

## Amikor a pörgés megáll

*Az álpontosság és a gátlástalan megközelítés határozza meg a biztosítási matematikusi szakma szerepét a válságban, amely körülveszi a vállalati nyugdíjakat az Atlanti Óceán mindkét oldalán. Bár nem a matematikusok képezik az egyetlen okot – a cégek, a vagyongazdálkodó testületek, a kormányok és a könyvelési szabályok mind eljátszották a maguk szerepét – ők meglepően szerencsétlenek voltak a fő feladatukban: előre jelezni az alapok jövő kötelezettségeit, és felmérni, mekkora vagyon szükséges a kielégítésükhöz.*

*Tárgyszavak: nyugdíjrendszer; biztosítás; válság; prognózis; részvény; infláció; kötvény; élettartam.*

## Segíthetnek-e a biztosítási matematikusok megszüntetni a zűrzavart a vállalati nyugdíjak körül?

A kudarc siettette az utolsó fizetésen alapuló (meghatározott összegű) nyugdíjrendszer összeomlását. Nagy-Britanniában az ilyen alapok 70%-a nem fogadott új belépőket az utóbbi években. Mostanában a cégek, az USA-ban az IBM, Nagy-Britanniában a Rentokil vezetésével tovább mentek, és kezdik bezárni a rendszereket a további terjeszkedés elől. A biztosítási matematikusokat mint szakmát, a gondatlanság vádja terheli.

Ez Nagy-Britanniában igaz leginkább, ahol a nyugdíjzűrzavar a legakutabb, és ahol a matematikusok megmutatják az amerikai és európai kollégáiknak, hogyan javítsák ki a hibáikat. Az 1990-es évek közepe óta a szakma teljesen átalakította az elméletét és a gyakorlatát, és ma Nagy-Britannia a legfejlettebb fóruma a hosszú távú pénzügyi ígérek és garanciák árazásának, holott itt következett be a szerencsétlenség, és sok gondolat éppen az amerikai egyetemekről jött.

Amerika főként azért maradt hátra, mert ott a vállalati nyugdíjak válsága kevésbé volt súlyos, mint Nagy-Britanniában. Kevesebb nyugdíj emelkedik az infláció mértékében. Csak néhány rendkívüli esetben, (amilyen a General Motors-é), kerül veszélybe egy nagy cég fizetőké-

pessége a nyugdíjfizetési kötelezettségei miatt. Ezenkívül a nyugdíjágazat az USA-ban megosztott feladat, amelyet törvények és könyvelési szabályzatok, valamint a biztosítási matematikai gyakorlat alakít.

## **Biztosítási matematikusok**

A nyugdíjrendszerek legtöbb tagjának kevés fogalma van arról, mit is csinálnak a matematikusok. Lényegében sokváltozós prognózisokat készítenek. Ezek nemcsak olyan nagy tényezőket vesznek számításba, mint az infláció, a kamatlábak, a megtérülési arányok, az emberek élettartama, hanem sok más technikai részletet is. Nagyjából háromévente kiszámítják, van-e feleslege az alapnak, és hogyan változott a mérlege a legutóbbi vizsgálat óta. A nyugdíjalapi kurátorok és a szponzoráló cégek azután megpróbálnak megegyezni a további finanszírozás megfelelő szintjéről.

Az ilyen sokváltozós prognosztizálás sokkal nehezebb, mint például egy gazdaság GDP-növekedésének a jóslása. Nem az a kérdés, hogy az átfogó előrejelzés hibás-e hanem, hogy mennyire az. Az 1990-es évek közepéig azonban kevesen kérdezték ezt meg a matematikusaiktól, akik hajlamosak voltak úgy cselekedni, mintha csalhatatlanok lennének. A korábbi időszakban a matematikusok támogatták a képet, amely szerint az alapoknak egészséges feleslegük volt, a kuratori testületek „fogatlanok”, és nem látták szükségét a vitának a cégekkel. A legtöbb nyugdíjrendszer az inflációs korszakban erős részvényekben tartotta vagyonának a 80–90%-át. A számviteli szabályok megengedték a cégeknek a jövőben várt megtérülésekből nyert „nyereség” ilyen részvényekbe irányítását. A legtöbb matematikus – bár nem volt közvetlenül felelős – boldogan támogatta ezt.

Sok cég arra is használta a feleslegeket, hogy igazolja a hosszú „hozzájárulási kimenőket”. A matematikusok egyetértettek abban, hogy nem szükséges friss pénzt tenni az alapjaikba. Nem írták le a részvények értékét rossz piaci viszonyok idején, és alacsonyan tartották ellenkező esetben. Támogatták annak a feltételezésnek a bizarr gyakorlatát is, hogy a részvények tartása mágikusan csökkenti egy alap nettó kötelezettségeit. Ez azt jelentette, hogy a szponzoráló cég igazolni tudta kisebb hozzájárulásait.

A nyugdíjalapok olyan vagyontárgyakat tartottak, amelyek gyengén és kockázatosan feleltek meg a kötelezettségeiknek. Elfogadva, hogy a részvények jó megtérülése kisebb nettó kötelezettségekhez vezet, a matematikusok olyan általános finanszírozási szinthez rendezték a színpadot, amely sok rendszert sebezhetőnek hagyott, amikor bekövetkezett a

részvénypiaci összeomlás. Néhányan olyan messzire mentek, hogy lehetővé tették a szponzoroknak a vagyonuk szokatlanul magas megtérülését, így az alapok egészségesnek látszottak, bár valójában rossz állapotban voltak.

A legradikálisabb támadás a matematikusokat a szakmán belül érte.

## Új gondolkodásmód

Az új biztosítási matematikai-statisztikai irányzat egyszerű analógiával leplezte le azt, mintha részvények tartása valahogyan csökkentené egy alap kötelezettségeit. Ha valaki bankkölcsönt vesz fel (tartozás), és részvényekbe fekteti, úgy kevesebbel tartozik a banknak? Meg tudja győzni a bankot, hogy lassabban vagy kevesebbet kelljen fizetnie, mert a részvényei majd megtérülnek? Természetesen nem!

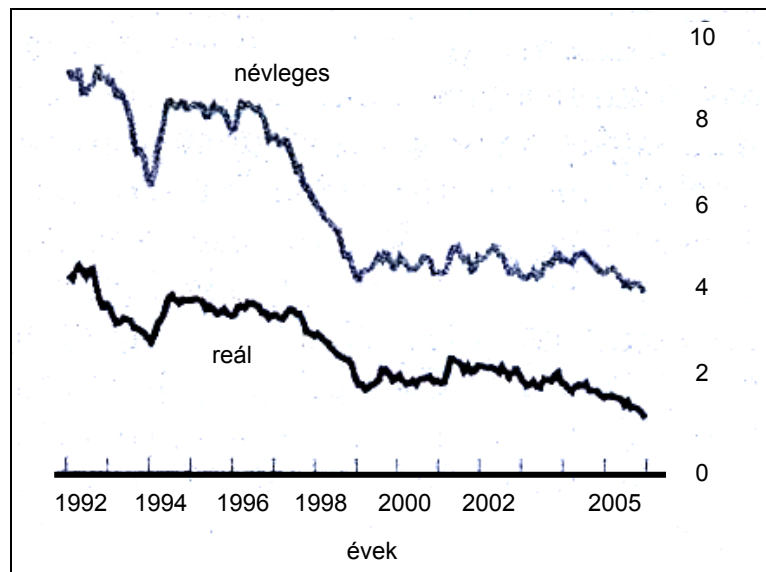
A biztosítási matematikusoknak ez teljesen új gondolkodásmód volt a nyugdíjakról. A kezdeti ellenállásuk az új iskolával szemben a részvénypiacok 2000 utáni felborulásakor morzsolódott fel. Az egészségesnek feltételezett nyugdíjalapoknak hirtelen hatalmas deficitje keletkezett, nemcsak az alacsonyabb részvényárak miatt, hanem azért is, mert az eső reálkamatlábak felfelé lökték a tartozásaik aktuális nettó értékét. Valami nyilván hibás volt a matematikusi status quo körül, és ez megnyitotta az utat az új nemzedéknek.

- A nyugdíjalapot a szponzoráló vállalat mérlege és kockázata részének kell tekinteni.
- Mivel az alapoknak adókedvezménye van, a részvényeseknek érdeke a teljes feltöltése, és szerény többlet elérése, az előnyök maximálása céljából.
- Ha egy társaságnak van nyugdíjrendszere, és ehhez kötelezettségeket vállal, úgy lényegében hosszú távú, indexáló kötvényeket bocsát ki.
- A vagyontárgyak annyit érnek, amennyit a piac fizet értük, ezért 100 GBP-t érő részvény például nem ér többet, mint 100 GBP-t érő kötvény.
- Egy nyugdíjrendszer számára a természetes tőke halasztott járadék.

## A vállalati finanszírozású nyugdíjalapok terén kialakult válság okai

Az LCP cég évente felméri a legnagyobb brit cégek nyugdíjrendszereit. Az FTSE-100 részvényindexet kitevő száz vezető cég közül 92-nek

meghatározott kifizetésű rendszere van, és az utóbbi években ezek többnyire deficitesek voltak. A nyugdíjalapok FRS17 jelű, új számviteli és értékelési szabályai azt jelentik, hogy a deficitek összehasonlíthatóbbak, mint korábban. A 2005. júliusi 37 milliárd GBP összegű hiány a cégek 2004. évi, adózás előtti nyereségének öt havi részét, egy évnyi osztalékát vagy az FTSE-100 piaci értékének a 3%-át teszi ki. Az LCP szerint azonban még más tényezők is hatnak, és a teljes deficit ennél 25%-kal is nagyobb lehet. A 15 éves értékpapírok hozamát szemlélteti az 1. ábra.



1. ábra A 15 éves értékpapírok hozama, %

Ha egy cég próbál szabadulni a nyugdíj-kötelezettségeitől, úgy ki kell egészítenie az aktíváit, hogy a rá háruló kifizetéseket teljesen fedezhesse egy biztosító társaságtól vett megfelelő járadékokkal. Éppen most ez egy drága változat: ha az összes deficites FTSE-100 cég ezt az utat választaná, a hiány közeledne a 150 milliárd GBP-hez. Ha a reálkamatlábak emelkednének, a járadékok olcsóbbá válnának, és egy rendszer felgöngyölítésének a költsége esne.

Meglepetés volt a nyugdíjrendszer-tagok, különösen a most hatvanas és hetvenes éveikben lévők élettartamának a példa nélküli növekedése. Minél tovább élnek az emberek, annál tovább van joguk nyugdíjra is, így ez a rendszerek kritikus változója. Ez arra készítette a biztosítókat, hogy gondosabban modellezzék az élettartamot, és magasabb árakat szabjanak az általuk kínált életbiztosításokra és járadékokra.

A problémák ilyen széles köre mellett nem csoda, hogy sok társaság idegenkedik a meghatározott kifizetésektől. A brit nyugdíjalapok szövetsége (National Association of Pension Funds = NAPF) szerint, 2005 közepéig az ilyen rendszerek 70%-át elzárták az új tagok elől, és mintegy 9%-át elzárták a tagok kifizetéseinek a további növekedése elől. Az alap vezetője úgy véli, hogy öt éven belül a meghatározott kifizetések rendszere eltűnik a magánszektorból.

## **A válság nyomán kialakult új gyakorlat**

Egy valamikor virágzó szektor romlása politikai beavatkozáshoz és olyan szabályozás bevezetéséhez vezetett, amelyet biztonságra terveztek. Ebbe tartozik egy új nyugdíjvédelmi alap is, amelyet amerikai mintára modelleztek. Az első öt évében ez 575 millió GBP-t fog elvenni a brit nyugdíjrendszerektől. Kockázatra beállított prémiumokat fog kiutalni úgy, hogy az egészségesebb alapoktól kevesebbet vesz el, mint a „csikorgók-tól”. Nagyobb hatáskört adnak a kurátortestületeknek.

Ez a biztosítók egyik irányzata, amely arra ösztönzi a nyugdíjrendszereket, hogy fokozatosan konzervatívabbá váljanak a feltételezéseikben és az aktívák kezelésében. Az egyik mérföldkő ezen az úton a Boots kiskereskedelmi cég döntése volt 2000-2001-ben, amellyel 2,3 milliárd GDP összegű értékpapírját hosszú távú készpénzes kötvények portfóliójává alakította át, és a részvényesek számára előnyös, csatolt részvényvisszavásárlást valósított meg. Ez jól időzített lépés volt, és utánpótlást vonzott, de akkoriban annyira radikálisnak ítélték, hogy sok biztosítási szakember kerülte bármi hasonlónak a javasolását más klienseknek.

Azóta sok rendszer csökkentette a függését a részvényektől, többet fektetett be ingatlanokba, magánpapírokba, veszteségkorlátozó alapokba, és kötvényekbe. Ennek az irányzatnak a lényege a kockázat csökkentése. Jelenleg ezt a befektetési bankok ugyanolyan hatékonyan teszik, mint a biztosítók. A bank lehetőséget lát szakértelmének a felhasználására strukturált portfóliók létrehozásához. Hangsúlyozzák, hogy bár 2002 vége óta a részvények jól teljesítettek, de az alapok egészsége romlott. Ennek az az oka, hogy a kötelezettségek gyorsabban nőttek, mint a vagyon.

A bankok szerint jobban kell figyelni a kockázatokra, majd csökkenteni is kell azokat LDI befektetésekkel (Liability Driven Investing = kötelezettségek által indukált befektetés). A nagy pénzügyi kockázatok az inflációval és a kamatlábakkal kapcsolatosak, míg a legnagyobb, nem pénzügyi kockázat az élettartam változása.

A hosszú távú kockázatok teljes csökkentése túl drága, ezért az LDI a nagyokra összpontosít, és korlátozza a rosszakat.

## Hosszú szorítás

Az LDI-vel kapcsolatos egyik probléma az, hogy korlátozza a használt eszközöket különösen, amikor egy nyugdíjrendszernek legalább 50 évre kell kiterjednie a jövőben (ami a hosszú távú swap és kötvény határa). A múlt évben például – egy kimutatás szerint – Nagy-Britanniának mintegy 700 milliárd GBP határozott kifizetésű kötelezettsége volt, de csak 7 milliárd GBP 35 éves indexáló (azaz inflációálló) államkötvénye. Amint egyre több alap fordít figyelmet a kockázat csökkentésére, ezek a korlátok valószínűleg egyre rosszabbak lesznek. A közelmúltban az 50 éves állampapírok iránti piaci igény következtében az árak olyan magasra szöktek, hogy a reálhozamok történetileg alacsony szintre omlottak össze. Év elején például, az 50 éves állampapírok legutóbbi aukcióját túljegyezték és ez 0,46%-os reálhozamot kínált. A kereslet a nagyon hosszú távú befektetéseket kereső nyugdíjalapoktól (és biztosítóktól), valamint beruházási bankoktól származott.

A biztosítási matematikusok kezdenek rámutatni arra, hogy az LDI nem minden alap számára válasz. Lehet, hogy nincs szükségük drága tranzakciókra azoknak, amelyeknek pénzügyileg erős vagy garanciákat adó szponzorai vannak. Ezen kívül egy alap, amely a mai magas kötvényárak biztonságába zárkózik, lehet, hogy tíz éven át fogja ezt sajnálni, ha a reálkamatlábak visszatérnek a tartós történelmi szintekre.

Még így is, annak a belátása, hogy a nyugdíjrendszereknek nagyobb biztonságra van szükségük, elfogadottá válik Nagy-Britanniában és Amerikában. Végeredményben, a régi biztosítók azért vallottak kudarcot, mert nem látták kellően előre, nem számították és kommunikálták a nyugdíjellátás növekvő költségeit különösen, amikor az infláció lelassult, és a reálkamatlábak estek a 90-es évek közepétől. Az új biztosítási matematika ígérete az, hogy ez soha nem történik meg ismét. Ha ez sok rendszer számára túl késő is, legalább a következő nemzedékek öregkorára valamivel több biztonságot ígér.

**Összeállította: Szende György**

When the spinning stops. = The Economist, 378. k. 8462. sz. 2006. jan. 28.–febr. 3. p. 67–69.

Pegg, J.: A new abacus for pensions. = Business Week, 2006. jan. 9. p. 91.