

MOSOLYGÓ ZSUZSA

A tőkefedezeti rendszer alapkérdéseinek új megközelítése

Az utóbbi időben élénk szakmai vita alakult ki a tőkefedezeti nyugdíjrendszerrel kapcsolatban. Ezek során még a második pillér megszüntetése is felvetődött. Ezért fontosnak tartjuk a tőkefedezeti rendszer alapkérdéseinek újragondolását. A tőkefedezeti nyugdíjpillér makrogazdasági megközelítése rávilágít arra, hogy a nyugdíjrendszer második pillére nem nyújt önmagában megoldást a társadalom elöregedésére. A nyugdíjasok fogyasztását ugyanis nemcsak a felosztó-kirovó, hanem a tőkefedezeti rendszerben is az aktív népesség megtakarításai fedezik, így komoly problémát jelent az aktív/nyugdíjas arány csökkenése. A részvény- és külföldi befektetések sem oldják meg az elöregedési problémát a tőkefedezeti rendszerben. Ez a rendszer sem képes elkerülni a demográfiai pilótajátékot, a nyugdíjasok számának drasztikus emelkedése ugyanis a felhalmozott vagyonokat elértékteleníti. A nyugdíjpénztárak meghatározó szereplői a belföldi tőkepiacnak, ezért magatartásuk befolyásolja az állampapírpiac helyzetét, a pénzügyi stabilitást, valamint a gazdaság finanszírozásán keresztül a gazdasági növekedést is. Ezért a befektetések rövid távú szemlélete komoly problémát jelent. Fontos kitörési pont lehet a hosszú távú befektetések (például közlekedés, energiaszolgáltatás, klímavédelem, oktatás, egészségügy) súlyának növelése.*
Journal of Economic Literature (JEL) kód: E24, E44, E66, F21, F36, G23, J14, H55.

Az utóbbi időben felerősödtek a tőkefedezeti nyugdíjrendszerrel kapcsolatos szakmai viták.¹ A vitában még a hazai nyugdíjrendszer második pillérének megszüntetése is felvetődött. Kiindulásként ezért mindenképpen érdemes átgondolni a tőkefedezeti rendszer működési elveit.

Az idealizált tőkefedezeti rendszer – és a realitás

Először felidézzük a tőkefedezeti nyugdíjrendszer alap gondolatát. Fontosnak tűnik az axiómaszerű megállapításokat is górcső alá venni. Ezáltal próbálunk meg elszakadni a témában jelen lévő köznapi megállapításoktól, következtetésektől.

* Köszönettel tartozom *Borbély László Andrásnak, Héjjas Péter Istvánnak, Réz Andrásnak*, az Államadósság Kezelő Központ munkatársainak a tanulmányhoz nyújtott hasznos észrevételeikért és *Thordur Jonassonnak*, az izlandi National Debt Management Agency munkatársának az izlandi pénztárakról nyújtott hasznos információkért. Külön köszönet illeti a névtelen rektor és a szerkesztő munkáját, akik nagy segítséget nyújtottak a cikk elkészítéséhez.

¹ Lásd például *NYIKA* [2010], *Németh* [2009a], [2009b], *Kun* [2010], *Szabics* [2010], *Somi* [2009a], [2009b], *Radnai* [2009], *Nyugdíjpénztárak és...* [2009].

A tőkefedezeti rendszer kialakításának fő gondolatmenete a következőkre épült. Az állami (társadalombiztosítási) nyugdíjrendszer fő problémája a népességelőregedés, ami a rendszert fenntarthatatlanná teszi. A magánpillér megoldja ezt a problémát, mert abban nem az aktívaktól veszik el azt a jövedelmet, amit a nyugdíjasok kapnak, hanem saját korábbi felhalmozásuk eredménye ez a jövedelem.²

Számos közgazdasági elemzés a társadalombiztosítási nyugdíjrendszert tarthatatlannak ítéli (például *World Bank* [1994], *Szabics* [2010]), s az előregedés problémájának ábrázolásakor Paul A. Samuelson 1967-es *Newsweek* vezércikkét idézi: „A népesség növekedése a legnagyobb pilótajáték, amit valaha kitaláltak.”³ Samuelson szerint éppen a növekvő népesség tette lehetővé azt, hogy a második világháború után olyan gyorsan terjedtek világszerte a társadalombiztosítási rendszerek. A növekvő népesség gazdasági teljesítménye növekedett, ami nagyobb adóbevételeket, s ez pedig nagyvonalú öregségi ellátásokat tett lehetővé. A népességnövekedési trend megfordulása éppen ezért jelent problémát a társadalombiztosítási rendszerek számára. Ezt szokták közkeletűen a fenntarthatatlanság jelzőjével illetni: a rendszer az előregedés miatt fenntarthatatlanná válik, ami azt jelenti, hogy egyre több nyugdíjast kell majd ellátni egyre kevesebb dolgozó befizetéseiből.

A fő probléma ebben a megközelítésben az előregedés, s ez okoz piramisjátékhoz hasonló szituációt, vagyis, amíg nő a népesség, addig jól működik a társadalombiztosítási rendszer, és nő a nyugdíj, majd a népesség csökkenésekor összeomlik, hiszen a korábbi évek nyugdíjai alapján várt összegeket nem tudja biztosítani. Samuelson 1967-ben ténylegesen a felosztó-kirovó rendszer fő problémájának nevezi az előregedést mint piramisjátékot.

Következik-e azonban ebből az, hogy a tőkefedezeti rendszer képes elkerülni az előregedéshez kapcsolható demográfiai pilótajátékot? Az eredeti – tőkefedezeti rendszerek fejlesztésére építő – világbankos elképzelés (*World Bank* [1994]) ezzel a kérdéssel explicit módon nem is foglalkozott, pedig ez a probléma nem megkerülhető a tőkefedezeti rendszerek esetében sem.

Tőkefedezeti rendszer zárt gazdaságban

Fel kell tenni azt a kérdést tehát, hogy mit változtat a társadalom előregedésének nyugdíjrendszert érintő mechanizmusán a tőkefedezeti rendszer önmagában? Először zárt gazdaság keretei között vizsgáljuk a rendszer működését, majd a későbbiekben feloldjuk ezt a korlátozást. Makroszinten zárt gazdaságban (vagy éppen globális szinten tekintve, ha az előregedés általános) szinte semmit, hiszen makroszinten a nem dolgozó nyugdíjasok csak azokból a javakból részesedhetnek, amit a dolgozók teremtenek.⁴ A tőkefedezeti rendszerben modellszerűen ez úgy valósul ez meg, hogy a nyugdíjasok eladják azon vagyontárgyaikat, amelyeket gyűjtöttek az életük során. Kinek adják el ezeket az eszközöket? Az aktívoknak – a dolgozóknak. Ennek révén jön létre a jövedelemmeg-

² A továbbiakban a társadalombiztosítási rendszernek hívjuk azt a rendszert, amely az aktívak által befizetett járadékokból fizeti a nyugdíjakat. Ez az elfogadott értelmezések szerint felosztó-kirovó rendszer, az úgynevezett első pillér. A tőkefedezeti rendszerben az egyes egyének az aktív szakaszban felhalmozott tőkájuk alapján részesülnek nyugdíjjövedelemben. A tőkefedezeti rendszer felhalmozási és nyugdíjki fizetési szakaszból áll. Nem foglalkozunk azonban a felhalmozási és járadékfizetési szakasz problematikájával, az külön tanulmányt igényelne. A jelenlegi hazai második pillér a tőkefedezeti rendszer kötelező ága – a felhalmozási szakaszban (kötelező magán-nyugdíjpénztári rész) –, a harmadik pillér az önkéntes tőkefedezeti ág (önkéntes magán-nyugdíjpénztári rész). Főként a tőkefedezeti rendszer kötelező ágával foglalkozunk, de számos következtetés érvényes az önkéntes ágra is. Ezek különbségeit azonban nem vizsgáljuk ebben a tanulmányban.

³ *A growing nation is the greatest Ponzi game ever contrived.* (Idézi: *World Bank* [1994].)

⁴ Az aktívak és a nyugdíjasok viszonya makroszinten ugyanolyan, mint a családi gazdaság keretei között – a nem dolgozók csak a dolgozók jövedelméből részesedhetnek.

osztás – a javak keresztmetszeti megosztása a nyugdíjasok és az aktívak között. Vagyis a nyugdíjasok azt használják fel jövedelemként, amit az aktívak megtakarítanak.⁵ Ez a tőkefedezeti és a társadalombiztosítási nyugdíjrendszerben is azonos módon megy végbe. Azaz a tőkefedezeti rendszerben is ugyanúgy a keresztmetszeti egyensúly számít, mint az állami társadalombiztosítási – felosztó-kirovó – rendszerben. A tőkefedezeti rendszerben azonban van egy mikrogazdasági illúzió, hogy az időbeli megtakarítások felhalmozása (a hosszmetszeti folyamat) teremt fedezetet a későbbi nyugdíjkorai fogyasztásra. Valójában azonban a nyugdíjkorai fogyasztás makrogazdasági meghatározottságú.⁶ A nyugdíjasok összességének fogyasztását nem a korábbi felhalmozott megtakarításai (vagyoneszközök) határozzák meg, hanem az aktívok megtakarításai. Az egyensúly a tőkepiaci árak alkalmazkodása révén jön létre. A vagyon esetében hasonló jelenségek játszódhatnak le, mint a pénz esetében. A pénz birtoklásánál rabjai vagyunk, vagy rabjai lehetünk a pénzillúzióknak, a vagyon birtoklásakor a vagyonillúzióknak. Mindkét esetben az áratól függ, hogy milyen mértékben tudjuk reáljósággá változtatni követeléseinket, (pénzügyi és tőkepiaci) vagyontárgyainkat.⁷

Fontos jellemző, hogy az időskori biztonsághoz a nyugdíjasoknak fogyasztási javakra és szolgáltatásokra van szükségük. Amikor az egyének fiatal korban megtakarítanak, akkor azért mondanak le fogyasztásuk egy részéről, hogy időskorban fogyaszthassanak. Ez maga a fogyasztássimítás folyamata az egyéni életciklus során. Valójában tehát a fiatalon megtermelt, de el nem fogyasztott részt kívánják átváltani a jövőben mások által megtermelt részre.⁸ A jelenbeli megtakarítás – a javak tárolhatóságának hiányában – csupán egyfajta követelés lehet a jövő termelésének egy részére. E mögött lehet valamilyen ígéret, például a gyermeké vagy az államé, hogy nyugdíjas korunkban a mások által előállított javakból biztosítanak nekünk. Ám lehet pénz, illetve pénzügyi (vagy egyéb) vagyontárgy is a követelés alapja. Ilyenkor a termékek, illetve a tőke áráról függ, hogy milyen mértékben vagyunk képesek a vagyonunkat fogyasztássá konvertálni.

A népszerűség növekedése (pontosabban a munkaképes népesség növekedése) ugyanúgy pi-lótajátékhoz vezet a tőkefedezeti rendszerben, mint a felosztó-kirovó rendszerben. Amikor ugyanis a népesség növekedése hatására nő az aktívok száma, akkor – a standard hosszú

⁵ Az aktívok megtakarítása definíciószerűen az aktívok által el nem fogyasztott jövedelemrész. Ha az egyszerűség kedvéért a makroszintű felhalmozási folyamatoktól eltekintünk, akkor ez a rész lesz a nyugdíjasok jövedelme és fogyasztása.

⁶ Ez az úgynevezett összetétel hamissága (*fallacy of composition*) tétel érvényesülése. Ez azt jelenti, hogy ami igaz a gazdaság szereplőire egyenként, nem feltétlenül összegezzhető mechanikusan. Az egyén mikroszinten a saját felhalmozott megtakarításából fedezi nyugdíjaskorának fogyasztását, makroszinten azonban az aktívok megtakarítása határozza meg a nyugdíjasok fogyasztását.

⁷ A rövid lejáratú bankbetétek és állampapírok esetében úgy tűnhet, hogy a nyugdíjas megtakarításainak leépítése nem szükségképpen jár együtt az aktívok megtakarításainak felépülésével. A rövid távú pénzügyi megtakarítások leépítése révén keletkező pénzjövdelem a bankszektor mérlegének változásán keresztül generálja egyéb szektorok (az aktívok) megtakarítását. Ekkor vagy az aktívok újítják meg lejáró betéteiket, vagy a banki hitelállományt csökkentik, ekkor az aktívok nettó megtakarító pozíciója szintén javul. A rövid lejáratú állampapírok esetében egy új szereplőt, az államot is bekapcsoljuk, de a következtetésünk hasonló lesz. A lejáró állampapírt vagy más szereplők – vagyis az aktívok – újítják meg, akkor nő a megtakarításuk, vagy például, ha a kiadásokat többlet-adóbevételel finanszírozzák állampapír helyett, akkor is csökken az aktívok rendelkezésre álló jövedelme, s nő az aktívok által fogyasztásra fel nem használt jövedelemrész. A nyugdíjasok növekvő fogyasztása mögött szükségképpen az aktívok növekvő megtakarításai állnak. Amennyiben egyik alkalmazkodási mechanizmus sem következik be, akkor a megjelenő magasabb nominális jövedelem inflációt gerjeszt, és ez csökkenti a nyugdíjak értékét (lásd például Barr [2001]).

⁸ Ez alól csupán egy kivételt lehet említeni. A felosztó-kirovó rendszer kialakításakor az akkori nyugdíjasok korábbi megtakarítások nélkül jutnak nyugdíjjövedelemhez (például háborús pusztítások miatt). Barr [2000] szerint ez a nyugdíjas-generáció valójában ajándékot kap az aktívaktól. Ebből semmi probléma nem adódik, ha a nemzedékek követik egymást. Ha azonban a felosztó-kirovó rendszer tőkefedezetivé alakul, akkor ezt az ajándékot az átmenet idején az aktív nemzedék negatív ajándékként „fizeti vissza”. Ez jelenik meg az átmenet költségeként.

távú neoklasszikus növekedési modellkeret feltételei mellett – a gazdaság is jó növekedési teljesítményt mutat. Ez a részvényárakat is felfújja, minden megy felfelé, a bérek, a nyugdíjasok jövedelme (a vagyontárgyak hozama) és a fogyasztás is. A népesség növekedése a nyugdíjasok helyzetét is javítja, a vagyoneszközök (részvény, kötvény, ingatlan stb.) ára rendületlenül emelkedik, s kedvezően tudják ezen eszközöket folyó jövedelemre váltani. Az aktívak sokan vannak, megtakarításaik bőven elegendők a relatíve kevesebb nyugdíjas vagyontárgyainak megvásárlására. Kérdéses, hogy modellszerűen hogyan reagál a tőkefedezeti rendszer a népességi helyzet megváltozására, vagyis az aktív korú népesség csökkenésére és az időskorúak számának növekedésére. A növekvő számú nyugdíjaskorú tömegesen értékesíti felhalmozott vagyoneszközöket az egyre kevesebb számú aktív korú megtakarítónak. A részvényárák esésbe fordulnak, a nyugdíjasok vagyona csökken. Ez az úgynevezett vagyonsugorodási hipotézis (*asset meltdown hypothesis*) esete (részletesen lásd *Mosolygó* [2009] 868. o.).

E gondolatmenetnek fontos következtetése, hogy makroszinten a *tőkefedezeti rendszer sem oldja meg önmagában az elöregedés problémáját*, vagyis azt, hogy az idősödő társadalomban bizonytalanná válik a növekvő számú nyugdíjas fogyasztási színvonalának a korábbi folyamatok alapján várt szinten tartása. Persze lehetnek erre reakciók a gazdasági szereplők részéről, de a tőkefedezeti és a felosztó-kirovó rendszer is ugyanolyan irányba tart. A helyzet oldódását mindkét nyugdíjrendszerben segíti, ha a növekvő számú időskorú hosszabb ideig marad aktív, azaz a nyugdíjba menetel kitolódik. A tőkefedezeti rendszerben ez „önkéntes” lehet, vagyis ha az egyén nem tartja elegendőnek felhalmozott vagyonát, akkor tovább dolgozik. A társadalombiztosítási rendszerek a nyugdíjkorhatár kitolásával adminisztratív módon – vagy a nyugdíjszámítás szigorításával közvetetten – ugyanilyen irányú elmozdulásra készíthetnek. A társadalombiztosítási rendszer a különféle paraméterértékek megváltoztatásával ugyanúgy fenntartható lesz az elöregedés mellett is, mint a tőkefedezeti, azonban mindkét rendszerben az idősödés hatására az időseknek tovább kell dolgozniuk. A társadalombiztosítási rendszerben sem a fenntarthatósági probléma az alapvető. Mindkét rendszerben a fő probléma az, hogy az időskorúak száma gyorsan nő az aktívakhoz képest. A tőkefedezeti rendszerben a vagyonfelhalmozás ugyanúgy nem védi a nyugdíjasokat az időskori fogyasztáscsökkenés ellen, mint az állami tb-ígérvény.

Tőkefedezeti rendszer nyitott gazdaságban

A tőkefedezeti rendszer javára szokták írni azt is, hogy lehetőség van a *tőkeáramlás előnyeinek kihasználására* (lásd például *Borza* [2010], *Somi* [2009a]). Érdemes tehát az előbb tárgyalt zárt gazdasági logika feladásával áttérni a nyitott gazdasági modell vizsgálatára. Közkeletű vélekedés, hogy az elöregedés problémáját a tőkefedezeti rendszer azért képes kezelni, mert lehetőség van az elöregedő országokból a fiatalabb népesség-összetételű országokba áramló tőke révén a hozamokat magas szinten tartani. Az elöregedő országok azonban jellemzően fejlettek, ezért növekedési képességük kisebb, míg a fiatalabb népesség-összetételűek általában fejletlenek, és ezért növekedési tartalékaik nagyobbak (például Indiának vagy az afrikai országoknak). A kérdés tehát az, hogy az idősödő és csökkenő előrettekintő hozamokkal számoló országok elkerülhetik-e a hozamcsökkenést a külföldi befektetések révén.

Egy-egy ország esetében ez elképzelhető lenne, azonban az országok összességére ez már nem feltétlenül igaz, ha az elöregedés meghatározó jelentőségű az országcsoportok egészében. Itt is érvényesül az összetétel hamissága. Az idősödő országok nyugdíjasainak fogyasztása ekkor az „idős” országbeli aktív népesség megtakarításától és a „fiatalabb” országok aktív népességének többletmegtakarításaitól is függ. Ha az idősödő országok

sokan vannak, és jóval gazdagabbak a fiatalabb országoknál, akkor a fiatalabb országok esetlegesen növekvő megtakarításai csak kissé ellensúlyozhatják a gyorsan idősödő országok erősen csökkenő megtakarításait.⁹

MacKellar–Reisen [1998] neoklasszikus, kétrégiós, kétgenerációs demográfiai makromodell keretében vizsgálta a gyorsan idősödő országok és a lassan idősödő országok közötti tőkeáramlás hatásait a nyugdíjasok helyzetére. Az eredmények szerint nagyon komoly tőkeáramlás mellett is a tőkeáramlásnak csak kis hatása lehet az idősödő országok nyugdíjasainak helyzetére.¹⁰

Azokban az országokban, ahol éppen tőkekiáramlás van, a jövőbeli hozamok a komoly tőkeáramlásokat feltételező (globalizációs) forgatókönyv mellett ugyan javulhatnak az autark forgatókönyvhöz képest, azonban ugyanitt a jelenbeli jövedelmek (a GDP és így a bérek) – amelyek a nyugdíjjárulék és a nyugdíjcélú megtakarítás alapjai – éppen a tőke kiáramlása miatt kisebbek lesznek. Tehát a későbbi nyugdíjasok egyik oldalon nyernek – a jobb jövőbeli hozamok miatt –, de a másik oldalon veszítenek is az alacsonyabb (GDP és bér) jövedelemképződés miatt. Az alacsonyabb belföldi befektetések mellett ugyanis mérsékeltebb belföldi jövedelemképződés várható.¹¹

A nyitott gazdaság modellezését elvégző szimuláció végső eredménye az (*1. táblázat*), hogy a külföldi tőke arányának a GDP 20–60 százalékát kitevő növekedése is szinte elenyésző (néhány tized százalékos) hatása van az idősödő országok nyugdíjasainak jövedelmére 10–40 éves időtávon belül.¹² Összességében az mutatható ki, hogy az előregedés problémáit alapjában a nyitott gazdaságú tőkefedezeti modell sem oldja meg (*Holzmann* [2000]).

Vizsgáljuk meg a tőkefedezeti rendszer nyitott modelljét keresztmetszeti szempontból is! Az előregedő népességű országok számára az szükséges, hogy amikor nyugdíjasainak száma megugrik,¹³ és a hazai megtakarítások csökkennek, akkor legyenek olyan mértékű külső megtakarítások (a lassan idősödő, fiatal fejlődő országokban), amelyek ezt a csökkenést ellensúlyozzák. A fiatal országok megtakarítása az öreg népességű térség nyugdíjasainak többletfogyasztásává válik.¹⁴

Ebből a szempontból lényeges a gyorsan és a lassan idősödő országok gazdasági súlyának alakulása. A két országcsoport gazdasági potenciáljának mértéke olyannyira kü-

⁹ Továbbra is érvényes a nyugdíjasok megtakarítása egyenlő az aktívák megtakarításaival, csak ekkor az aktívák egy része az országhatáron kívül van.

¹⁰ *MacKellar–Reisen* [1998]-t Robert Holzmann, a Világbank nyugdíjszakértője idézi (*Holzmann* [2000]). Ezek a munkák is mutatják, hogy bár a közgazdasági főáramban a kiinduló megközelítések a második pillérré építettek, az elméleti kutatások már két évtizeddel ezelőtt is felhívták a figyelmet a problémák más szempontjaira, amelyekből más következtetések adódnak. Ezek azonban nem kerültek be azután sem a hazai közgazdasági gondolkodás főirányába.

¹¹ A nyugdíjvagyonnak (A) két alapeleme van: az évente eszközölt (és felhalmozott) megtakarítás (S), valamint az ezek befektetésén realizált hozam (r). A nyugdíjvagyon a $t + 1$ időszakban tehát a következőképpen alakul:

$$A_{t+1} = A_t(1 + r_t) + S_t$$

ahol

$$S_t = sbY_t$$

ahol s a megtakarítási hányad, b a munkajövedelem hányada és Y az adott évi jövedelem. Az r növekedését a modellezés szerint nagyrészt ellensúlyozza az Y és emiatt az S csökkenése.

¹² Hasonló eredményeket mutatott ki empirikus adatokra épülő modell felhasználásával egy 1988. évi OECD-tanulmány (*Turner és szerzőtársai* [1998]).

¹³ Például a második világháború után született nagy népességszámú *baby boom* nemzedék munkába állása és munkában maradása a 60-as évek végétől 2010-ig tart, a *baby boom* nemzedék nyugdíjba vonulása 2010-től megkezdődik.

¹⁴ Ezt persze megelőzi a tőkekihelyezési periódus, amelyben egy gyorsan idősödő ország foglalkoztatási helyzete még kedvező, a munkaképes népesség nő, és a belföldi megtakarítások ott emelkednek. Az ország pozitív nettó belföldi megtakarítása a lakosság öregedésének a következménye, ilyenkor a fizetési mérleg jellemzően aktív (például Japán és Németország esete).

1. táblázat

Az autark és a globális szemléletű megközelítések szimuláció alapján számszerűsített különbsége (százalékpont)

	2020	2050
<i>Nettó külföldi eszközök (a GDP százalékában)</i>		
Gyorsan idősödő országok	20,20	63,40
Lassan idősödő országok	-46,40	-64,30
<i>GDP</i>		
Globális	0,53	1,27
Gyorsan idősödő országok	-1,64	-4,20
Lassan idősödő országok	6,25	7,75
<i>Átlagbér</i>		
Gyorsan idősödő országok	-1,60	-4,20
Lassan idősödő	6,30	7,80
<i>Nyugdíjas-jövedelem</i>		
Gyorsan idősödő országok	0,13	0,40
Lassan idősödő országok	-0,80	-0,92

Forrás: idézi Holzmann [2000] 12. o.

lönböző, az előregedő térségek gazdasági súlya olyan mértékben meghatározó, hogy a lassan idősödő országok elméletileg is csak kis ellensúlyozó hatást gyakorolhatnak a gyorsan idősödő országok nyugdíjasainak jövedelmére. Alapvető probléma, hogy a gyorsan idősödő országok tőkeáramlási periódusában – többek között a tőkepiacok fejlettsége és a gazdaság terjedelme miatt – az igen fiatal népesség-összetételű¹⁵ országok tőkefelvő képessége gyenge. A *baby boom* nemzedék nyugdíjba vonulási periódusában a fiatal lakosságú, fejletlen országoknak többletmeztakarításokat kellene generálni, ebből megvehetnék azokat a vagyoneszközöket, amelyeket a fejlett, gyorsan idősödő országok megfogyatkozó aktív népessége megtakarítás híján képtelen – a korábbi áron – megvásárolni. Ez a két csoport eltérő gazdasági erőviszonya miatt meglehetősen irreális feltételezés.¹⁶

Mindebből nem következik az, hogy a nyugdíjcélú megtakarítások esetében a külföldi befektetéseknek ne lehetne semmilyen funkciójuk. Szerepe lehet a befektetések diverzifikálásában, a belföldi kockázatok mérséklésében stb.,¹⁷ azonban a külföldi befektetések költségesebbek is (tranzakciós, elemzési stb. költségek, árfolyam- és politikai kockázat miatt). A diverzifikációs lehetőségeket pedig éppen az korlátozza, hogy a fokozódó tőkeáramlás – a globalizáció – miatt egyre jelentősebb a tőkepiaci indexek együttmozgásai. A nyugdíjpénztárak által külföldre kihelyezett tőke ugyanakkor kiesik a hazai finanszírozásból, s ez a belföldi növekedést korlátozza, ami kevesebb belföldi

¹⁵ Az afrikai országok, valamint India tartozik a lassabban öregedő lakosságú országok csoportjába. A közkeletű felfogással szemben Kína nem része ennek a csoportnak, népessége az elkövetkező évtizedekben viharosan öregszik, s 2025-re az Egyesült Államokénál öregebb lesz (Takáts [2010]).

¹⁶ A magas jövedelmű országok (amelyekben a lakosság általában gyorsan öregszik) GDP-je 72 százalékot tesz ki a világ teljes GDP-jében. A gyorsan öregedő népességű Kínát is ideszámítva, az arányuk már a 79 százalékot is eléri (World Bank [2009]).

¹⁷ A kockázatdiverzifikáció témájában ennél jóval kritikusabb Barr [2001], szerinte mindkét nyugdíjrendszerre jellemzők a makrogazdasági, demográfiai és politikai kockázatok, de a tőkefedezeti rendszer többletkockázatokkal is jár. A piaci kockázatok itt jelentősek.

jövedelem és így kevesebb hazai megtakarítás képződéséhez vezet. Mindezek miatt a magánnyugdíjpénztárak esetében a vagynon elért hozamok a vagyonfelhalmozásnak csak egyik – kimondottan mikrogazdasági megközelítésű – elemét tükrözik. A teljes hatás csak makrogazdasági (globális) megközelítéssel lehetséges, amikor számba vesszük a képződő megtakarítási hatást is.

A szimulációs modellezés szerint a kettőnek együtt (hozam és a képződő megtakarítás) még nagyon komoly tőkeáramlási volumenek mellett is csak kis szerepe lesz a nyugdíjasok helyzetének javításában.

A nyitott gazdasági modell esetében azonban azt sem szabad figyelmen kívül hagyni, hogy a külföldi kihelyezések csak a nettó megtakarító országokban lehetnek a befektetések diverzifikálásának szerves eszközei (*World Bank* [2006]). Ahol az ország tartósan külső finanszírozásra szorul, ott a nyugdíjpénztárak tőkekihelyezései rontják a pénzügyi stabilitást. A nyugdíjpénztárak által generált tőkeáramlás tovább emeli az amúgy is fennálló külföldi forrásigényt, így növelve az adott ország sérülékenységét.

Az előregedő országok ebből a szempontból nem alkotnak homogén halmazt. A leginkább előregedő országok (mint például Japán vagy Németország) nettó megtakarítók, de az előregedő feltörekvő piaci térség legtöbbje, ezen belül Magyarország¹⁸ általában nem ilyen.

Megállapítható, hogy a nyugdíj-megtakarítások külföldi befektetése sem tekinthető csodaszernek a tőkefedezeti rendszerben az előregedés problémáinak kezelésében.

Tőkefedezeti vagy felosztó-kirovó rendszer?

Mindezekkel azt kívántuk bemutatni, hogy a nyugdíjkérdés makrogazdasági logikájából fakadóan illúzió azt várni, hogy a tőkefedezeti nyugdíjrendszer varázsütésre megoldja az a társadalom előregedésének kérdését. A fő probléma ugyanis reálgazdasági természetű, vagyis az, hogy a GDP kevésbé képes növekedni, ha a csökken az aktív dolgozók száma, és a nyugdíjasoké növekedik. Tehát a második pillérnek az előregedés kezelésében nincs fölénye a társadalombiztosítási nyugdíjrendszerrel szemben. A tőkefedezeti rendszerben lehetővé váló részvény- és külföldi befektetések sem képesek kezelni az előregedés fő problémáját. A keresztmetszeti vizsgálat azt mutatja, hogy az aktívák megtakarításai számitanak, a nyugdíjasok fogyasztása az aktívák megtakarításaival egyezik meg. Ez a tőkefedezeti és a felosztó-kirovó rendszerben is így van. Ezt tekintve egyik rendszer sem szükségképpen jobb, mint a másik.¹⁹

Az *1. ábrán* hazai példán szemléltetjük, mennyire esetleges az, hogy melyik rendszer teljesít jobban. Az ábra bemutatja a hazai társadalombiztosítási rendszer költségvetési terheinek alakulását, vagyis az általa kifizetett nyugdíjakat a GDP százalékában. Jól látható, hogy a parametrikus változások (13. havi nyugdíj, nyugdíjkorhatár, a nyugdíjszámítási szabályok) milyen nagy mértékben befolyásolják a jövőbeli nyugdíjkifizetéseket.

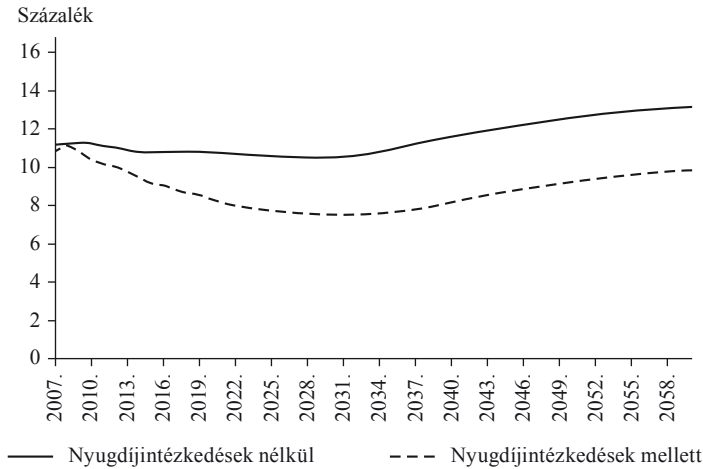
A magán-nyugdíjpénztári portfólió alakulását pedig a piaci folyamatok tehetik törékennyé, miközben ez a szegmens is ki van téve politikai kockázatoknak (*2. ábra*).

¹⁸ A világgazdasági válság a hazai fizetési mérleget is aktívumba lökte, ez a helyzet azonban várhatóan csak átmeneti lesz.

¹⁹ Ez persze nem zárja ki azt, hogy a gazdaságpolitika számára könnyebb lehet a piacra háritani az előregedés miatt keletkező makroszintű feszültségeket. A tőkefedezeti rendszer – főként a járulékkal meghatározott (DC) rendszer – automatikusan elvégzi a folyó megtakarítások hozzáigazítását a nyugdíjasok fogyasztásához. Itt önkéntes döntéseken alapul az, amit a társadalombiztosítási rendszer a parametrikus lépéseken keresztül egyedi politikai döntésekkel hoz létre. Igaz, hogy a társadalombiztosítási rendszerben is lehet olyan állandó szabályokat megállapítani, mely minden időben biztosíthatja az egyensúlyt (lásd például a svéd modellt).

1. ábra

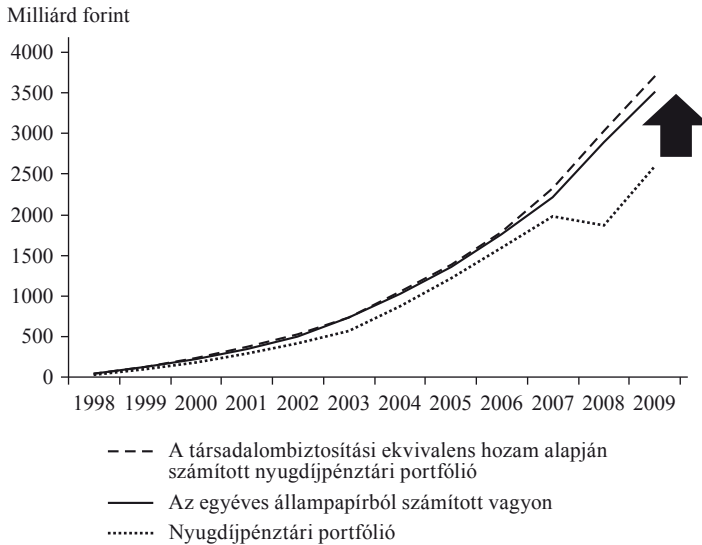
Az állami nyugdíjkiadások hosszú távú alakulása
a 2009. évi reform előtt és után a GDP százalékában



Forrás: PM-számítás (Magyarország aktualizált... [2010] 50. o.).

2. ábra

A nyugdíjpénztári portfólió, az állampapírindex és
a társadalombiztosítási ekvivalens elméleti portfólió alakulása*



* A társadalombiztosítási ekvivalens hozamon – Orbán–Palotai [2006a] alapján – azt a hozamot értjük, amelyet a magán-nyugdíjpénztári szektornak teljesíteni kell ahhoz, hogy a kétpilléres tőkefedezeti rendszer ugyanolyan nyugdíjat biztosítson, mint a tiszta felosztó-kirovó társadalombiztosítási rendszer folyósított volna rendszer tagjai számára.

Forrás: ÁKK-számítás az ÁKK és a PSZÁF adatainak felhasználásával.

Magyarországon a magán-nyugdíjpénztári teljesítmény meglehetősen kedvezőtlen. A 3,1 százalékos társadalombiztosítással megegyező reálhozamtól jóval elmaradó mértékben produkált a második pillér. A fenntartható költségvetési pályát – önffinanszírozó társadalombiztosítási rendszert – feltételező 2,7 százalékos semleges ráta nagyjából az állampapírhozámok szerint kamatozó magánpénztári portfóliónak feleltethető meg.²⁰

A tőkeképződés folyamatait hosszmetzeti (időbeli) megközelítésben is megvizsgálva, érdekes következtetésre juthatunk. Ebből a szempontból is viszonylagossá válik a két rendszer különbsége. A társadalombiztosítási rendszerben az állam jövőben esedékes nyugdíjartzásainak jelenértéke az állam implicit adóssága.²¹ Ebből is látszik, hogy nem lehet élesen megkülönböztetni a tőkefedezeti rendszert a felosztó-kirovótól még az időbeli folyamatok nyomon követése esetén sem. A társadalombiztosítási rendszerben is van „felhalmozott tőke”, a rendszer tagjainak „implicit felhalmozott tőkéje” maga az állam implicit adóssága.²² Barr [2000] szerint „a társadalombiztosítási rendszer vagyonának alapja a kormányzat azon joga, hogy a jelenlegi és jövőbeli generációkat megadóztassa” (15. o.).

Térjünk vissza még a külföldi befektetések kérdésére! Bemutattuk, hogy a tőkefedezeti rendszer ugyan képes külföldi befektetések megvalósítására, de megállapítottuk azt is, hogy lényeges hatást ez sem gyakorolhat az előregedő országokban a nyugdíjasok jövedelmének stabilizálására. Fontos azonban látni azt is, hogy a társadalombiztosítási rendszer mellett is van elvi lehetőség a nyugdíjjövedelmek simítására, még pedig az állam adósságának, ezen belül is a külső adósságának változásán keresztül. Demográfiai csúcs idején a külső adósság leépíthető, vagy a külső befektetési eszközök, illetve a devizataralékok növelhetők, míg demográfiai mélypont esetében a külső államadósság növelése vagy a devizataralékok leépítése válik szükségessé. Jó kormányzati politika mellett a társadalombiztosítási rendszer is képes külföldi források igénybevételére. Azonban a társadalombiztosítási rendszer ugyanolyan problematikussá válhat a nyugdíjasok fogyasztásának biztosításában, mint a tőkefedezeti. Tehát, ha az előregedés globális jellegű, akkor nehéz a helyzet általános javítása ily módon. Ha mindenki elad vagyontárgyakat, akkor a devizataralékok és az állami alapok vagyona is ugyanúgy leértékelődik, mint a tőkefedezeti rendszerben felhalmozott vagyon.

Ha tehát kiindulásként igaz, hogy egyik nyugdíjrendszer sem jobb az előregedés szempontjából a másikkal, akkor ebből az is következik, hogy makroszinten vélhetően az lehet a „jobb” nyugdíjrendszer, amely nagyobb hosszú távú növekedést gerjeszt.²³ Ez a nagyobb növekedés teremthet(ne) majd nagyobb lehetőséget a meredeken növekvő számú nyugdíjas fogyasztásának biztosítására.

A tőkefedezeti rendszer az elképzelt „idealizált” változatában pedig pozitív reálnövekedési hatásokkal is jár. E mögött az egyik fő közgazdasági alapfeltevés áll, mely szerint a tőkefedezeti rendszer segíti a hatékony tőkeallokációt, és hozzájárul a tőkepiacok fejlődéséhez és így a gazdaság növekedéséhez. Érdemes tehát egy kicsit részletesebben is megvizsgálni ezt a kérdést.

²⁰ Ezen társadalombiztosítási ekvivalens hozamokról lásd Orbán–Palotai [2006a] 597–601. o.

²¹ Németh György értelmezésében például ez az implicit adósság egyben az állampolgárok felhalmozott tőkéje is, hiszen gyakorlatilag ezen összegeket ők „adták kölcsön” az államnak a jövőbeli nyugdíjjáradékuk fejében (Németh [2010] 280. o.). Az állam egyik napról a másikra jelentősen változtathatja az implicit adósságot, ez a rendszer fontos politikai kockázata. A tőkefedezeti rendszerben viszont a piaci kockázatok okozhatnak jelentős változást a nyugdíjgérvényekben.

²² Közkeletű vélekedés, hogy a felosztó-kirovó rendszerben az aktívak „tartják el” a nyugdíjasokat. Az azonban nem olyan ismert, hogy a tőkefedezeti rendszerben is ugyanez a helyzet. A jövedelemhez jutás formája más, az előzőben az állam nyújt járadékot a korábbi kényszerű megtakarítások fejében, a másik rendszerben a vagyontárgyak eladása révén lehet jövedelemhez jutni, vagy a vagyont lehet annuitásos jövedelemre cserélni.

²³ „Ami igazán számít, az a nyugdíjba vonulás utáni kibocsátás szintje.” (Barr [2000] 4. o.) Ez az alapvető abból a szempontból, hogy a nyugdíjvárákozások valóban teljesülnek-e.

Tőkeallokáció a tőkefedezeti rendszerben, különös tekintettel a feltörekvő országokra

A tőkefedezeti rendszerben a nyugdíjcélú megtakarításokat nyugdíjpénztárakban gyűjtik, ezek hajtják végre a befektetéseket. De mibe fektessenek ezek a pénztárak a feltörekvő országokban, ahol a tőkepiacok általában meglehetősen fejletlenek? Ez nyilván a finanszírozási szerkezettől, az államadósság terjedelmétől, az intézményrendszerrel és az állami szabályozástól is függ.

A feltörekvő országokban szinte természetes volt az állampapírba történő befektetés. Ez az értékpiacon szegmens kínálkozott az államadósság léte miatt a feltörekvő országokban is, s viszonylag könnyen volt kiépíthető, fejleszhető. Ezenkívül a nyugdíjpénztárak „természetes” vásárlói is az állampapíroknak, amelyek hosszú távú, viszonylag stabil, jól tervezhető és biztos befektetéseként funkcionálnak.

Ha az olyan – nem zöldmezős – tőkefedezeti rendszert tekintjük, amely csak állampapírokba fektet, az állam explicit adóssága – *ceteris paribus* – annnyival nő, amivel az implicit adósság (az állam létrejövő jövőbeli nyugdíjartzóságainak jelenértéke) csökken.²⁴ Tehát modellszerű absztrakciók és leegyszerűsítések mellett a társadalombiztosítási rendszerből a tőkefedezeti rendszerbe történő átmenet miatt sem generációs, sem makroszinten nincs veszteség (*Simonovits* [2002] 9. fejezet). A tényleges hatások értékelésénél azonban a valóságos folyamatok felé közeledve több feltételezést is fel kell oldanunk. Figyelembe kell venni például azt, hogy a tőkepiaci intézményrendszer kiépítése és fenntartása jelentős forrásokat igényel.²⁵ Tehát a pótlólagos nyugdíjvagyon kissé kevesebb lehet, mint az explicit adósság növekedése.

Fontos áttekinteni azt is, hogy milyen hatást gyakorol a kamatszintre a társadalombiztosítási rendszerből a tőkefedezeti rendszerbe történő átmenet. A hatás első látásra semleges, hiszen amennyivel az államháztartási deficit automatikusan nő, s amennyivel az állampapír-kínálat bővül, ugyanannyival emelik a keresletet a pénztárak vásárlásai.

Ha azonban a deficit és az explicit államadósság emelkedése miatt a befektetői megítélés a rövid távú szemlélet alapján romlik, akkor a kamatszint még emelkedhet is.²⁶ Az így bekövetkező kamatszint-növekedés reálgazdasági és pénzügyi stabilitási hatása is lényeges lehet. A kamatemelkedés növeli a költségvetés terheit, miközben magánberuházásokat szoríthat ki neoklasszikus modellkeretben gondolkodva. Növeli egyúttal a hazai kamatok – külföldi kockázatmentes hozam feletti – felárát, valamint fokozza az alapkamat-különbségekre épülő kereskedési stratégia (*carry trade*) alkalmazását. A reálgazdasági hatás tehát negatív lehet, s romolhat a pénzügyi stabilitás.

Annak azonban, ha a magánnyugdíjpénztárak nem kívánnak állampapírt tartani, szükségképpen kamatemelő hatása van (lásd részletesen *Srinivas és szerzőtársai* [2000]). Az állampapírok kínálata ugyanis jobban nő, mint a kereslete. A kamatszint emelkedése pedig az előbbi alapján pótlólagos makroszintű terhet jelent.

Amikor tehát a modellszerű vizsgálattól fokozatosan távolodunk, vagyis figyelembe vesszük a tranzakciós költségeket, a piaci információs problémákat, s a piaci rövidlátósá-

²⁴ A magánpénztáraknak átengedett díjbevétel megegyező lesz a költségvetés kiadása is. A deficitnövekedés miatti az államadósság így annyi, mint a nyugdíjpénztárak vagyona. A deficit nagyságának megfelelő kibocsátásra fizet az állam kamatot. Ha a kibocsátott kötvényeket a pénztárak veszik meg, akkor ez az ő „bevételük” lesz.

²⁵ „A járadék szolgáltatás költségei nemzetközi tapasztalatok szerint a járadékra átváltott tőke 15–20 százalékat is eléri. ... *Ország–Stiglitz* [1999] (31. o.) beszámol egy [Egyesült Királyság önkéntes nyugdíjpénztáira vonatkozó] vizsgálatról, amely szerint a költségek a befektetett tőke 40–45 százalékát is elérhetik.” (*Kun* [2010] 108. o.)

²⁶ Már a kezdeteknél is ajánlották, hogy a nyugdíjrendszeri változtatás ne legyen teljesen adósságfinanszírozású, ám ehhez komplex fiskális stratégia is nélkülözhetetlen. *Szabics* [2010] is idézi a *World Bank* [2006]-t.

got, akkor kimutatható, hogy az átállás a társadalombiztosítási rendszerből nem költségmentes (Simonovits [2002] 9. fejezet).

Összességében megállapíthatjuk, hogy a csak állampapír-befektetésre építő tőkefedezeti rendszer makroszintű problémákkal jár, hiszen az explicit adósság jobban nőhet (például a működési költségek miatt), mint amivel az explicit nyugdíjvagyon nő. Ezért az ilyen tőkefedezeti rendszer várhatóan legjobb esetben is csak a társadalombiztosítási rendszer nyugdíját tudja fizetni, illetve – a költségek miatt – annál kicsit kevesebbet. A tőkefedezeti rendszer teljesítménye a fent bemutatott kamatemelkedés miatti negatív reálgazdasági hatás következtében azonban még rosszabb is lehet.

A kérdés tehát fennmarad: ha a tisztán állampapír-befektetésre építő magánnyugdíjpénztárak léte nem igazán indokolható, akkor mibe is fektessenek a pénztárak. A részvénybefektetéseken alapuló fejlett piaci megoldás főként ott létezik, ahol fejlett a részvénytőkepiac (Egyesült Államok, Nagy-Britannia, Hollandia stb.). A feltörekvő országok tőkefedezeti rendszereivel kapcsolatban is nagy volt a remény, hogy a befektetéseket angolszász mintára a részvénytőkepiacokra lehet terelni.

Milyen makrogazdasági hatásokkal járnak a nyugdíjpénztári részvénybefektetések a társadalombiztosítási rendszerből a tőkefedezetibe történő átmenetkor? Amennyiben a pénztárak állampapírok helyett hazai részvényeket vásárolnak, akkor a kamatszint emelkedik, de a részvényárfolyamok is nőnek, és a beruházások tőkepiaci finanszírozása könnyebbé válik. Ekkor a bemutatott kedvezőtlen reálgazdasági hatást felülműlják a pozitív hatások. Tehát ha a részvénytőkepiac megfelelően ellátja forrásokkal a gazdaságot, akkor a részvénytőkepiac fejlődése bőven kárpótolhatja a magasabb kamatszintért.²⁷ Alapvető lehet tehát a részvénytőkepiac működése, beágyazottsága a gazdaság finanszírozásába.

A részvénytőkepiacok fejlődése azonban csak néhány feltörekvő országban (például Dél-Korea, Chile, Malajzia) érte el azt a szintet, amelyek alkalmasak voltak a nyugdíj-megtakarítások felszívására. A kontinentális Európa nagy részén és a feltörekvő országok többségében a gazdaság finanszírozási szerkezete teljesen eltér az angolszász országokétól: a vállalatok finanszírozásában sokkal nagyobb szerepet kap a bankhitel, és kisebbet a részvény útján történő forrásbevonás. Ez megmutatkozik a részvénytőkepiac GDP-arányos terjedelmében. Míg az angolszász országokban a részvénytőkepiaci kapitalizáció (a válság előtt) jóval meghaladta a GDP 100 százalékát, addig Nyugat-Európában ez 60–70 százalék körüli volt, és a feltörekvő közép-kelet-európai országokban pedig 10–30 százalék körüli (Magyarországon 2009 végén 22 százalék). A gazdaság (vállalatok) finanszírozása túlnyomórészt banki hitelekkel, közvetlen külföldi hitelfelvétellel és saját források igénybevételével történik. A feltörekvő országokban – és így Magyarországon is – a részvénytőkepiacok tőkefelszívó képessége alacsony, s még a látványos részvényindex-növekedések is általában csupán árnövekedést jeleznek, s nem tőkefinanszírozást. A tőkepiaci árindex-emelkedések közvetve segítik a vállalatok tőkéhez jutását. A tőzsdei emelkedés mellett ugyanis a vállalatok olcsóbban jutnak forráshoz. Ez a kedvező hatás viszont csak akkor jelentkezik, ha van elsődleges kibocsátás a tőzsdén.

A magyarországi példa azt mutatja, hogy az eltelt 12 éves időszakban a nyugdíjpénztárak révén nem hatolt be tőke a vállalati szféra finanszírozásába, hiszen a tőzsdei vállalatok szinte alig vontak be valódi részvénytőkepiaci forrásokat.²⁸ Ilyen körülmények között a tőkepiaci acra terel(ődöt)t kereslet inkább csak a buborékképződést erősíthette.²⁹

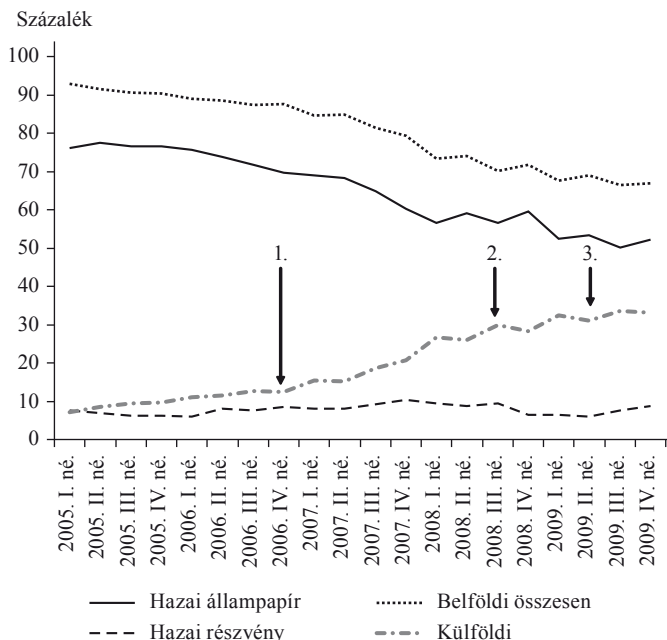
²⁷ Az eredeti világbanki javaslatokban ez szinte alapfeltevés volt.

²⁸ A BÉT nagy fegyvertényként említi, hogy „több mint tíz év után először nyilvános tőkeemelés is volt a tőzsdén” (*A körülményekhez képest ...* [2010]). http://www.portfolio.hu/users/elofizetes_info.php?t=cikk&i=126751.

²⁹ Erre hívta fel a figyelmet Peru esetében a *World Bank* [2006], illetve Lengyelország esetében *Radnai* [2009].

3. ábra

A Bamosz-tagok által kezelt pénztári vagyon portfólió-összetétele és a reguláció



1. A választható portfóliós rendszer előírása.
2. IMF-csomag felvétele, s a korábbi szabályok lazítása.
3. Külföldi befektetések korlátozása.

Forrás: Bamosz.

A részvénytulajdonosok kis mérete mellett a részvénybefektetések reguláció általi erőltetése Magyarországon főként a külföldi kihelyezéseket ösztönözte. A lehetőségként adódó külföldi befektetésekről, illetve az azokkal kapcsolatos makrogazdasági problémákról már szóltunk: a befektetések hozamának növekedését gyakorlatilag ellensúlyozza a belföldi gazdasági növekedésre és a belföldi megtakarítások képződésére való negatív hatás.

Az elmúlt évtizedben a hazai nyugdíjpénztári rendszer tőkeallokációban betöltött szerepét számos makrogazdasági anomália jellemezte.

- A szektor a hazai privatizációban nem vállaltott részt, mivel a hazai privatizációs politika ezt nem támogatta.

- A tőzsdéi cégek 80 százaléka külföldi kézben van. Mindeközben közel egy évtizeden keresztül a pénztárak portfóliójában 10 százalék alatt maradt a hazai részvénytulajdon, azaz a pénztárak a tőzsdéi privatizációban sem vettek részt. A tőzsde kis terjedelme nem tett lehetővé megfelelő portfóliódiverzifikációt a pénztárak számára.

- A hazai cégek tőkeszegények, különösen hosszú távú forrásokban szűkölködnek, miközben a nagy nyugdíjpénztárak a válság előtti és alatti időszakban a portfólió mintegy harmadát külföldre csatornázták.

- Az ország a belföldi megtakarítások elégtelensége miatt jelentős külföldi forrásbevonásra szorult, mindeközben a nyugdíjpénztárak a náluk landoló hosszú távú hazai megtakarítások egy részét külföldön fektették be. Ennek fonákja különösen az IMF hitelfelvétele után vált nyilvánvalóvá. Az ország külföldi finanszírozása ekkor láthatóan megkérdőjeleződött, s e közben a pénztárak – a pénztártagok érdekében hivatkozva – növel-

ték külföldi befektetéseiket. Ráadásul a magyar pénztárak külföldi befektetésesei önmagukban növelik a bruttó külföldi eladósodást, és a befektetők sajnos általában ezt – és nem a nettó adósságmutatót – nézik.

– Az állami reguláció a pénztári szektor gyengének tartott hozamteljesítményére úgy reagált, hogy először a részvénybefektetést ösztönözte (gyakorlatilag előírta) a nyugdíjpénztárak esetében. A részvény piac mérete miatt ez csupán a külföldi befektetéseket gerjesztette. Majd, amikor a válság kitört, akkor a külföldi kihelyezéseket korlátozta.

Az itt elmondottakat jól illusztrálja a 3. ábra, amely a Befektetési Alapkezelők és Vagyonkezelők Magyarországi Szövetségének (Bamosz) tagjai által kezelt nyugdíjpénztári vagyon portfólió-összetételét mutatja az évtized második felében.

E gondolatmenet alapján vitathatókká válnak a hazai tőkefedezeti rendszer portfólióalakításának, valamint állami szabályozásának fő kiindulópontjai és irányai is. Ennek oka az, hogy egy angolszász mintán alapuló és igen fejlett tőkepiacra épülő modellt tartottak szem előtt, s ezt próbálták átültetni a hazai gyakorlatba. Nem voltak meg azonban azok a közgazdasági feltételek, amelyek a rendszert makro- és mikrogazdasági szempontból is hatékonyá tehetnék volna. Éppen ezért makrogazdasági szempontból is érdemes átgondolni a pénztárak portfólióalakításának irányait. Az eddigi fejtegetéseink számos lehetőséget nyújtanak újfajta következtetések levonására is.

Milyen a nyugdíjpénztárak kívánatos portfóliókezelése?

Rövid távú szemlélet – piaci kudarc. A chilei példa

Világbanki kutatók a feltörekvő országok egyik legfejlettebb tőkefedezeti rendszerével működő Chile példáján – ökonometriai elemzés segítségével – mutatják be a tőkepiaci szektor működésének hiányosságait (*Raddatz–Schmukler* [2008]). A szerzőpáros vizsgálatai rávilágítanak arra, hogy annak ellenére, hogy a nyugdíjpénztárak speciális intézményi befektetők, hosszú távú megtakarításokat gyűjtenek, időhorizontjuk a 20-30 éves időtávhoz képest meglehetősen rövid. Problémát jelent az is, hogy csupán a portfóliókezelés szempontjai érvényesülnek, az eszköz–forrás összehangolás annak ellenére nem érvényesül, hogy nem csupán megtakarításokat gyűjtenek, hanem (explicit vagy implicit módon) kötelezettségeik vannak jövőbeli kifizetésekre is. Általában jellemző rájuk a momentumkereskedés, azaz a múltbeli hozamok határozzák meg a vásárlásaikat. Emiatt visszatekintő hozamok alapján hozzák a döntéseiket: ha ezek a hozamok esnek, akkor eladnak, ha emelkednek, akkor vásárolnak. Ezzel a prociklikusságot (buborékképződést) fokozzák. A rövid távú szemléletet jelzi az is, hogy ha a hosszú lejáratú kötvények ára esik, akkor eladnak, holott ez nem konzisztens a hosszú távú nyugdíjhozam-maximálással. Összességében is megfigyelhető, hogy a befektetők túl érzékenyek a rövid távú hozamváltozásokra,³⁰ ami különösen komoly kudarcot okoz az intézményi befektetőkön belül a nyugdíjpénztárak esetében. Hiszen nekik kellene finanszírozni olyan befektetéseket, amelyek hosszabb távon biztosítják a fizikai és szellemi tőke olyan kapacitását, amely révén a jövőben finanszírozható a majdani aktívak és a majdani nem dolgozó népesség – s ezen belül az egyre nagyobb számú nyugdíjas – fogyasztása. Kiváltképpen élesen merül fel ez a kérdés a feltörekvő piacokon, ahol általánosan is jellemző a tőkehiány, ami fokozottan érvényes a hosszú forrásokra.

³⁰ *Miles* [1993] úgy találta, hogy az intézményi befektetők – rövidlátásuk miatt – nem optimális hosszú távú befektetők. Részletesen vizsgálta ezt még Chile esetére *Opazo–Raddatz–Schmukler* [2009].

Mi a kívánatos a pénztárak irányításában?

A nyugdíjrendszerek s így a nyugdíjpénztárak makrogazdasági szempontból akkor teljesítik legjobban a feladatukat, ha a gazdaság hosszú távú növekedését segítik, hiszen a magasabb növekedési teljesítmény kínál majd lehetőséget magasabb nyugdíjakra is.³¹ Az irodalom ajánlása szerint ezek alapján a nyugdíjpénztárak fontos funkciója lenne a hozzájuk vándorló hosszú lejáratú források hosszú lejáratú befektetésekbe csatornázása. Ehhez azonban a jelenlegi üzleti modelltől teljesen eltérő keretek között kellene tevékenykedniük, amihez pedig más érdekeltségi, ösztönzési, számviteli és szabályozási környezet szükséges. A nyugdíjpénztári portfóliónak optimális esetben egy nagyfokú állami eladósodással jellemezhető feltörekvő országban még a következő követelményeknek is meg kell(ene) felelnie. Az olyan intézmény, amely működése hosszú távú időhorizonton zajlik,

1. a hosszú távú megtérülést tartja szem előtt;
2. finanszírozóként részt vesz a gazdaság fizikai és emberitőke-képződésének hosszú távú folyamatában;

3. nem veszélyezteti az állampapírpiac stabilitását, ha magas az államadósság.

Ezek alapján a hagyományos részvénypiaci befektetések erőltetése helyett sokkal fontosabb lehet az egyéb típusú, de alapjában hosszabb távú befektetések ösztönzése. Ezen belül is a tágran értelmezett infrastrukturális befektetéseknek³² vélhetően sokkal nagyobb szerepet kell kapniuk a pénztárak portfóliójában. Ez lehet a jövő egyik legnagyobb kihívása a nyugdíjpénztári ágazat, de a gazdaságpolitika számára is.

Az OECD egy 2009-ben készült anyaga összefoglalja azokat az előnyöket, melyeket a nyugdíjpénztárak realizálhatnak az ilyen befektetésekkel (*Inderst* [2009]). Ezek alapján az infrastrukturális befektetések legfontosabb előnyei a következők lehetnek a nyugdíjpénztárak számára:

- stabil és előrelátható cash flow;
- hosszú távú jövedelembéramlás;
- általában inflációvédett áramlások, s ez segítheti az eszköz–forrás összehangolást;
- a nyugdíjpénztári hozamok kevésbé érzékenyek a konjunktúraciklusra, a kamatok alakulására és a tőzsdei folyamatokra, s ezért alacsony a más eszközökkel való együttmozgás, s ez diverzifikációs lehetőséget rejt magában;
- viszonylag alacsony a csődráta.

Az egyik oldalon a hosszú lejáratú forrásokat tehát legalább részben hosszú megtérülést biztosító befektetésekhez kellene irányítani. Különösen a külföldi befektetések rovására érdemes ezt az „üzletágot” fejleszteni. A német állampapír alacsony hozamú, de a pénztárak előszeretettel választják ezt a befektetést, mert csökkenti a hozam volatilitását, s kevésbé érzékeny a belföldi konjunktúraciklusok mozgására. Tehát a portfólió egyik szegmensénél már most is létezik olyan megközelítés, amely a „nagy” hozamot feláldozza más célok érdekében. Miért ne lehetne ez a befektetés, hasonló feltételekkel, csak éppen hazai infrastrukturális befektetés? Az elgondolás annak ellenére nem jelent teljes elrugaszkodást a valóságtól, hogy a megvalósítás számos nehézségbe ütközik (ilyenek például a likviditási, pénzügyi megtérülési, számbavételi, politikai stb. kockázatok). Az OECD már 2007. évi gazdaságpolitikai ajánlásai között szerepel, hogy a nyugdíjpénztárak támogassák az infrastrukturális fejlesztéseket. „Az infrastruktúra az alacsony kockázatstabil hozam profiljával komoly befektetési lehetőséget jelent a nyugdíjpénztárak számára.” (*OECD*

³¹ Lásd a 23. lábjegyzetben *Barr* [2000] idézetét.

³² Az infrastruktúrát tágran értelmezve ide soroljuk a gazdasági infrastruktúrát (közlekedés, közüzemi szolgáltatás, távközlés, megújuló energia, környezetvédelmi stb.) és a társadalmi infrastruktúrát (egészségügyi és oktatási intézményekbe történő befektetések, védelmi és környezeti beruházások stb.).

[2007].) Komoly intellektuális kihívás megtalálni azokat a pénzügyi mechanizmusokat, amelyekkel a nyugdíjpénztárban megjelenő hosszú lejáratú forrásokat az infrastrukturális beruházásokba csatlakoztathatók, de várhatóan megéri. Mindenesetre, ha a tőkével sokkal jobban ellátott fejlett világ is gondolkozik ezen, akkor nyilvánvalóan egy tőkeszegény országban még nagyobb szükség van erre.³³

Egy olyan országban, ahol az intézményi befektetők szerepe nagy és növekvő a finanszírozásban, ott komoly növekedési problémát okozhat az intézményi befektetők rövid távú szemlélete. Ez kevésbé optimális hosszú távú befektetésekhez vezet, ami pedig a GDP növekedési képességében is megjelenik. A hosszú távon megtérülő befektetések esetén a korrekciót az államnak segítenie kell. Ilyen megközelítésben a magánnyugdíjpénztárak új befektetési területhez is juthatnának. Ugyanis a közösségi szolgáltatások (egészségügy, oktatás, közösségi közlekedés stb.) fejlesztésében, a nélkülözhetetlen intézményi reformok tőkeháttérének megteremtésében is szerepe lehet a nyugdíjpénztáraknak.

Új szemlélet a nyugdíjvagyon értékelésében – makrogazdasági és demográfiai megközelítés

A nyugdíjvagyon értékelésekor is számos közkedvelt leegyszerűsítéssel találkozhatunk. Fontos tudatosítani, hogy a nyugdíjvagyon alakulása alapján makrogazdasági meghatározottságú, vagyis a hosszú távú belföldi jövedelemképződéstől függ, amelyet hosszú távon a demográfiai tényezők komolyan determinálnak.

A magánnyugdíjpénztárak portfóliójának egyedi hozamszámításai – vagyis a mikrogazdasági megközelítés – éppen ezért nem adnak teljes képet a később várható nyugdíjvagyon alakulásáról. Ebben az eddig kifejtettek alapján még mikrogazdasági szinten is meghatározó szerepe van az életpálya-megtakarítások nagyságának és a múltbeli, a jelenbeli és a jövőben várható hozamoknak. A nyugdíjvagyon szempontjából csak egy kiragadott elem a múltbeli hozam, amely a jövőbeli hozamról semmit sem mond. A végső nyugdíjjövedelmeket az életpálya során realizált belföldi jövedelmek és az abból képzett megtakarítások is meghatározzák. Tehát még az egyedi nyugdíjvagyonokat is csak makrogazdasági megközelítés alapján értékelhetjük.

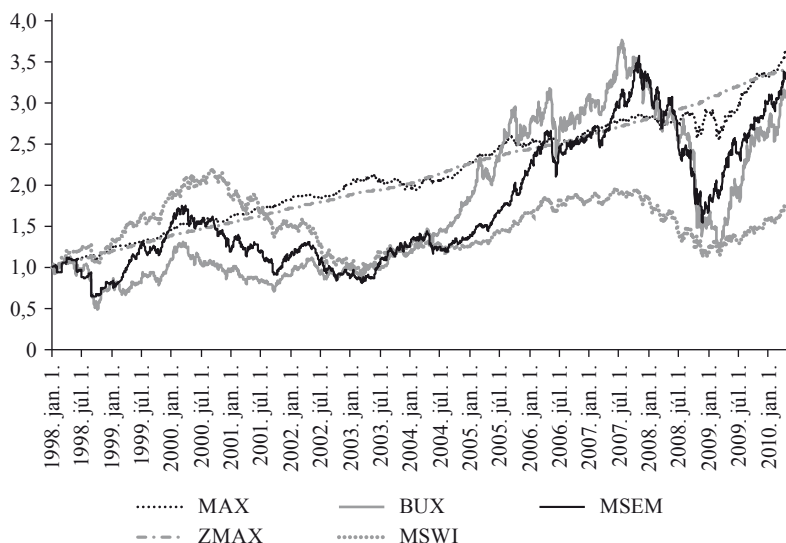
Ráadásul a különféle eszköztípusok hozamai hatnak egymásra: ha a részvényhozam nő, mert makroszinten a portfólió átrendeződött a kötvények rovására, ebből még nem következik szükségképpen, hogy az adott portfólión az átlagos nyugdíjhozam növekszik. Az állampapír-kereslet mérséklődésének hatására ugyanis az állampapír-vagyon leértékelődik, s így ezen a portfólión realizált hozam csökken. Ez negatív hozamok keresztthatásának tekinthető, ami a portfólió megoszlásától és az egyes eszközök árának keresleti rugalmasságától függ. S az korántsem biztos, hogy az együttes hatás eredője pozitív. A külföldi befektetések előtérbe helyezése esetén pedig a hozamok keresztthatása és az életpálya-megtakarítás csökkenésének hatása együttesen fékezi a nyugdíjhozamok növekedését.

A szokásos érvelés az is, hogy az állampapír-befektetések hosszabb távú hozamához képest nagyobb az alternatív befektetések (főként a részvények) hozama, s ezért célszerű a portfóliót ennek megfelelően – az életkor lefutásától függően – főként részvényekre alapozni. Ennek háttérében a részvényprémium-elmélet (*equity premium theory*) húzódik meg. Az empirikus vizsgálatok azt mutatják, hogy a részvényeknek hosszabb távon (2000-ig) körülbelül 3–7 százalékpontos többlethozama van a kockázatmentes hozamhoz (államkötvényekhez) képest.

³³ Lásd részletesen *Inderst* [2009], *Alonso és szerzőtársai* [2010]. 2009. decemberi izlandi példa, hogy a reykjavíki állami kórház építésének finanszírozásába kívánják bevonni a nyugdíjpénztárakat.

4. ábra

A fő befektetési instrumentumok indexei a nyugdíjpénztárak indulása óta*



* A hazai indexekkel konzisztens Morgan Stanley-tőzsdeindexek értéke forintban a globális szinten (MSWI) és a feltörekvő országokra (MSEM).

Forrás: Bloomberg, ÁKK.

Ezzel kapcsolatban meg kell állapítani, hogy

– a magasabb hozam magasabb kockázatot is jelent (főként nagyobb hozamingadozást);

– nagy államadósság esetén a kötvények kockázati prémieuma is magasabb a szokásosnál, így az állampapírhozamok is meglehetősen jó hozamokkal kecsegtetnek. Jó példa erre a hazai hozamszerkezet alakulása (4. ábra);

– a demográfiai tényezők hatnak a részvényprémium (a részvény- és az államkötvényhozam különbségének) hosszú távú alakulására is. A népes *baby boom* nemzedék munkába állásakor és megtakarító szakaszba kerülésekor emelkedés, majd a *baby boom* nemzedék nyugdíjba vonulásával csökkenés figyelhető meg.³⁴ Brooks [2000] szimulációs modelljében a részvényprémium mozgását az 5. ábra mutatja.

E gondolatmenet egyik fontos következménye, hogy a részvényprémiumnak is van életciklus jellege. Ebből pedig az is következik, hogy ha ez a prémium a demográfiai folyamatok alapján 20–40 éves időszakot áttekintve emelkedést mutat, akkor ebből nem következik szükségképpen az, hogy ez a kiterjeszhető a későbbi periódusokra.³⁵ Ez a megközelítés éppen arra hívja fel a figyelmet, hogy a tőkepiacok hosszú távú folyamataiban komoly trendváltások is bekövetkezhetnek, a korábbi tartós indexemelkedésekkel szemben teljesen ellentétes tendenciák törnek utat maguknak. Ez nemcsak az általános hozamkörnyezetre igaz, hanem a relatív (részvény/kötvény) hozam viszonyára is érvényes.³⁶

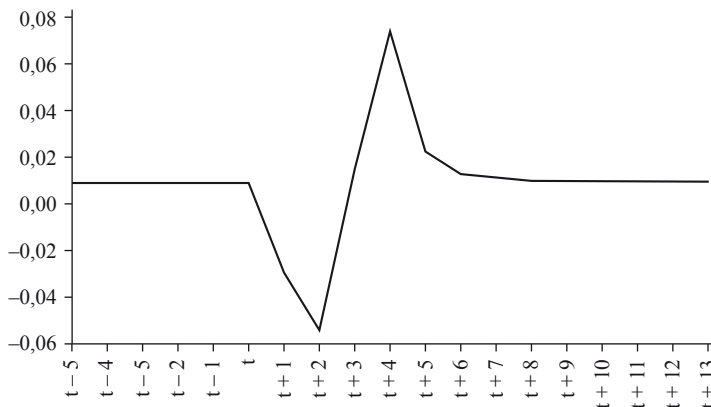
³⁴ Újabbán Kuhle [2008] is hasonló következtetésre jutott.

³⁵ Ez pedig azért jelent problémát, mert a pénz- és tőkepiaci árazási, valamint a kockázatkezelési modellek általában a múltbeli folyamatok jellemzőinek felhasználásával készülnek.

³⁶ A részvényprémium-rejtély (*equity premium puzzle*) kutatói gyakran vizsgálják, hogy miért lehet ilyen nagy hozamelőnyt érzékelni a tényadatokon az elmúlt 50–100 évben. (Például Mehra–Prescott [1985] Mehra [2003], Fama–French [2001]). Az utóbbi kimutatja, hogy az elmúlt 30 évben 3–5 százalékponttal magasabb részvény-

5. ábra

Részvényprémium alakulása a demográfiai sokk hatására



t = a *baby boom* nemzedék születésének időszaka, egy periódus hossza körülbelül 20 év.

Forrás: Brooks [2000] 25. o.

A demográfiai folyamatok szükségképpen utat törnek maguknak a tőkefedezeti rendszerben is, ezen a részvénybefektetések és a külföldi befektetések sem változtatnak alapvetően. Egyes egyének kerülhetnek jobb helyzetbe másoknál a „jó” befektetések révén, az egész generáció azonban nem, vagyis a nyugdíjasok nemzedékének helyzete és a nyugdíjvagyon szempontjából a makrogazdasági szint, vagyis az aktív népesség megtakarítása a meghatározó. Megállapítható, hogy a tőkefedezeti rendszerben a felhalmozott vagyon és a „jó” befektetések sem nyújtanak alapvető védelmet a nyugdíjaskorba kerülő *baby boom* nemzedéknek. A demográfiai tényezők gyors romlása a vagyont elértékteleníti (vagyonzsugorodás), a jövőbeli tőkehozamokat csökkenti. A tőkefedezeti rendszerben sem lehet magasabb a *baby boom* nemzedék nyugdíja, mint a felosztó-kirovóban, egyéb makrogazdasági feltételek változatlansága esetén.³⁷

Nyugdíjpénztárak és állampapírpiac

Fontos kiemelni azt is, hogy azokban az országokban, amelyekben nagy az államadóság, a nyugdíjpénztáraknak kiemelkedő finanszírozó szerepük is van. Ezért a nyugdíjpénztári rendszer működésével szemben alapvető követelmény, hogy az ne veszélyeztesse az állampapírpiac stabilitását. Az állam finanszírozási igénye ugyanis ilyenkor komoly belföldi megtakarítások igénybevételét jelenti. Belföldi megtakarítások hiányában külföldi forrásokat vonnak be. A külföldi források növekvő bruttó felhasználása

felárat lehetett kimutatni, mint az a reálgazdasági folyamatok alapján indokolható lenne. Ebből azt a következtetést vonják le, hogy az elkövetkező évtizedekben ennek korrekciója várható. A demográfiai háttér pedig ezekben az elemzésekben szóba sem került. Érdemes említést tenni arról, hogy a fejlett piaci tőzszeindexek az elmúlt évtizedben már korántsem mutatnak olyan jó teljesítményt, mint a 20. század második felében. A 2000-es években már az Egyesült Államok adatai, amelyeken a hosszú távú elemzések alapulnak, sem kedvezők. 2010 áprilisában a Dow Jones tőzszeindex értéke nominálisan az 1999. évi szinten volt. Japán esete még elriasztóbb, a Nikkei index értéke nominálisan az 1984. évi szinteken tartózkodik. Japán különösen rossz tőzszei teljesítményét többen éppen az előregedéssel magyarázzák.

³⁷ Tehát, ha nincs a rendszernek többletnövekedési hatása.

pedig az ország sebezhetőséget növeli. A stabil állampapírpiac ilyen körülmények között nemcsak makrogazdasági érdek, de a nyugdíjpénztári tagok közvetlen érdeke is. Ezért az állampapírpiac stabilitását nem szabad veszélyeztetni a nyugdíjportfóliók drasztikus változtatásaival. A hazai nyugdíjportfólió például 50 százaléka még most is állampapírban van, s amennyiben a pénztárak hirtelen elpártolnak az állampapírtól, akkor annak hozamát, így a portfólió egész hozamát is csökkenthetik vele. Különösen erős lehet a hatás, ha ez a befektetések külföldre helyezésével is együtt jár. Ilyenkor a belföldi deviza gyengül.³⁸ Az árfolyam gyengülése az inflációs célkitűzés monetáris politikai közegében kamatemelést generál. A kamatemelés pedig az állampapírvagyont leértékeli, az azon realizált hozamokat csökkenti. A belföldi deviza gyengülésének hatására a külföldi befektetések öngerjesztő hatásúak is lehetnek, azaz minél jobban elpártolnak a hazai befektetésektől, annál jobban növekszik a külföldi befektetések hozamelőnye.³⁹ Amennyiben a pénztárak hazai állampapír-befektetéseiket külföldi befektetésekre konvertálják, akkor ráadásul – egyéb feltételek változatlansága mellett – ezzel az állam külföldi eladósodását növelik, hiszen ekkor a belföldi kibocsátású papírokat, amelyet a pénztárak eladnak, pótlólagos belföldi megtakarítás híján csak a külföldiek vehetik meg. Tehát az ilyen portfólióváltás – ami például a hazai pénztárakban 2006–2008 között végbement – nemcsak az ország, hanem az állam sebezhetőségét is növelte.⁴⁰

Arról már szóltunk, hogy a nyugdíjpénztárak állampapír-befektetései makrogazdasági szinten – ha nem zöldmezős rendszerről van szó – nem járnak különösebb előnnyel. Ez a helyzet azonban csak akkor áll fenn egyértelműen, ha a keletkező államháztartási (elsődleges) deficit folyó fogyasztás miatti túlköltekezésből származik. A nyugdíjpénztári szektor állampapír-befektetéseit makrogazdasági szempontból a hosszú távú befektetések ösztönzése és az ilyen befektetések forrásainak megteremtése indokolhatja. Az állam hosszú távú (például egészségügyi, oktatási, infrastruktúrát érintő, de nem folyó fogyasztásban kimerülő) befektetéseihez hosszú lejáratú források szükségesek. Az állam forrásokhoz jutását érdemes lehet nyugdíjpénztári befektetésekkel segíteni. Az államháztartási deficit forrásai ilyen megközelítésben azonban csak az állam hosszú távú befektetései lehetnek. A nyugdíjpénztárak ilyen finanszírozással valóban az ország hosszú távú fizikai és emberitőke-kapacitásának bővítését segítheti elő. Ha a költségvetési deficitet csak ilyen okok magyarázhatják, valamint a nyugdíjpénztárak a hosszú állampapírok vásárlói lesznek, akkor az ilyen befektetés indokolható lehetne. Így olyan befektetések is megvalósíthatók, amelyekre jelenleg nincs forrás, viszont a gazdaság hosszú távú növekedését és így a nyugdíjasok jövőbeli fogyasztási kapacitását is kedvezően befolyásolják.

Az állampapírpiac fejlődése azonban más kedvező makrogazdasági hatásokkal is jár. Az állampapírpiacra ugyanis egy hosszú távú referenciahozam-görbe is keletkezik, amely azután kiindulópont lehet a gazdaság egyéb befektetéseinek értékelésénél. Így az állampapírpiac fejlődése alapja lehet a pénz-, a hitel- és a tőkepiacok további fejlődésének. A nyugdíjpénztárak stabil állampapír-befektetői szerepe pedig segíti az állampapírpiac fejlődését.

³⁸ Roldos [2003] szerint Chile és Kanada esete is azt mutatta, hogy a nyugdíjpénztárak külföldi allokációinak gyors növelése az árfolyam komolyabb gyengüléséhez vezetett.

³⁹ A külföldi befektetéseket azért is kell regulációval korlátozni, mert a nyugdíjpénztárak a pénztártagok érdekeire hivatkozva elvileg saját országuk ellen is „spekulálhatnak”, ez pedig a válságszituációk súlyosbodásához vezethet. A helyzet különösen ott éles, ahol nagy az ország külső finanszírozási igénye és az államadóssága. A spekuláció önbeteljesülő is lehet, s a végén mindenki, így a pénztártagok is rosszul járhatnak. Vö. a korábban tárgyaltakkal, vagyis hogy a hozamok mellett a megtakarítások nagysága is számít, az pedig végül is a GDP-től függ. A reguláció makrogazdasági szempontjainak fontosságára hívja fel a figyelmet legújabbban *Blanchard és szerzőtársai* [2010]

⁴⁰ Lásd korábban az ország sebezhetőségéről szóló részt és a 3. ábrát.

Következtetések, tanulságok

A tőkefedezeti nyugdíjpillér makrogazdasági megközelítése fontos tanulságokkal szolgál. Lényeges következtetés, hogy a nyugdíjrendszer második pillére nem nyújt önmagában megoldást az elöregedésre. A keresztmetszeti vizsgálat azt mutatja, hogy az aktívak megtakarításai számítanak, a nyugdíjasok fogyasztása az aktívak megtakarításaival egyezik meg. Ez a tőkefedezeti és a felosztó-kirovó rendszerben is így van. A probléma reálgazdasági hátterű, azaz a csökkenő számú aktív népesség mellett a GDP növekedési képessége mérséklődik. A kisebb növekedés mellett pedig az aktívoknak növekvő számú nyugdíjast kell eltartaniuk. Az öregedési problémán alapjában a tőkefedezeti rendszer esetében lehetővé váló részvény- és külföldi befektetések sem változtatnak. A népes *baby boom* nemzedék nyugdíjba vonulásakor a vagyonszugorodás hozhatja egyensúlyba a nyugdíjasok fogyasztási szándékát a csökkenő számú aktív népesség megtakarításával. A külföldi befektetések esetén pedig a nyugdíjhatás a modellek szerint elhanyagolható.

A tőkefedezeti rendszer számos más, a rendszerben benne rejlő, belső problémával is küzd. A tőkefedezeti rendszernek komoly áttérési költségei vannak a feltörekvő országok nagy részében, ahol „zöldmezős” indítás helyett a társadalombiztosítási rendszer átalakításával jött létre és erősödött a tőkefedezeti szegmens. A rendszer működési költségeitől már a fejlett országokban sem lehet eltekinteni, a fejlődő piacokon pedig a piac kis mérete, a verseny csekély szerepe miatt ezeknek a költségeknek súlya vélhetően még jelentősebb lehet. Az átmenet különösen nagy terheket jelenthet ott, ahol nagy az államadósság, és emiatt az állampapírok kockázati felára amúgy is magas (például Magyarország). A tőkefedezeti rendszer az implicit államadósságot csökkenti ugyan, de az explicit adósság – az áttéréssel általában együtt járó – emelkedése befektetői megítélés romlásához vezet, s ez a kockázati felárat külön is emeli. A magas adósságszint és a növekvő kockázati felár erősítheti a fenntarthatósági aggodalmakat. Ezenkívül fontos szempont az is, hogy a maastrichti adósságkritérium az explicit adósságra vonatkozik, így azt kell teljesíteni, s főként azt is kéri számon a befektetők. A nemzetközi összehasonlításokban így azok az országok kedvezőtlenebb helyzetbe kerülhetnek az eurócsatlakozás szempontjából is, amelyekben a nyugdíjrendszer átalakítása gyorsabb, mint máshol.

A nyugdíjpénztárak meghatározó szereplői a belföldi tőkepiacnak, ezért magatartásuk befolyásolja az állampapírpiac helyzetét, az egész pénzügyi stabilitást, valamint a gazdaság finanszírozásán keresztül a gazdasági növekedést is. Ebből a szempontból piaci kudarchoz vezet a befektetések rövid távú szemlélete, illetve a makrogazdasági megközelítésük, ezen belül is az, hogy mellőzik a pénzügyi stabilitási szempontokat. A pénzügyi stabilitás két irányból is érinti a pénztárakat. Ha a pénzügyi stabilitás meginog, akkor az gyengíti a növekedési teljesítményt, ez csökkenti a pénztári szektorban megjelenő megtakarításokat. Másrésztől a hozamokat is rontja, ezért együttesen a nyugdíjvagyon mindkét meghatározó tényezőjére káros hatású.

A magyarországi folyamatokra jellemző, hogy a portfóliószerkezet alakításában a pénztárak és az állami reguláció nem annyira a hazai valósághoz, mit a külföldi megoldásokhoz igazodott. Ez pedig az innovatív megoldások helyett a hagyományos tőkepiaci befektetések (főként a kisméretű hazai részvénytőzsdén a részvénybefektetések) erőltetéséhez vezetett, ami végül is a hazai gazdaság forrásokhoz jutását fékezte. A pénztárakhoz áramló hazai megtakarítások így jelentős részben nem a belföldi, hanem a külföldi növekedést segítették.

Éppen ezen okok miatt szükséges átgondolni a második nyugdíjpillér jövőjét, figyelembe véve az évtizedes tapasztalatokat és az elmélet új megközelítéseit is. Különböző lehetőségek vannak a tőkefedezeti rendszerrel kapcsolatban. Érdemes lehet megfontolni a nyugdíjpénztárak megszüntetésének és az önkéntes visszalépésnek a lehetőségét is.⁴¹

⁴¹ Ezekről részletesebben lásd Kun [2010] és Németh [2010].

Mi történik abban az esetben, ha nem következik be radikális változás a második pillér intézményrendszerében? Van-e ekkor lehetőség arra, hogy a tőkefedezeti rendszer kudarcait mérsékeljük? A kitorési pontok a jelenlegi tőkefedezeti rendszerben a következőkben látjuk:

- rövid távú szemlélet oldása szabályozással,⁴²
- hosszú távú befektetések súlyának növelése, infrastrukturális befektetések ösztönzése⁴³ (közlekedés, energiaszolgáltatás, klímavédelem, oktatás, egészségügy stb.),
- részvétel a nagy rendszerek átalakításában (például oktatás, egészségügy, közösségi közlekedés).

Ezek a feladatok nem szokványosak, s csekély a nemzetközi tapasztalat is. Csupán a makrogazdasági logika, vagyis a pénztárak hosszú távú forrásainak, valamint a gazdaság tőkehiánya, vezet ahhoz a felismeréshez, hogy a tőkét intenzívebben kellene hosszú lejáratú megtérülést biztosító területekre csatornázni. Ezekhez új szemléletre van szükség, s a pénztárak portfólióalakításában nagyobb szerepet kell kapni a hosszú távú és makrogazdasági szemléletnek. A szektornak, valamint az állami gazdaságpolitikának és szabályozásnak is másképpen kell működnie. A tőkebefektetéshez azonban lehetőségek is kellenek, ehhez pedig újfajta termékek és újfajta befektetési programok kellenek. Nagy kreativitást és innovációt igényel megtalálni a pénzügyi közvetítés azon módozatait, amelyek biztosítják a hosszú távú megtérülést, valamint (gyakran) közszolgáltatást nyújtó és (rendszerint) államilag finanszírozott területek forrásokhoz jutását.

Nem szabad elhallgatni, hogy a kockázatok is óriásiak, hiszen a politika befolyása a gazdaságra már így is túlzott, a korrupcióban is igen előkelő helyet foglal el az ország. Közgazdasági modellkísérletekre pedig az elmúlt 20 évben Magyarországon nemigen került sor, az átalakulás folyamatát főként a nyugati példák másolása jellemezte. A kis, felzárkózó országok tapasztalatai azt tanúsítják, hogy a sikeres felzárkózást az segíti, ha valamiben sajátosságot is tudtak felmutatni az adott országok. Írország esetében például a hatalmas külföldi tőkevonás, Finnország esetében pedig az oktatás teljesítményében elért eredmények segítették az utolérési folyamatot. Magyarország jelenlegi helyzetében alapvető probléma a gazdaság tőkehiánya. A következő években a korábbi éveket jellemző komoly külföldi tőkebeáramlásra nem lehet számítani, így a növekedés feltételeit a korábbiakhoz képest még inkább saját forrásból kell előteremteni. Ebből a megközelítésből is következik a nyugdíjpénztári tőke sokkal hatékonyabb modernizációs-felzárkózási felhasználásának követelménye. Talán most megérné új utakon járni.

Hivatkozások

- A KÖRÜLMÉNYEKHEZ KÉPEST... [2010]: A körülményekhez képest jó évet zárt a BÉT. Portfolio.hu. január 8. http://www.portfolio.hu/users/elofizetes_info.php?t=cikk&i=126751.
- ALONSO, J.–BJELETIC, J.–HERRERA, C.–HORMAZÁBAL, S.–ORDÓÑEZ, I.–ROMERO, C.–TUESTA, D. [2010]: A Balance of Pension Funds Infrastructure Investments: The Experience in Latin America. BBVA, Madrid, http://www.assoc.pension.bg/public/43@fen_A%20Balance%20of%20Infrastructure%20Investments.pdf.
- BARR, N. [2000]: Reforming Pensions: Myth, Truths, and Policy Choice. IMF. WP/00/139. augusztus, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp00139.pdf>.
- BARR, N. [2001]: The Truth about Pension Reform. IMF, Finance and Development, Vol. 38. No. 3. szeptember, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2001/09/barr.htm>.

⁴² Például kimutatták, hogy a menedzserek gyakori monitorozása például a rövid távú megfontolásokat erősíti (Opazo–Raddatz–Schmukler [2009]). Ezek szerint a hazai gyakorlat például – a napi portfólióértékelés – kimonodtan a rövid távú szemléletet erősíti.

⁴³ A nemzetközi példákat lásd részletesen a Inderst [2009] és Alonso és szerzőtársai [2010].

- BLANCHARD, O.–DELL'ARICCIA, G.–MAURO, P [2010]: Rethinking Macroeconomic Policy. International Monetary Fund, SPN/10/03. február 12. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>.
- BORZA GÁBOR [2010]: A kötelező járadékokról. Hitelintézési Szemle, 2. sz. 165–173.o. http://www.bankszovetseg.hu/anyag/feltoltott/HSz2_165_173ig.pdf.
- BOTOS JÓZSEF–BOTOS KATALIN [2006]: A mellényt újra kell gombolni. Polgári Szemle, 4. sz. http://www.polgariszemle.hu/app/interface.php?view=v_article&ID=97&page=0.
- BROOKS, R. [2000]: What Will Happen to Financial Markets When the Baby Boomers Retire? IMF, WP 00/18. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp0018.pdf>.
- FAMA, E. F.–FRENCH, K. R. [2001]: The Equity Premium. The Journal of Finance, Vol. 57. No. 2. 637–659. o.
- HOLZMANN, R. [2000]: Can Investments in Emerging Markets Help to Solve the Aging Problem? CESifo Working Paper, No. 304.
- INDERST, G. [2009]: Pension Fund Investment in Infrastructurum. OECD, <http://www.oecd.org/dataoecd/41/9/42052208.pdf>.
- KUHLE, W. [2008]: Demography and Equity Premium. MEA Discussion Paper, 157-08.
- KUN JÁNOS [2010]: Nem tojik aranytojást a tyúk. Gondolatok a magánnyugdíjpénztárakról. Pénzügyi Szemle. 1. sz. 101–111. o. http://www.adko.hu/ado/pu_szemle_10_1.pdf.
- MACKELLAR, L.–REISEN, H. [1998]: A Simulation Model of Global Pension Investment. OECD, Development Centre, Working Paper, No. 137.
- MAGYARORSZÁG AKTUALIZÁLT ... [2010]: Magyarország aktualizált konvergenciaprogramja, 2009–2012. Magyar Köztársaság Kormánya, Budapest, 2010. január, [http://www2.pm.gov.hu/web/home.nsf/portalarticles/5DE4A0DF8C808FB6C12576BA003F1B8B/\\$File/KP_2010_januar_hu_edp.pdf](http://www2.pm.gov.hu/web/home.nsf/portalarticles/5DE4A0DF8C808FB6C12576BA003F1B8B/$File/KP_2010_januar_hu_edp.pdf).
- MEHRA, R. [2003]: The Equity Premium. Why Is It a Puzzle. Financial Analysts Journal, Vol. 59. No. 1. 54–69. o. <http://www.academicwebpages.com/preview/mehra/pdf/FAJ%20-RM.pdf>.
- MEHRA, R.–PRESCOTT, S. C. [1985]: The Equity Premium. A Puzzle. Journal of Monetary Economics, 15. 145–161. o.
- MILES, D. [1993]: Testing for Short-Termism in the UK Stock Market. The Economic Journal, Vol. 103. 1379–1397. o.
- MOSOLYGÓ ZSUZSA [2009]: Népeségöregedés, a vagyonszugorodási hipotézis és a világgazdasági válság. Közgazdasági Szemle, 10. sz. 866–880. o.
- NÉMETH GYÖRGY [2009a]: Mégis, mi a kinek az érdeke? Portfolio.hu, augusztus 17. <http://www.portfolio.hu/tool/print/5/120907>.
- NÉMETH GYÖRGY [2009b]: Nyugdíj: a kormánynak jó, neked is. Portfolio.hu, szeptember 10. <http://www.portfolio.hu/cikkek.tdp?k=5&i=119863&is=1>.
- NÉMETH GYÖRGY [2010]: A „természetes nyugdíjrendszer”. Megjelent: NYIKA [2010] 274–285. o.
- NYIKA [2010]: Jelentés a Nyugdíj és Időskor Kerekasztal tevékenységéről. Szerkesztette: Holtzer Péter. MEH, Budapest.
- NYUGDÍJPÉNZTÁRAK ÉS... [2009]: A nyugdíjpénztárak és az állampapírpiac – tények és tévhitek. Portfolio.hu, augusztus 27.
- OECD [2007]: Infrastructure to 2030: Main Findings and Policy Recommendations. OECD, http://www.iva.se/upload/Verksamhet/Projekt/Forskning%20Innovation/Bibliotek/OECD_long.pdf.
- OPAZO, L.–RADDATZ, C.–SCHMUKLER, S. [2009]: The Long And the Short of Emerging Market Debt. Policy Research Working Paper Series, 5056. The World Bank. NIPFP-DEA Program. szeptember.
- ORBÁN GÁBOR–PALOTAI DÁNIEL [2006a]: Gazdaságpolitikai és demográfiai kihívások a magyar nyugdíjrendszerben. Közgazdasági Szemle, 7–8. sz. 583–603. o.
- ORBÁN GÁBOR–PALOTAI DÁNIEL [2006b]: Kihívások előtt a magyar nyugdíjrendszer. MNB Műhelytanulmányok, 55.
- ORSZAG, P. R.–STIGLITZ, J. [1999]: Rethinking Pension Reform. Ten Myths about Social Security Systems. World Bank, Washington, D.C. <http://wwwu.uni-klu.ac.at/hleustik/uni/info/pensref/rethinking.pdf>.
- RADDATZ, C.–SCHMUKLER, S. [2008]: Pension Funds and Capital Market Development. How Much Bang for the Buck? The World Bank, Policy Research Working Paper 4787/WPS4787. http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2008/12/01/00015834_9_20081201093039/Rendered/PDF/WPS4787.pdf.
- RADNAI MÁRTON [2009]: Nyugdíjpénztári játékok. Vélemény. Portfolio.hu, szeptember 4. <http://www.portfolio.hu/cikkek.tdp?k=2&i=120676&is=1>.

- ROLDOS, J. E. [2004]: Pension Reform, Investment Restrictions and Capital Markets Policy. Discussion Paper PDP/04/4. International Monetary Fundm Washington, DC.
- SIMONOVITS ANDRÁS [2002]: Nyugdíjrendszerek. Tények és modellek. Typotex, Budapest.
- SOMI ANDRÁS [2009a]: Újabb nyugdíjpénztári komédia: kit érdekelnek a pénztártagok? Portfolio.hu. augusztus 6. <http://www.portfolio.hu/cikkek.tdp?k=5&i=119416&is=1>.
- SOMI ANDRÁS [2009b]: A kormánynak jó, neked nem biztos. Portfolio.hu, szeptember 2. <http://portfolio.hu/cikkek.tdp?k=5&i=120517&is=1>.
- SRINIVAS, P. S.–WHITEHOUSE, E.–YERMO, J. [2000] Regulating Private Pension Funds' Structure, Performance and Investments: Cross-Country Evidence. MPRA Paper. No. 14753. http://mpra.ub.uni-muenchen.de/14753/1/MPRA_paper_14753.pdf.
- SZABICS ZSOLT [2010]: Félelmetes fejlemények nyugdíjtémában! 10 év odaveszett. Portfolio.hu. március 5. <http://portfolio.hu/cikkek.tdp?h=11&k=5&i=126098&is=1>.
- TAKÁTS ELŐD [2010]: Aging and Asset Prices. BESS szeminárium, Magyar Nemzeti Bank, május 27.
- WORLD BANK [2009]: Gross Domestic Product, 2008. World Development Indicators Database, október 7.
- TURNER, D.–GIORNO, C.–DE SERRES, A.–VOURC'H, A.–RICHARDSON, P. [1998]: The Macroeconomic Implications of Ageing in a Global Context. OECD, Economics Department, Working Papers, No. 193.
- WORLD BANK [1994]: Averting the Old Age Crisis: The World Bank Policy Research Report. Oxford University Press, New York.
- WORLD BANK [2006]: Pension Reform and the Development of Pension Systems. An Evaluation of World Bank Assistance. The World Bank Washington, D.C., [http://Inweb90.worldbank.org/oed/oeddoclib.nsf/DocUNIDViewForJavaSearch/43B436DFBB2723D085257108005F6309/\\$file/pensions_evaluation.pdf](http://Inweb90.worldbank.org/oed/oeddoclib.nsf/DocUNIDViewForJavaSearch/43B436DFBB2723D085257108005F6309/$file/pensions_evaluation.pdf).