

Török László*:
A jövő nem sprint, hanem maraton –
mire figyeljünk nyugdíjpénztári befektetés választásakor?

ÖSSZEFOGLALÓ

Idén a Magyar Nemzeti Bank első ízben publikálta az önkéntes nyugdíjpénztárak 20 éves hozamráta adatait. A cikk a nyugdíjpénztárak hosszú távú hozamát értékeli, nemzetközi kitekintéssel néhány OECD ország kiegészítő nyugdíj megtakarításainak adataira. Az önkéntes nyugdíjpénztárak közzétett 20 éves hozamráta értékeinek vagyonnal súlyozott átlaga 6,50 százalék volt, amivel átlagosan évi 1,74 százalékos reálhozam adódik a 2005-2024 időtávon. Ezzel a magyar nyugdíjpénztárak nemzetközi összehasonlításban is sikeresen gyarapították a tagok vagyonát. Az elemzésben különböző befektetési stratégiájú, eltérő kockázati profilú nyugdíjpénztári portfóliók hosszú távú hozamát is megvizsgáltuk. A pénztári portfóliókat a felvállalt kockázati szint szerint kategóriákba soroltuk az alapján, hogy mekkora a részvényeszközök befektetési politikában megadott célaránya. A kockázati kategóriákhoz tartozó sávokat úgy adtuk meg, hogy a kialakuló felosztás összhangban legyen a pénztári gyakorlatban általánosan elterjedt portfólió típusokkal. Megállapítható, hogy a nagyobb kockázatú, alapvetően részvénybefektetésekre fókuszáló portfóliók hosszú távon a szektorátlagot meghaladó hozameredményeket értek el. A kockázatosabb növekedési és a meghatározóan részvényeszközöket tartalmazó dinamikus portfóliók vagyonnal súlyozott 20 éves átlaghozama 7,2 és 9,2 százalék. Ez alátámasztja azt a feltételezést, hogy a tagoknak célszerű az életciklus szemlélet alapján portfóliót választaniuk, fiatalabb korban indított nyugdíjcélú megtakarításnál – tekintettel a hosszabb befektetési időtávra – érdemes nagyobb arányban kockázatosabb, de magasabb hosszú távú hozammal kecsegtető, részvény típusú eszközbe fektetni. A jó hosszú távú hozamteljesítménynek fontos szerepe van a nyugdíjpénztárak vonzóbbá tételében, ezáltal a szektor súlyának növelésében. A gyarapodó nyugdíjvagyon pedig elősegíti a gazdaság növekedését és az államadósság finanszírozását.

SUMMARY

This year, the Magyar Nemzeti Bank has for the first time published the 20-year rate of return data of voluntary pension funds. The analysis assesses the long-term performance of pension funds, complemented by an international comparison that includes data of supplementary pension savings in selected OECD countries. The asset-weighted average of the published 20-year rate of return values of voluntary pension funds was 6.50 percent, which results in an average annual real return of 1.74 percent over the 2005-2024 period. This means that Hungarian pension funds have successfully increased the wealth of their members even in international context. We also examined the long-term returns of pension fund portfolios with different investment strategies and risk profiles. The fund portfolios were classified into categories according to the level of risk assumed, based on the target proportion of equity assets specified in the investment policy. We defined the risk categories so that the resulting classification is consistent with the terminology commonly used by the pension funds. It can be observed that portfolios with higher risk, focusing primarily on equity

investments, achieved returns exceeding the sector average in the long term. The asset-weighted 20-year average returns of the riskier growth portfolios and the dynamic portfolios containing predominantly equity assets are 7.2 and 9.2 percent. This supports the assumption that it is advisable for members to choose a portfolio based on a life cycle approach. When saving for retirement at a younger age - given the longer investment horizon -, it is worth investing in a higher allocation of riskier, equity-type assets. Good long-term returns play an important role in making pension funds more attractive, and thus increasing the weight of the sector. Growing pension assets contribute to economic growth and finance public debt.

Kulcsszavak: önkéntes nyugdíjpénztárak, hosszú távú megtakarítás, befektetési teljesítmény

Key words: voluntary pension funds, long-term savings, investment performance

BEVEZETÉS

Az önkéntes nyugdíjpénztárak tagjai 2024-ben is kiemelkedő hozamoknak örülhettek: szektorszinten az átlagos nettó hozamráta 13,8 százalék volt. Az elmúlt 20 év átlagos teljesítményét tekintve egyedi jelenség, hogy a 2023. évi 21,2 százalékos átlagos nettó hozam után két egymást követő évben is két számjegyű pozitív hozamot értek el a pénztárak. Idén a Magyar Nemzeti Bank által kezdeményezett jogszabálmódosítás nyomán a pénztárak első ízben tettek közzé 20 éves hozamokat. A szektorszintű átlagos 20 éves hozamráta a 2005-2024 közötti időszakban 6,5 százalék. A pénztárak hosszú távon az infláció felett, közel 2 százalékos reálhozammal gyarapították a tagok megtakarításait¹.

A pénzügyekben soha nem volt még ennyire nehéz eligazodni és megalapozott döntést hozni, mint ma. A folyamatosan áramló adatok, a napi szinten változó hozameredmények, a gyakran túlzó és félrevezető marketinggel megjelenő új pénzügyi termékek könnyen összezavarhatják azokat is, akik hosszú távú, nyugdíjcélú megtakarításon gondolkodnak. Egy-egy pénzügyi termék, befektetési eszköz éves, vagy annál is rövidebb időtávú teljesítménye látványosnak tűnhet, de vajon mi várható a következő 15-20, vagy akár 30 évben?

A nyugdíj nem holnap kezdődik – éppen ezért nem is a tegnapi és a holnapi hozam számít igazán. Egy megalapozott nyugdíjstratégia egyik alappillére a hosszú távon megbízható, kiegyensúlyozott teljesítmény, mert a valódi különbség gyakran nem az éves hozamokban, hanem a hosszú távú teljesítményben és a háttérben megbúvó költségekben rejlik. A Magyar Nemzeti Bank (MNB) egyik célja, hogy segítse az embereket a különböző pénzügyi termékek közül kiválasztani a számukra leginkább megfelelőt. Igaz ez az önkéntes nyugdíjpénztárakra is. A hosszú távú, kiegészítő nyugdíjtermékek esetében jövőbeli biztonságunkról döntünk, így a döntésnél a hosszú távú befektetési eredményesség és a költségstruktúra a legfontosabb.

Az MNB ezért kezdeményezett jogszabálmódosítást a 20 éves hozamok közzététele érdekében, és fejlesztette az önkéntes nyugdíjpénztárak költségeinek összehasonlítására a díjterhelési, korrigált díjterhelési és a nyugdíjpénztári teljes költségmutatót (TKM_{NYP})². Cikkünkben bemutatjuk, hogy az önkéntes nyugdíjpénztárak valóban tudtak értéket teremteni az elmúlt két évtizedben.

Az önkéntes nyugdíjpénztárak hosszú távon is jól fektetik be a pénztártagok kiegészítő nyugdíjcélú megtakarításait: az általuk elért reálhozam 10 éves távon 0,60 százalék, 15 évre 2,16 százalék, 20 évre pedig 1,74 százalék volt. A 20 éves átlagos hozamráta adatokat az MNB kezdeményezésére most először számították ki a pénztárak. A nyugdíjcélú előtakarékoskodás hosszú távú befektetés, így érdemes minél hosszabb időhorizonton vizsgálni – s akár más kiegészítő nyugdíjcélú termékkel is összevetni – e piac szereplőinek eredményeit.

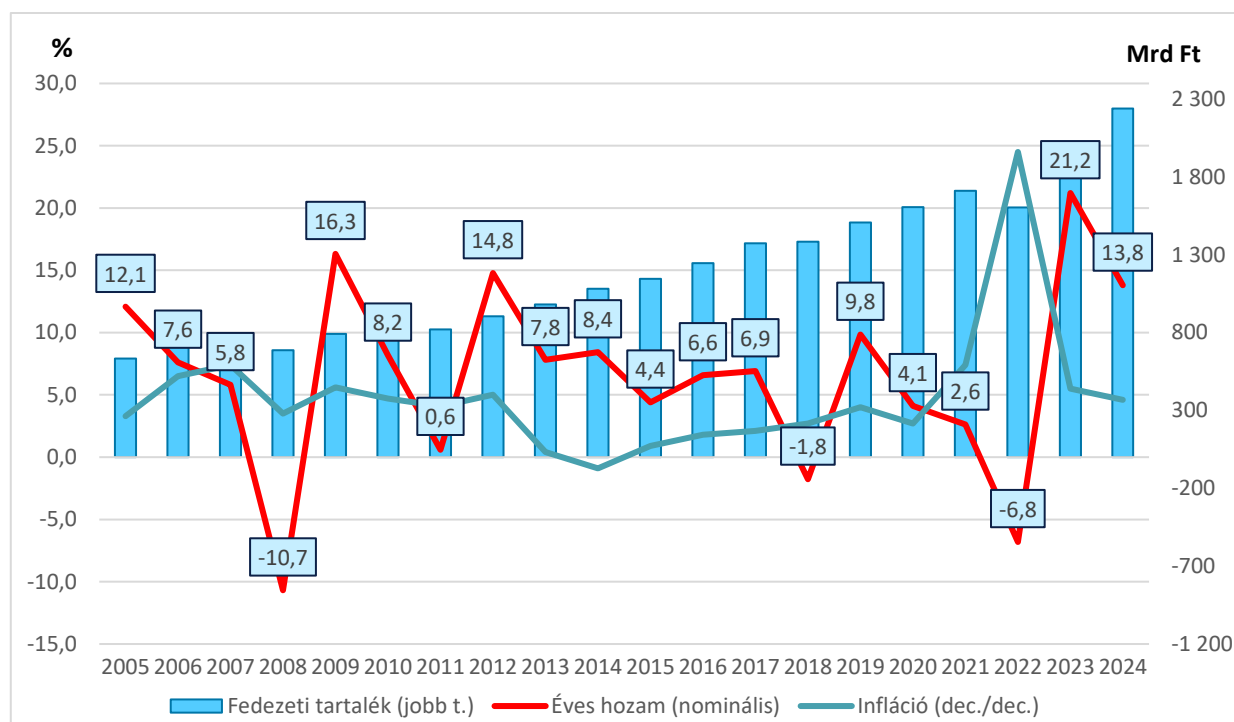
Az önkéntes nyugdíjpénztári befektetés jelenleg a legelterjedtebb nyugdíjcélú megtakarítási termék³. A nyugdíjpénztáraknak 2024 végén 1 075 ezer tagja volt⁴, ami jelentősen meghaladja mind a nyugdíjbiztosítással, mind a nyugdíj-előtakarékosági számlával rendelkezők számát. A nyugdíjpénztárak hosszú távú megtakarítási terméket kínálnak (amit a jogszabály is megerősít azzal, hogy legalább 10 éves várakozási időt ír elő), azaz a tag legalább 10 éves tagsági jogviszony után igényelhet kifizetést, hacsak nem éri el időközben a rá vonatkozó nyugdíjkorhatárt.

A nyugdíjpénztári megtakarításnál feltételezhetjük, hogy– ideális esetben –a tag aktív életszakasza kezdetétől a nyugdíjkorhatár eléréséig félretesz a nyugdíjaskori jövedelmének kiegészítésére, ami négy évtizedes megtakarítási időszakot is jelenthet. A hosszú felhalmozási időszak alatt alkalmanként (például havonta) viszonylag csekélyebb összegeket félretéve hozamokkal együtt jelentősebb összeg összegyűlhet.

A hozamok nagyságának hatását nem lehet alábecsülni a hosszú távú befektetéseknél. Évi 7 százalékos hozam esetén a 19. év végére a felgyűlt hozammal a befizetett összeg csaknem kétszerese jelenik meg a megtakarítási számlán. Évi 6 százalékos átlagos hosszú távú hozammal 22 év alatt, évi 5 százalékos hozammal 26 év alatt gyűlik össze a befizetett összeg kétszerese, azaz a befizetett összeggel azonos nagyságú felhalmozott hozam⁵. 40 éves megtakarítás esetén (végig azonos összegű, rendszeres befizetést feltételezve) 7 százalékos hozam esetén a megtakarítás több mint négyötöd részét az összegyűlt hozam adja. 6 százalékos éves hozamnál a 40 év végére a megtakarítás háromnegyede a felhalmozott hozam, 5 százalékos átlagos hozamnál pedig több mint kétharmada.

Húszéves távon tekintve, amint az 1. ábra mutatja, a nyugdíjpénztári befektetéseknek volt néhány kritikus évük negatív befektetési eredményekkel⁶ – 2008-ban világméretű pénzügyi válság hatásaként, 2022-ben a háborús, geopolitikai krízis eredményeként –, azonban egy-egy év gyenge nominális hozamát a következő év hozameredménye rendre kompenzálta⁷.

1. ábra: Önkéntes nyugdíjpénztári fedezeti tartalék átlagos éves nettó hozamrátája, éves december/december infláció és a fedezeti tartalék nagyságának alakulása (2005-2024)



Forrás: MNB, KSH

A hosszú távú hozameredményeket tekintve kisimultak az átlagos nyugdíjpénztári hozamok. A 10 éves átlagos éves nettó hozamráta 6,06 százalék, a 15 éves átlagos nettó hozamráta 6,75 százalék, a 20 éves átlagos hozamráta 6,50 százalék volt. Fontos szempont a befektetések vizsgálatánál, hogy a hozameredmények mennyiben járultak hozzá a megtakarítás értékének megőrzéséhez, azaz a hozamok meghaladták-e az inflációt. Az elmúlt húsz évet tekintve a nyugdíjpénztári szektor éves átlagos hozama 14 alkalommal nagyobb volt, mint az adott évi (december/december) infláció. Az idén első ízben közzétett 2005-2024 időszaki húszéves pénztári hozamokat tekintve átlagosan évi 1,74 százalékos reálhozam adódik 20 éves időtávon. Összességében tehát a pénztárak sikeresen gyarapították a tagok vagyonát reálértéken is. Meg kell jegyeznünk, hogy természetesen a múltbeli hozamok nem jelentenek garanciát a jövőbeli eredményekre nézve. A jó hosszú távú hozamteljesítménynek fontos szerepe van a nyugdíjpénztárak vonzóbbá tételében, ezáltal a szektor súlyának növelésében. A jól működő, jelentős vagyont kezelő kiegészítő nyugdíjrendszer addicionális eleme, hogy mind az állam, mind a gazdaság, illetve tőzsde finanszírozásában kulcsszerepet játszik⁸. A nyugdíjpénztárak a rendszeres, kis összegű lakossági megtakarításokat gyűjtik, és hosszú távon befektetik. A befektetések formájában a gazdaságba beáramló tőke folyamatos keresletet biztosít a hazai részvények és állampapírok iránt, így a hosszú távú lakossági megtakarítások finanszírozni tudják az államadósságot és a gazdaság növekedését.

A nyugdíjpénztári befektetések értékelésénél figyelembe kell vennünk, hogy a befektetési tevékenységnek többféle elvárásnak is meg kell felelnie. A pénztár befektetési stratégiájának

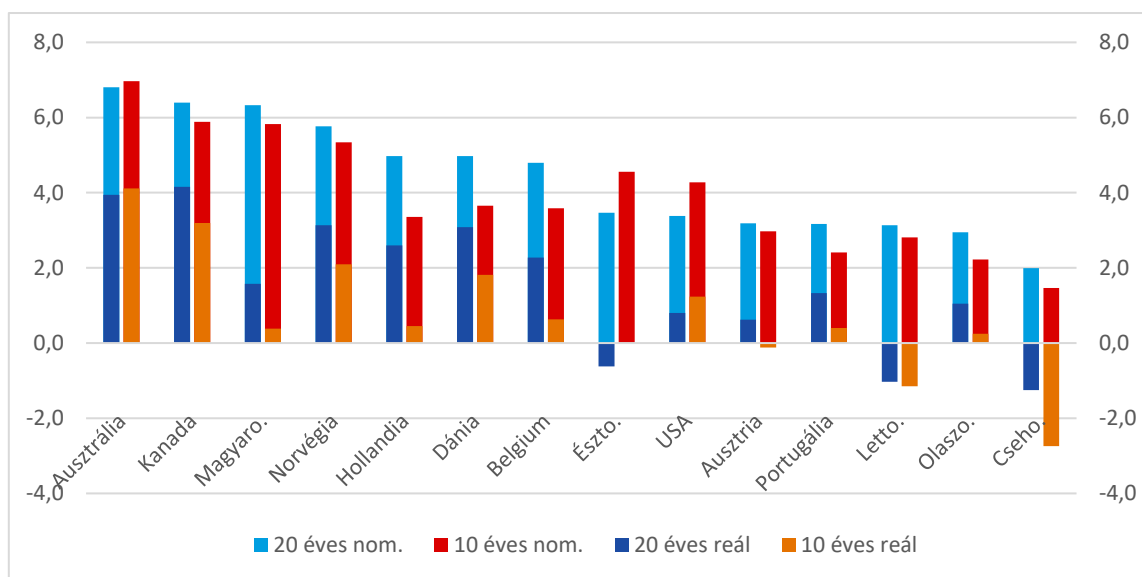
kialakításakor fontos szempont, hogy a felvállalt kockázatok illeszkedjenek a tagok kockázatvállalási hajlandóságához. A nyugdíjmegtakarítások célja az időskori jövedelem kiegészítése, ezért elengedhetetlen, hogy a befektetés biztonságos legyen, azaz hosszú távon a tagok ne veszítsenek a befizetett tőkéjükből. A befektetési tevékenység célja az is, hogy minél magasabb szintű nyugdíjaskori jövedelemkiegészítést nyújtson a pénztár, ennek érdekében hosszú távon minél magasabb hozamot érjen el. Ezen belül alapvető cél, hogy a megtakarítás megőrizze a befizetések reálértékét, azaz hosszú távon a befektetés hozama legalább az inflációt elérje.

NEMZETKÖZI KITEKINTÉS

A magyar nyugdíjpénztári szektor hozamteljesítményének értékeléséhez megvizsgálhatjuk, hogy más országok kiegészítő nyugdíjintézményeihez, nyugdíjalapjaihoz képest milyen eredményeket ért el. Az OECD publikál hosszú távú, 10 és 20 éves átlagos hozamokat az egyes tagországok kiegészítő nyugdíjintézményeire. Mivel jelentős különbségek vannak abban, hogy egyes tagországok publikálnak-e szektorszintű átlagos hozamokat, és ha igen, azt hogyan számolják, az OECD a publikáció készítése során a rendelkezésére álló adatokból hozambecslést számol. Számítási módszere eltér az MNB által publikált hosszú távú hozamráta adatok számítási metodikájától, de ezzel együtt is az adatok hozzávetőlegesen összehasonlíthatók, a különböző módszertanok a számításban csekély különbséget eredményeznek.

A legutóbbi, OECD által publikált hosszú távú hozamráta adatokat a 2024 decemberében megjelent Pension Markets in Focus 2024 kiadvány⁹ tartalmazza. A kiadványban a 20 éves adatok a 2004-2023 közötti időszakra, a 10 éves adatok a 2014-2023 közötti időszakra vonatkoznak. Az MNB először az idén publikált 20 éves hozamráta értéket, ami a 2005-2024 közötti időszakra vonatkozik. Az OECD 2025 júniusában publikált előzetes adatokat¹⁰ a 2024. évre vonatkozóan. Az előzetesen közzétett 2024 évi adatok között hosszú távú hozamráta adat nincs, de a nyilvánosságra hozott háttéradatokról¹¹ kiszámolható a 2015-2024 és 2005-2024 közötti időszakra vonatkozó 10 és 20 éves átlagos hozamráta, amit a 2. ábra mutat.

2. ábra: Néhány OECD ország kiegészítő nyugdíjszektorának hosszú távú átlagos nominális és reál hozamai



Forrás: OECD

11 európai OECD tagország, valamint Ausztrália, Kanada és az USA adatait összehasonlítva megállapítható, hogy a magyar önkéntes nyugdíjpénztárak 20 éves átlagos nominális hozamráta értéke kiemelkedőnek mondható: a bemutatott országok közül csak az ausztrál és kanadai nyugdíjalapok értek el hasonló, 6 százalék fölötti átlagos 20 éves hozamot. A 20 éves átlagos reálhozamot tekintve a magyar nyugdíjpénztárak eredménye a többi ország nyugdíjalapaival összehasonlítva átlagosnak tekinthető. Fontos kiemelni, hogy az átlagos hosszú távú reálhozam a közzétett hozam adatok alapján a 2005-2024 közötti időszakot tekintve 1,74 százalék, ami érdemi mértékű infláció feletti gyarapodást jelent. A hazai nyugdíjpénztárak tehát elérik céljukat, hosszú távon reálértéken is növelik tagjaik vagyonát¹².

Az OECD Pensions Outlook 2024 kiadványának egyik fejezete¹³ részletesen vizsgálja azt, hogy a nyugdíjalapok részvénytőke befektetései vajon magasabb szintű nyugdíjaskori jövedelmet eredményeznek-e a tagok számára a jobb hozamok miatt. Az elemzők több ország nyugdíjalapjainak befektetési összetételét és hosszú távú befektetési teljesítményét elemezték, továbbá egy másik megközelítéssel historikus értékpapírpiazi adatokat felhasználva különböző összetételű, eltérő részvénykitettséggű modell portfóliók hosszú távú hozamteljesítményét vizsgálták. A harmadik, előretekintő szemléletű vizsgálati módszerben sztochasztikus modellezéssel a befektetési kockázaton felül figyelembe vették a kamatokkal, munkaerőpiacokkal és a várható élettartammal kapcsolatos kockázatokat is.

Az OECD elemzése azt mutatja, hogy a részvénytőke befektető portfóliók általában jobb hozamokat és ezáltal magasabb kiegészítő nyugdíjjövedelmet eredményeznek a tagok számára. Az elemzés rámutat, hogy a részvényekbe fektető portfóliók esetén a tagoknak hosszú időszakra kell befektetniük ahhoz, hogy teljes mértékben kihasználják a kamatos kamat hatást. A részvényekbe fektető portfóliókra jellemző a volatilis befektetési eredmény, ami érzékenyen érintheti a

pénztáratagot, különösen akkor, ha a nyugdíjkorhatár eléréséhez közel általános részvénytőzsi visszaesés következik be¹⁴. Az elemzés megállapítja továbbá, hogy a részvényportfóliók teljesítményét befolyásolja az is, hogy mely tőzsi piacokon fektet be az adott intézmény. Például néhány, globális tőzsi befektetéseket célzó portfóliónál jobb teljesítményt értek el a vizsgált időtávokon olyan portfóliók, amelyek akár alacsonyabb részvénykitettséggel, de jobban koncentráltak bizonyos részvénytőzsi piacokra¹⁵.

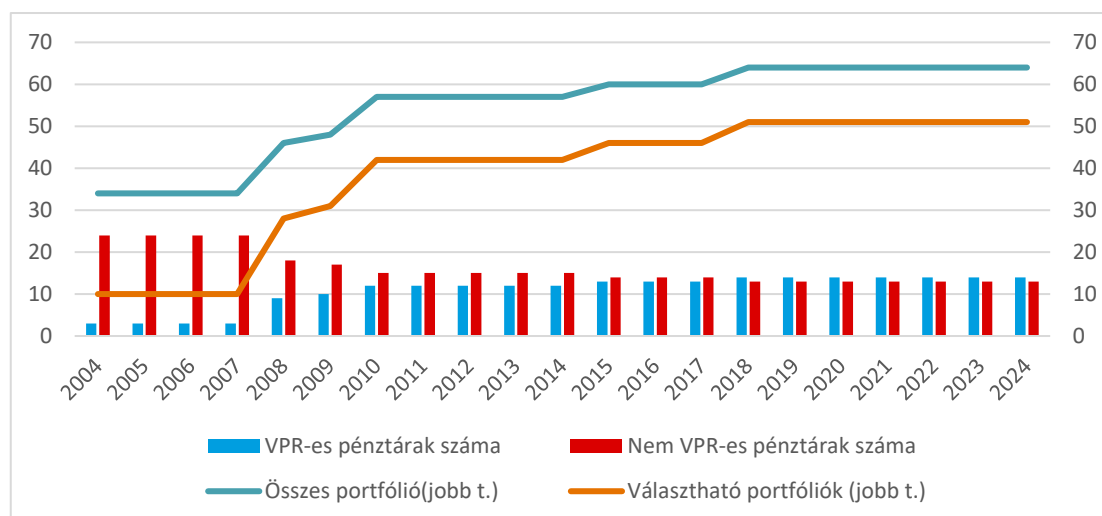
A nyugdíj megtakarítási termékek vizsgálatánál figyelembe kell venni, hogy a megtakarítók többsége számára a befektetések biztonsága az elsődleges szempont. Az európai biztosítók szakmai szervezete, az Insurance Europe által végzett 2023. évi Pan-European Pension Survey kérdőíves felmérés¹⁶ szerint nyugdíj megtakarításkor a válaszadók túlnyomó többsége, 82%-a a befektetés biztonságát választja a teljesítmény helyett¹⁷. A befektetés biztonságát értelmezhetjük úgy, hogy a megtakarító legalább a befizetett összeget megkapja a megtakarítási időszak végén.

Ha ez a szempont erősen jelen van a befektetési stratégiában, vagy akár még jogszabály is rögzíti ezt (tőzsi garancia), akkor ez a nyugdíjalapokat, illetve a vagyonkezelőket arra ösztönzi, hogy alacsonyabb kockázatú eszközökbe fektessenek, amely eszközöknek azonban a hosszú távú hozamtermelési potenciálja csekélyebb. Ez a jelenség magyarázhatja például a cseh nyugdíjpénztárak alacsonyabb hosszú távú hozameredményét¹⁸. Természetesen a befektetések biztonságát tekintve figyelembe kell venni, hogy válságos tőzsi időszak esetén néhány éves időtávot tekintve az alacsony kockázatú eszközök teljesíthetnek jobban a magasabb kockázatú eszközöknél. Az OECD hivatkozott Pensions Outlook 2024 kiadványa megfogalmazza azt a tanulságot, hogy az országoknak kerülniük kell a kiegészítő nyugdíjakra vonatkozó olyan befektetési szabályozásokat, amelyek a túl konzervatív befektetési stratégiákat részesítik előnyben¹⁹.

KÜLÖNBÖZŐ PÉNZTÁRI BEFEKTETÉSI STRATÉGIÁK HOSSZÚ TÁVÚ TELJESÍTMÉNYE

Az előbb leírtakra tekintettel érdemes a magyar önkéntes nyugdíjpénztári portfóliók hosszú távú hozamráta adatait is megvizsgálni abból a szempontból, hogy kimutatható-e különbség a különböző kockázatú portfóliók hozamteljesítménye között. Hazánkban 2024-ben 27 pénztár működött, ebből 14 pénztárnál volt választható portfóliós rendszer. Választható portfóliós rendszert a vonatkozó jogszabálmódosítást követően²⁰ csaknem 25 éve, 2001. január 1-jétől működtethetnek a pénztárak. Ekkor már az intézmények egy részénél felhalmozódott akkora vagyon a fedezeti tartalékokban, hogy azt megosztva is hatékonyan lehetett kezelni. A pénztárak közül azonban az első években csak néhány élt ezzel a lehetőséggel. A 2024-ben is működő pénztárak közül 2008-ig csak három alakított ki választható portfóliós rendszert. A választható portfóliós rendszer (VPR) fejlődését a 2024-ben is működő pénztárak esetében a 3. ábra mutatja, azon portfóliók számának feltüntetésével, amelyeknek 2024-ben volt legalább 10 éves hozamráta adatuk.

3. ábra: Választható portfóliós rendszer fejlődése a 2024-ben működő pénztáraknál (2004-2025)



Forrás: MNB

A választható portfóliós rendszer fejlődésének az önkéntes nyugdíjpénztári szektorban jelentős lökést adott, hogy a magánnyugdíjpénztárak számára egy 2006. júliusi jogszabálmódosítással²¹ kötelezővé vált a választható portfóliós rendszer bevezetése három – „Klasszikus”, „Kiegyensúlyozott”, „Növekedési” elnevezésű – választható portfólióval. A magánnyugdíjpénztárak a választható portfóliókat legkorábban 2007. január 1-jétől vezethették be, de legkésőbb 2008. december 31-ét követően minden magánnyugdíjpénztárnak három portfóliót kellett működtetnie.

Sok olyan pénztár, amelyik vegyes pénztárként működött, a magánnyugdíjpénztári ágazat mellett az önkéntes pénztári ágazatban is választható portfóliós rendszert vezetett be. A későbbiekben a tagok teljes körű kiszolgálása érdekében és a piaci verseny eredményeként több nagyobb pénztár is bevezette a VPR-t. A pénztárak jelentős része a magánnyugdíjpénztárakhoz hasonlóan kezdetben három különböző kockázati profilú portfóliót indított. Bár a jogszabály ezt nem írta elő, sok esetben az önkéntes pénztári portfóliókat a hasonló kockázatú magánnyugdíjpénztári portfólióknak megfelelően nevezték el. A piaci igényekre reagálva idővel megjelentek nagyon alacsony kockázatú, elsősorban pénzügyi eszközökbe fektető portfóliók, és kifejezetten kockázatos, de hosszú távon nagyobb hozampotenciállal rendelkező, meghatározóan részvényeket tartalmazó portfóliók is. Néhány pénztár speciális befektetési politikával rendelkező portfóliót is létrehozott (céldátum portfólió, abszolút hozamú portfólió).

A különböző kockázati profilú portfóliók hosszú távú hozamráta adatainak vizsgálatánál célszerű figyelembe venni, hogy sok választható portfóliónak nincs 20 évre visszamenő hozamráta-adata, mivel az adott pénztár húsz éve még nem működtetett választható portfóliós rendszert. Az önkéntes nyugdíjpénztári befektetési kormányrendelet előírása szerint a hosszú távú hozamráta számításnál amennyiben – a választható portfóliós rendszer indulási időpontjából adódóan – a 10, 15, illetve 20 éves hozamráta számításához a portfóliónkénti hozamráta nem értelmezhető, akkor az indulás előtti évekre vonatkozóan az átlagos hozamráta számításához – minden portfólió

tekintetében – a fedezeti tartalék szintű hozamrátát kell alkalmazni²². Abban az esetben, ha a pénztár a meglévő választható portfóliói mellé új portfóliót indít, a jogszabály nem írja elő, hogy a közzeendő hosszú távú hozamrata számításához a pénztár a portfólió indulása előtti időszakra alkalmazza a fedezeti tartalék hozamrátáját.

A kialakított gyakorlat szerint a már meglévő választható portfóliós rendszerben néhány éve induló portfólióknak a 10 évnél rövidebb időszakra vonatkozó átlagos éves hozamrata adatát teszik közzé az intézmények azon időszak feltüntetésével, amelyekre azok vonatkoznak. Ezek a portfóliók nem szerepelnek az MNB közleményében megjelenített szektorszintű hosszú távú hozamrata-adatok számításában. A nyugdíjpénztári befektetési lehetőségek bővülése nyomán 2024-ben 64 pénztári portfóliónak van hosszú távú, legalább 10 éves közzétett hozama.

Adott választható portfóliók hosszú távú hozamának vizsgálatánál, összehasonlításánál célszerű figyelembe venni, hogy a hosszú távú hozamrata érték nem feltétlenül a portfólió éves hozamrata értékeiből adódik össze a teljes időszakra vonatkozóan, hanem – a választható portfóliós rendszer indulásának időpontjától függően – az időszak első néhány évében az eltérő kockázati szintet képviselő pénztári fedezeti tartalék hozamrátáját használják a számításához.

A 64 pénztári portfóliót, amelynek van a fentiek szerinti hosszú távú hozamrata adata, a befektetési politikában meghatározott, felvállalt kockázati szint alapján öt kategóriába soroltuk. A portfólió felvállalt kockázatát aszerint határoztuk meg, hogy mekkora a részvényeszközök (közvetlen részvénybefektetések és részvényalapú közvetett eszközök) befektetési politikában megadott célaránya. A kockázati kategóriákhoz tartozó sávokat úgy állapítottuk meg, hogy összhangban legyenek a pénztári gyakorlatban általánosan elterjedt portfólió típusokkal és azok elnevezésével. Természetesen ez a kategorizálás nem jelent teljes megfelelést a pénztárak által alkalmazott megnevezésnek. Vannak például olyan pénztárak, ahol a klasszikus portfólióban a részvényeszközök megcélzott aránya 0 százalék, ezért ezek a portfóliók a konzervatív kategóriába kerültek. A választható portfóliós rendszert nem működtető pénztárak többnyire a közép-ső, kiegyensúlyozott, illetve kisebb részben a klasszikus kockázati kategóriába kerültek. A kockázati besorolást, az egyes kategóriákat az 1. táblázat írja le.

1. táblázat: Portfóliók kockázati besorolása

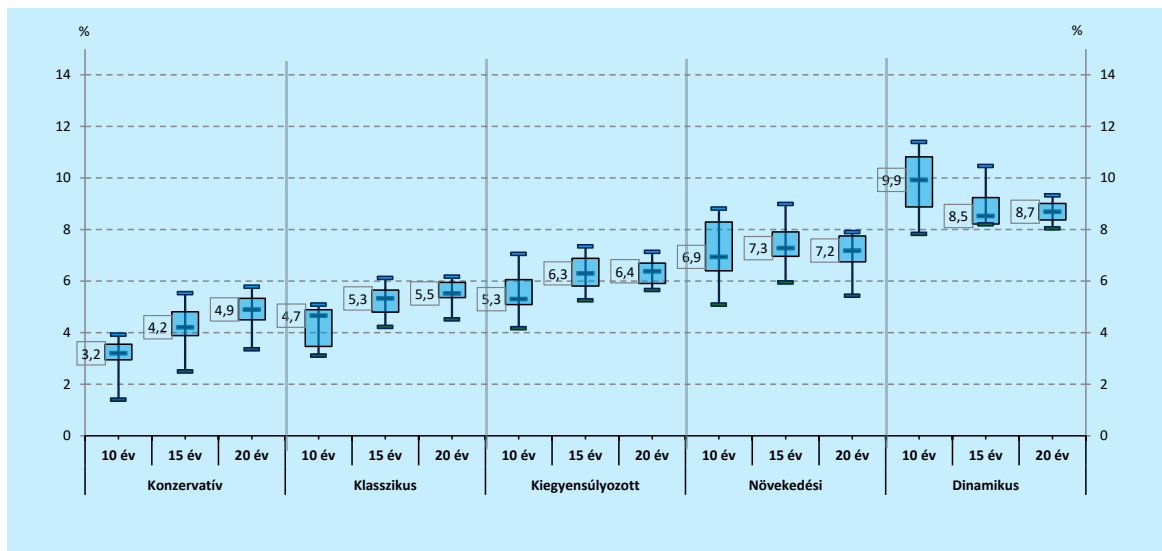
Részvényeszközök célaránya	Típus
0%	Konzervatív
1-15%	Klasszikus
16-35%	Kiegyensúlyozott
36%-65%	Növekedési
66%-	Dinamikus

Forrás: MNB

A hosszú távú hozamokat portfóliónként vizsgálva megállapítható, amint azt a 4. ábra is megjeleníti, hogy a 10, 15 és 20 éves időtávokat tekintve a részvénybefektetéseket nagyobb

arányban tartó portfóliók érték el magasabb hozamot. (10 és 15 éves közzétett hozamráta adata 64 portfóliónak, 20 éves hozamráta adata 60 portfóliónak van).

4. ábra: Különböző kockázatú pénztári portfóliók 10, 15 és 20 éves átlagos éves nettó hozama

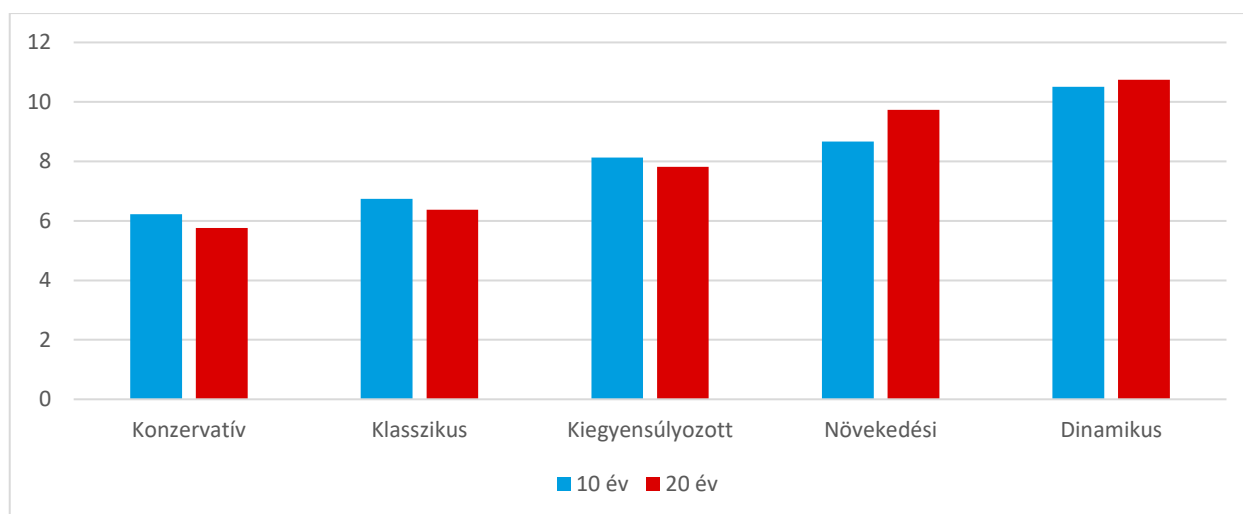


Megjegyzés: A dobozábra középső vonala a hozzá tartozó értékekkel a hosszú távú éves hozamráta értékek mediánját jelöli az egyes kategóriákban. A doboz aljához és tetejéhez húzott vonal a csoporton belüli legkisebb és legnagyobb átlagos hozamráta értékeket mutatja. A dobozok a két középső kvartilist mutatják a portfólió csoportok hozamráta értékein belül, vagyis a csoporton belül a hosszú távú éves hozamráta értékek 50 százaléka a dobozok alja és teteje közé esik.

Forrás: MNB

Az egyes portfólió kategóriák átlagos hozamának ábrán feltüntetett medián értéke is jelzi a különbséget a hosszú távú befektetési teljesítményben. A kockázatosabb növekedési és a meghatározóan részvényeszközöket tartalmazó dinamikus portfóliók vagyonnal súlyozott 20 éves átlaghozama 7,2 és 9,2 százalék. Ezekből az átlagos nominális hozamokból számolt reálhozam 2,4 és 4,31 százalék, ami lényegesen jobb az 1,74 százalékos szektorátlagnál is. A nyugdíjpénztári portfóliók hozamadatai igazolják azt a tapasztalatot, hogy jelentősebb mértékű infláció feletti hozamot hosszú távon (legalább 15-20 éves időtartamot tekintve) részvényalapú befektetésekkel lehetett elérni. A pénztárak, illetve portfóliók közötti választásnál az átlaghozamok mellett természetesen egyéb jellemzőket is célszerű figyelembe venni, például a hozamok szórását az adott időtávon. Az éves hozamok szórását az egyes portfólió kategóriákra átlagolva az 5. ábra szemlélteti.

5. ábra: Éves hozamok szórásának átlaga 2015-2024 és 2005-2024 időtávokon



Forrás: MNB

A hosszú távú hozamok vizsgálatához érdemes megnézni az állampapírpiazi és tőkepiaci indexek 2. táblázatban bemutatott alakulását is.

2. táblázat: Állampapírpiazi és tőkepiaci indexek alakulása

	Pénztári szektor	RMAX	MAX	BUX	CETOP	CETOP forintban
10 év (2005-2014)	6,86%	6,99%	8,96%	1,21%	0,67%	3,18%
10 év (2015-2024)	6,06%	2,77%	2,32%	16,91%	4,26%	7,05%
15 év (2010-2024)	6,75%	3,72%	4,91%	9,19%	1,51%	4,35%
20 év (2005-2024)	6,50%	4,86%	5,59%	8,78%	2,45%	5,10%

Forrás: MNB, ÁKK, BÉT

A 20 éves időtartamot két 10 éves periódusra bontva az állampapírpiacon és a részvénytőzsdén az indexek alakulása eltérő sajátosságokat mutat. A 2005-2014 közötti időszakban meghatározó esemény volt a 2008. évi pénzügyi válság, amelynek gazdasági hatása több évig elhúzódott és a tőkepiacokon jelentős árfolyameséseket okozott. Például 2009 első negyedévében a BUX index napi záróértéke néhány napon 10 000 pont alá esett; ugyanakkor a második negyedévben jelentős korrekció indult a hazai tőzsdén is, de a 2007 év végi, 26 000 pont fölötti záróértéket a BUX index csak nyolc évvel később, 2016 első negyedévének végére tudta elérni.

Ebben az időszakban az állampapírpiacon is megfigyelhető árfolyamingadozás nem volt akkora mértékű, mint a tőkepiacokon. A 2005-2014 közötti időszakban az MNB kamatcsökkentései hatásaként az állampapírhozamok csökkenő trendet mutattak, ami az állampapír-befektetések értékét növelte. Az éven túli lejáratú állampapírok árfolyamváltozását kifejező MAX index átlagos éves változása ebben az időszakban csaknem 9 százalék volt.

A 2015-2024 közötti időszakban azonban a hosszú távú trendet tekintve hozamemelkedés volt, ami miatt a MAX index éves átlagos teljesítménye is alacsonyabb volt. Ezen időszakban bizonyos tőkepiacokon jelentős áremelkedések voltak, ezen belül kiemelkedően a hazai tőzsdén, de az

amerikai tőkepiacon is. A tőkepiacok egy részén azonban nem volt ilyen mértékű növekedés (például néhány régiós, közép-európai piacot tekintve), a CETOP éves átlagos változása jóval szerényebb mértékű volt. A leírtakból adódik, hogy az alacsonyabb kockázatú portfóliók esetében a 20 éves időtávot tekintve az átlagos hozam magasabb, mint 10 éves időtávon.

Összességében azonban a pénztári hozamteljesítményt hosszú távon a részvénybefektetések húzták fel, elsősorban a 2008. évi válságot követő, és a 2010-es években, valamint a 2020-es évek elején is tartó tőkepiaci fellendülés miatt. Szerencsés ütemezésnek mondható, hogy a pénztárak jelentős része a 2008-2010 közötti időszakban indította el a választható portfóliós rendszerét, és a kockázatosabb, részvényeket nagyobb arányban tartalmazó portfóliók a pénzügyi válság miatt bekövetkező tőkepiaci mélypont környékéről, vagy a korrekció kezdeti szakaszától indultak.

ÖSSZEGZÉS

Az önkéntes nyugdíjpénztárak hosszú távú hozameredményeinek adatai alapján megállapítható, hogy a tagoknak célszerű az életciklus szemlélet alapján portfóliót választaniuk. A gyakorlatban ez azt jelenti, hogy fiatalabb korban indított nyugdíjcélú megtakarításnál – tekintettel a hosszabb befektetési időtávra – érdemes nagyobb arányban kockázatosabb, de magasabb hosszú távú hozammal kecsegtető, részvény típusú eszközbe fektetni. A felhalmozási időszak vége felé, azaz a nyugdíjkorhatár elérése közeledtével azután érdemes a biztonságosabb, kötvény jellegű befektetéseket előtérbe helyezni a kockázatosabbakkal szemben.

A hosszú távú hozamráta adatok alapján megállapítható, hogy a nyugdíjpénztárak részéről a tagok megfelelő kiszolgálása érdekében jó döntés volt nagyobb kockázatú, alapvetően részvénybefektetésekre fókuszáló portfóliók indítása, mert ezek – a kockázatot felvállaló tagok várakozásainak megfelelően – hosszú távon a szektorátlagot meghaladó hozamokkal gyarapították a megtakarításokat. A pénztárak betöltik funkciójukat, mert a portfóliók hozamai – különösen az életciklus szemléletnek megfelelő kockázatvállalást feltételezve – hosszú távon reálértéken is pozitívak, meghaladják az inflációt. Természetesen meg kell jegyeznünk, hogy a múltbeli hozamok nem jelentenek garanciát a jövőbeli eredményekre nézve.

A nyugdíjas éveink biztonsága nem egy pillanatnyi teljesítményen, hanem a hosszú távú következetességen múlik. A hazai önkéntes nyugdíjpénztárak – az 1,74 százalékos 20 éves reálhozammal – következetesen jól teljesítettek a befektetések terén, így hosszú távon bizonyítják valódi értéküket.

HIVATKOZÁSOK

¹ [Ismét két számjegyű hozammal zártak tavaly a nyugdíjpénztárak | MNB.hu](#)

² <https://www.mnb.hu/letoltes/osszefoglalo-a-nyugdijpenztari-tagok-dijterhelese.pdf>

³ Az önkéntes pénztárak és ezen belül az önkéntes nyugdíjpénztárak fejlődéséről áttekintést ad Török L. (2024a) cikke

⁴ <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/biztositasi-penztari-tokepiaci-kockazati-es-fogyasztovedelmi-jelentes/biztositasi-penztari-tokepiaci-kockazati-es-fogyasztovedelmi-jelentes-2025>

⁵ A modellszámítás az időtartam alatt azonos nagyságú rendszeres (havi) befizetéseket feltételez, a befizetésekből 4,5 % a működési és likviditási célú levonás, azaz a befizetés 95,5 %-a kerül az egyéni számlán befektetésre. A modellszámítás adókedvezményt nem vesz figyelembe.

⁶ Az önkéntes nyugdíjpénztári szektor fedezeti tartalékának átlagos éves nettó hozamráta értéke a 2025 évi Biztosítási, pénztári, tőkepiaci kockázati és fogyasztóvédelmi jelentés alapján

⁷ Török L. (2024b)

⁸ A hosszútávú intézményi befektetők gazdasági jelentőség elemzi az MNB 2022-ben megjelent Új közgazdaságtan a fenntarthatóságért című kiadványának 10. fejezete (A gazdaság finanszírozásának új és fenntartható formái: előnyök és dilemmák

⁹ OECD Pension Markets in Focus 2024

¹⁰ OECD Pension Markets in Focus Preliminary 2024 data

¹¹ Hozamráta idősort közöl az OECD a Pension Markets in Focus 2024 kiadvány mellékletében: [Statistical annex | OECD](#)

¹² Németh György Banyár J.(2011) tanulmányára hivatkozva állapítja meg, hogy „A reálérték-őrzés – különösen magas inflációs környezetben – már elfogadható lehet, a 0,5-1 százalékos reálhozam már nem rossz, efelett jónak mondható”. Németh (2024)

¹³ OECD Pensions Outlook 2024 Chapter 4: Does investing in equity markets bring better retirement income outcomes to members of defined contribution pension plans?

¹⁴ „The analyses conclude that investing in equity markets would, in general, lead to better retirement income outcomes for members of DC pension plans. Investing in equities is likely to provide a higher average performance, more assets accumulated at retirement and higher replacement rates than investing only in fixed income. ... However, investing in equities comes with caveats, as it requires individuals to invest for long periods to get the full potential from the compounded return effect, it leads to volatile outcomes for individuals and societies, and it makes pension benefits sensitive to equity market downturns happening when people are close to retirement.” (OECD Pensions Outlook 2024)

¹⁵ „The destination of investment may also affect the performance of equities. For example, in the United States, the I Fund of the Thrift Savings Plan is fully invested in global equities and achieved a lower performance over 2013-22 than the C Fund and the S Fund, which are fully invested in US equities. Similarly, the Socially Responsible option of QSuper barely invests in Australian equities and reached a lower performance over 2016-22 than the Balanced option and several of the life-cycle funds (with a mix of Australian and international equities), despite having a higher overall equity exposure.” (OECD Pensions Outlook 2024)

¹⁶Insurance Europe 2023 Pan-European Pension Survey

¹⁷ „When saving for retirement, survey respondents overwhelmingly (82%) choose investment safety over performance. The appetite for safety is higher among women (86%) than men (77%).” (Insurance Europe 2023)

¹⁸ Az OECD Reviews of Pension Systems: Czech Republic c. 2020-as kiadvány vizsgálja a cseh kiegészítő nyugdíjpénztárak hozamteljesítményét és befektetési eszközösszetételét: „In international comparison, the Czech Republic is among the OECD countries with the lowest average performance over the 5-15 years ending in 2018 ... In nominal terms, among countries with available data up to December 2018, pension funds in the Czech Republic recorded the lowest five-year average annual performance, and the second lowest in real terms after Turkey. ... Most of the assets in the supplementary pension system are in funds providing an annual non-negative return guarantee. ... Of all the OECD countries, the Czech Republic was the country with the lowest allocation to equities at the end of 2018.”

¹⁹ „Pension regulators should avoid setting frameworks that lead to default investment strategies that are too conservative as equity investment tends to bring better retirement income outcomes.” (OECD Pensions Outlook 2024)

²⁰ 1993. évi XCVI. törvény az Önkéntes Kölcsönös Biztosító Pénztárakról, 49/B. §

²¹ 1997. évi LXXXII. törvény a magánnyugdíjról és a magánnyugdíjpénztárakról, 68/A. §

²² 281/2001. (XII. 26.) Korm. rendelet az önkéntes kölcsönös nyugdíjpénztárak befektetési és gazdálkodási szabályairól, 24. § (2)

IRODALOMJEGYZÉK

Banyár József (2011): A nyugdíjreform miatti államháztartási hiány elszámolhatósága – A stabilitási és növekedési egyezmény egyes követelményeinek újragondolása Közgazdasági Szemle, LVIII. évf., 2011. július–augusztus (666–688. o.)

Insurance Europe 2023 Pan-European Pension Survey: Key Findings <https://insuranceeurope.eu/mediaitem/ce4f9788-85f7-4c2b-8f02-a0d0875421a3/Pension%20priorities%20in%20Europe%202023.pdf>

Magyar Nemzeti Bank (2022): Új közgazdaságtan a fenntarthatóságért; Szakkönyv (Szerk.: Baksay Gergely, Matolcsy György, Virág Barnabás) [Új Fenntartható Közgazdaságtan - Pénzmúzeum](#)

Magyar Nemzeti Bank (2025): Biztosítási, pénztári, tőkepiaci kockázati és fogyasztóvédelmi jelentés 2024. <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/biztositasi-penztari-tokepiaci-kockazati-es-fogyasztovedelmi-jelentes/biztositasi-penztari-tokepiaci-kockazati-es-fogyasztovedelmi-jelentes-2025>

Németh György (2024): Esszé arról, hogy (szinte) mindent rosszul tudtunk a nyugdíjról, de van ennél nagyobb baj is In: Adatok, Modellek, Jövőkép – Tanulmányok és köszöntések Kovács Erzsébet 70. születésnapja alkalmából; Budapesti Corvinus Egyetem

OECD: Reviews of Pension Systems: Czech Republic 2020, online: [OECD Reviews of Pension Systems: Czech Republic | en | OECD](#)

OECD Pension Markets in Focus 2024 [Pension Markets in Focus 2024 | OECD](#)

OECD Pensions Outlook 2024: Improving asset-backed pensions for better retirement outcomes and more resilient pension systems [OECD Pensions Outlook 2024 | OECD](#)

OECD Pension Markets in Focus Preliminary 2024 data - June 2025 <https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/topics/policy-sub-issues/asset-backed-pensions/PMF%202025%20-%20Preliminary%202024.pdf>

Török László (2024a): Az önkéntes pénztárak 30 éve az egészség- és nyugdíj-megtakarítás főszereplői; Biztosítás és Kockázat, XI.évf. 3-4. szám, pp. 10-34. <http://dx.doi.org/10.18530/BK.2024.3-4.10>

Török László (2024b): Negatív éves hozam után rendre korrekció az önkéntes nyugdíjpénztáraknál, Economix, 2024 <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/szakmai-cikkek/felugyelet/torok-laszlo-negativ-eves-hozam-utan-rendre-korrekcio-az-onkent-es-nyugdijpenztaraknal>

**A szerző a Magyar Nemzeti Bank munkatársa, vezető felügyelője*

„Szerkesztett formában megjelent a Biztosítás és Kockázat XII. évfolyam 3-4. számában.”