőkepiaci fejlesztésnek így ösztönöznie kellene például infrastrukturális kötvények és jelzálogalapú értékpapírok kibocsátását. Másrészt, a fejlett tőkepiac az egyik alapfeltétele a hatékony járadékpiacnak is. A magánnyugdíjpénztárak (hasonlóan az önkéntes nyugdíjpénztárakhoz) természetes keresletet támasztanak a hosszú lejáratú értékpapírok (nemcsak állampapírok!), illetve az eszköz-forrás illeszkedési hiányosságokat kezelő, származékos eszközök iránt. Felmerül az úgynevezett hosszú életből fakadó kockázatokat kezelő, valamint az inflációs indexálású kötvények kibocsátásának szükségszerűsége is. Mivel a hazai tőkepiac fejlesztése nem elégíti ki a nyugdíjpénztárak igényeit, a legnagyobb hazai intézményi befektetők egyre inkább külföldön fektetik be a vagyonukat, s az eredetileg meg-célzott kedvező hatás is ott fog érvényesülni.

3. A járadékszabályozás kialakításakor az legyen a kiindulópont, hogy a magánnyugdíjpénztárak milyen szerepet töltenek be a nyugdíjrendszerben. Chilében például az állami alappillér hiánya meghatározza a járadékszabályozás több lényegi elemét, így a kötelező inflációs indexálást, a házaspárok kötelező, két életre szóló járadékvásárlását, valamint a garantált nyugdíjminimum intézményét, ami jelentős állami forrást igényel. (Furcsa, hogy ebből nem következett az „uniszex tábla” használata.) A hazai magánnyugdíjpénztárak esetében is más járadékszabályokat kell kialakítani akkor, ha lényegében megmarad a jelenlegi nyugdíjrendszer-struktúra, és megint mást, ha például az állami ellátás csak alapnyugdíjat nyújtana. Jelenleg indokolt az egyszemélyes felvételi

4 Ebben a témában egyébként is már hosszabb ideje folyik szakértői munka: korábban a PSZÁF-hoz, jelenleg pedig az Államreform bizottság egyik szakértői albizottságához kötődően, így a szakértők az alább felvetett gondolatok nagy részét már ott is elmondták.

lehetőség szűk keretek között tartása, a járadékoltatás irányába történő nyomás, a jogszabályilag előírt indexálási kötelezettség.

4. A járadékszabályozásnak több, egymásnak ellentmondó elv között kell egyensúlyt teremtenie. A különböző szabályok közötti választást az határozza meg, hogy mit választunk erre a kérdésre: mennyire töltenek be a magánpénztárak szociális, és mennyire (szabad)piaci szerepet? Abban is egyensúlyt kell találni például, hogy a különböző járadéktípusok közötti gazdag választási lehetőség egyik oldalról ugyan elvileg lehetőséget ad a pénztártagnak a számára leginkább megfelelő ellátástípus kiválasztására (bár a hiányos ismeretek miatt egyáltalán nem biztos, hogy éppen a számára legkedvezőbbet találná így meg), másik oldalról viszont a választásnak ára van, ami a kisebb járadékban ölt testet. Kérdés, hogy megéri-e a választás ezt az árat? Egyesek szerint a járadékos ismeri leginkább a saját életkörülményeit, egészségi állapotát, stb., ezért érdemes neki választási lehetőséget nyújtani. Mások szerint az egyes konkrét ügyfelek igényei eléggé nyilvánvalók, ezért nem érdemes ezt az árat megfizetni, s felesleges szolgáltatások (mint a garanciaidő) megvásárlásának lehetőségét felajánlani neki. A chilei példa a szélesebb termékpaletta irányába mutat, s igazolja azt is, hogy ennek ára van. Egyébként is, a választásnál az ügynöki tevékenység volt a döntő.

5. Chilében a rokkantság kockázatát – állami alapellátás hiányában – szintén a nyugdíjalapokon keresztül kezelik. Mivel azonban ez a fajta kockázatkezelés nem tartozik a nyugdíjalapok természetes működési logikájába, üzleti biztosítóval kell szerződniük, aminek ára van. Nálunk ez utóbbi elvből is következik, hogy a magánpénztári rendszerre nem kellene ezt a kockázatkezelést ráterhelni, hanem az állami ellátórendszerrel azonos módon, egy külön állami alapon lehetne kezelni. Illúzió lenne azonban azt gondolni, hogy ez magától megoldaná a rokkantsági ellátások jelenlegi problémáit; de legalább átláthatóbbá tenné a helyzetet. Önmagában ettől még nem lenne hatékonyabb az orvosi ellenőrzés és rehabilitáció, valamint nem válna vonzóbbá a későbbi nyugdíjba vonulás.

4.2. Nyugdíjpénztári kérdések

4.2.1. Szolgáltatások

- A lényeg, hogy a pénztártag az egyéni élethelyzetéhez és kockázatviselési hajlandóságához leginkább kapcsolódó szolgáltatástípust választhassa ki. A korábbiakban már kifejtettek miatt ez azt jelentheti, hogy a banktechnikai járadékok mellett a klasszikus életjáradékok, valamilyen pontosan meghatározott, garanciaidős járadék, és esetleg két életre szóló életjáradék nyújtása lehet indokolt. (A választás árának problematikája egyértelműen látszik a chilei példában, ahol túl sok a szolgáltatástípus a gazdagabbak életjáradék- és a szegényebbek banktechnikai járadék-igénylésénél.)
- Az egyéni életkörülmények rugalmas figyelembe vétele történhet úgy, hogy bizonyos ellátások közötti átváltást célszerű szabadon hagyni: például egy banktechnikai járadékos kérhessen életjáradékot és fordítva, vagy a banktechnikai járadékok szintjét bizonyos feltételek megléte esetén rugalmasan állapítsák meg. A lé-

nyeg az, hogy a járadékos tisztában legyen a különböző járadéktípusok kockázati jellemvonásaival (lásd a marketingszabályozásnál).

- A banktechnikai járadékok meghatározásánál – Chiléhez hasonlóan – felvethető a halandósági szempontok kötelező figyelembe vétele, hogy elkerülhessük a számlaegyenleg idő előtti kimerülését, de ez is függ az egész nyugdíjrendszer átalakításától (például alapnyugdíj esetén nem kell ilyen követelmény). Az olyan típusú életjáradékoknál pedig – a szociális szempontok miatt – a magánpénztárak esetében csak családtagot lehessen megjelölni örökösnek, illetve járadékosársnak. (Ez természetesen vonatkozik a felhalmozási időszak örökösire is.)
- A chilei kötelező inflációs indexáláshoz hasonlóan, aminek ára van, nálunk is keltenek kötelező szabályok az indexálásra. A banktechnikai járadékok esetén lehetne szabadságot adni a tagnak, hogy egy adott évben az elért hozamokból milyen mértékű emelésre tart igényt, míg az életjáradékoknál a (bruttó) többlethozamvisszatérítés előírt magas (legalább 90-95%-os) szintje biztosíthatja a megfelelő értékkevetést a járadékosoknak, ami hosszabb évek átlagában remélhetőleg infláció feletti indexálást jelentene. Képezhető speciális tartalék is, ha a járadékosok részére legalább inflációs indexálást ígérne valaki, de ennek természetesen költsége van. A „0%-os” technikai kamatláb más szempontból is indokolható előírása erősítené a megfelelő indexálást.
- A hosszú életből fakadó kockázat kezelésére megoldást kell találni; ehhez szükséges a lehetséges tőkepiaci, tartalékolási és biztosításmatematikai eszközök felmérése.
- „Cipőt a cipőboltból” – hirdeti a klasszikus reklámmondat, és valóban így van. Életjáradék nyújtását csak életbiztosító társaságnak, banktechnikai járadék kezelését pedig életbiztosítónak és magánnyugdíjpénztárnak kellene megengedni.

4.2.2. Versenyszabályozás

- A járadékszolgáltatások körében a verseny az induló járadékok szintjére és/vagy a szolgáltatások megfelelő szinten tartására, illetve növelésére irányulhat. Az előbbi esetben az ígéretek és feltételek versenyeznek (alkalmazott halandóság, várható – beígért – költségek és kiígért hozamok), míg az utóbbiban az ügyfélnek inkább a szolgáltató addigi tevékenységéről szóló tapasztalatokat kell figyelembe vennie. A chilei példa az előbbi utat járja; ennek alapfeltétele az, hogy a biztosítók a járadékok (induló) szintjét szabadon állapíthatják meg, vagyis saját halandósági táblát használhatnak. Egyik oldalról üdvözlendő ez a megoldás, hiszen a tényleges ügyfélkörre specializált halandósággal lehet számolni, másrészt viszont nagy a veszélye a verseny miatti felelőtlen ígéreteknek és várakozásoknak, amelyet aztán később nem képes tartani a biztosító. Chilében a szabályozás kezdetben magas tartalékolási szintet, puffert eredményezett, amit később használtak a biztosítók az ígéretek teljesítéséhez, ezt mutatja a magas pénzürtékhányados is. A jövőben viszont nem tartható ez az állapot, miközben Chilében ez az ellátási forma a nyugdíjrendszer alapja. Többek között emiatt – és azért is, hogy jobban védjük a jövő nyugdíjait –, nálunk inkább a központi, a tartalékolásra és díjszámításra kötelezően alkalmazandó halandósági tábla és 0%-os technikai kamat

előírása lenne indokolt. (A speciális korösszetétellel rendelkező pénztárak esetében központi kiegyenlítési mechanizmusnak kellene működnie.) A központi halandósági tábla használata megfelelő feltétele a járadékos időszakban a szolgáltatóváltásnak is.

- Az árazásra Chilében nem kötelező az uniszex halandósági táblát használni, ahogyan nálunk. Az üzleti biztosítók, mint mindenhol a világon, gyakorlatilag nem és életkor szerint határozzák meg a díjaikat. Magyarországon az előírt uniszex tábla használatából fakadó problémákat tudná kezelni a már említett kiegyenlítési „pool”, illetve a kor mellett a kalkulációt jelentősen befolyásoló tényező lehet a számlaegyenleg, hiszen a halandósági és jövedelmi (vagyon) helyzet közötti összefüggés is elég egyértelmű. Más tényező, például az egészségi állapot figyelembe vételét most tiltani kell. (Az uniszex táblából fakadó helyzetet némileg enyhítheti, ha bizonyos felhalmozási szint fölötti számlaegyenlegekből lehetőség nyílna egyösszegű felvételre, s így a járadékok közötti különbség csökkenne.)
- A szolgáltatóktól elvárt tőkekövetelmény egyrészt adódik az életbiztosítókra egyébként is előírt szabályozásból; másrészt csak banktechnikai járadékok nyújtása esetén, a pénztáraknál a működési kockázatok fedezésére, illetve a banktechnikai járadékok indexálási szabályaitól függően kellene speciális tartalékolást előírni.

4.2.3. Marketing és ügyféltoborzás

- Tekintettel arra, hogy a járadékválasztás, valamint a megfelelő szolgáltató kiválasztása (még szűkös választási lehetőségek esetén is) a legnehezebb és nagy jelentőségű döntés egy átlagos pénztártag számára, indokolt lehet egy chileihez hasonló árjegyzési rendszer kialakítása. Ennek lényege az, hogy az ügynököket kikerülve, egy automatikusan működő, központi rendszer (amely a már most is működő központi pénztári adatbázisra, az úgynevezett PKN-re épülhetne) a piaci szereplők előtt közvetlenül nem azonosítható pénztártagoknak mutatná be a piaci kínálatot. Ez a csoporton belüli versenyt kizáró megoldások elkerülését, a költségek csökkentését, a tagnak a legjobb megoldásokról szóló információt biztosítaná, miközben a biztosításközvetítők szerepe átalakulna tanácsadóvá.
- A pénztári aspektus teljes mértékben hiányzik a biztosításközvetítői szabályozásban (például az ügyféligény-felmérés), ezzel ki kell egészíteni a jogszabályokat.
- Ha a piac nem működik hatékonyan, végsősoron – hasonlóan a nemrég bevezetett költséglimitekhez – a jutalékok szintjét is korlátozhatják központilag.
- A biztosításközvetítőktől meg lehetne követelni a magánpénztári részre vonatkozó speciális vizsga letételét és a bejegyzési előírások kiegészítését.
- El kellene érni, hogy a tag választása ne csak az induló járadékok mechanikus összehasonlítására korlátozódjék, hanem más szempontokat (egyéni élethelyzet, kapcsolódó szolgáltatások, költségek, kockázatok megosztása, stb.) is figyelembe veyen a döntésnél.

4.2.4. Befektetések

- A hazai választható portfóliós rendszer szabályozása még nem tartalmazza azt a megoldást, hogy ha a magánpénztárak banktechnikai járadékot nyújthatnak, akkor a tartalékok befektetését is intézhessék a választható portfóliókban.
- Kevesen élnek Chilében azzal a lehetőséggel, hogy felhalmozásukat több portfólió között megosszák; valószínűleg így történne nálunk is, ha a jogszabály megengedné.
- Ha elérhetőek a megfelelő befektetési eszközök, akkor a nyugdíjalap járadéktartalékainak befektetési összetétele híven tükrözi a hosszabb futamidejű értékpapírok iránti természetes keresletet. Itt igazolódik az a nálunk is hasznosítandó elv, hogy önmagában nem a részvény- vagy kötvénybefektetéseket kell elvárni a nyugdíjpénztáraktól, hanem az adott helyzetnek (például a tagsági korösszetételnek) megfelelő, diverzifikált portfóliót.