

Matits Ágnes

## Mennyire lehetünk elégedettek a magánnyugdíjpénztárak hozamteljesítményével ?

*A tanulmány a magánnyugdíjpénztárak portfollióiról 2009 évre közzé tett hozam adatok elemzése kapcsán kísérletet tesz a portfóliók hozamteljesítményének minősítésére.*

*A minősítéshez 5 szempontot vizsgál, a rövid és a hosszú távú értékmegőrzés minősége, a rövid és hosszú távú referenciakövetés minősége, valamint a 2008 évi veszteségek kompenzálásának sikeressége.*

*Az eredmények szerint a vizsgált 81 portfólió közül mindössze 8 hozamteljesítménye gyenge minősítésű, míg a többi jó vagy megfelelő, sőt két portfólió kiválóan minősíthető. Ugyanakkor azt is láthatjuk, hogy az egyes portfóliók hozamai között esetenként igen nagy eltérések mutatkoznak. Ennek következtében azonos befizetések mellett is jelentős különbségek lehetnek az egyéni számlákon felhalmozódó pénzek között a különböző pénztárakban, ami végső soron azt eredményezheti, hogy azonos keresetű pénztártagok eltérő mértékű nyugdíjakra számíthatnak.*

*A tanulmány fontos megállapítása, hogy az egyéni számlákon felhalmozott összeg minden portfólióban meghaladja azt az elméleti fedezeti szükségletet, amely ahhoz kellene, hogy az elmúlt 12 évben ( a mai jogszabályok alapján meghatározott ) TB nyugdíj jogosultságukból elvesző 25 százalékot a magánnyugdíjpénztári járadékok kompenzálni tudják.*

The paper tests the quality of performance the Hungarian obligatory private pension funds on the basis of the recently published data of short term and long term returns. According to the five qualification categories only 8 from the investigated 81 portfolios turned out to be weak, and there are two excellent ones. The performance of decisive mass of portfolios is appropriate. But there are significant differences among performances which could result in significant differences in pension prospects of members in different funds.

The papers stated that the overall performances is able to provide the sufficient substitution for the members of private funds, who lose the 25 percent of their pension right in the social security system. But this statement is probably not valid according to the proposed new pension formula from 2013.

### Bevezető

A PSZÁF minden év március 15-ig közzéteszi a nyugdíjpénztárak előző évi illetve a megelőző 10 év hozamadatait. Sajnos azonban csak kevesen tudják, hogy mit is kezdjenek ezzel a rengeteg számmal, amit a nyugdíjpénztárak hozamairól évről évre közzétesznek. (Magánnyugdíjpénztárak esetében 19 pénztárra, pénztáranként 3 portfólióra 5 hozam adat, ami összesen 285 szám.) A hozam adatok önmagukban valójában nem is értékelhetők. Mindig valamihez viszonyítanunk kell ahhoz, hogy a tény számokat értékelni is tudjuk. Persze az nem várható el, hogy mindenki szakértő értékeléseket végezzen, ezért lenne nagyon fontos, hogy az értékelésnek is kialakuljanak bizonyos standardjai<sup>1</sup>. Ez azonban még nincs így, az olvasó többnyire magára marad. Ezért mutat be ez a tanulmány a hozam adatok értékeléshez közérthetőséget remélő szempontokat és a 2009 év lezárása kapcsán egyúttal bemutatja lehetséges értékeléseket is a magánnyugdíjpénztárak példáján.

---

<sup>1</sup> A Magánnyugdíjpénztárakról szóló 1997/LXXXII. Számú törvény tartalmazott egy olyan előírást, hogy a nyugdíjpénztárak teljesítményét csak független minősítő intézmények értékelhetik. Sajnálatos módon azonban ilyen független minősítő intézmények mind mai napig nincsenek, így valójában nincs is hivatalos értékelés.

## 1. A közzétett hozammutatók minősítése

Ha adatokat rangsorolunk, akkor abból mindig lesz legjobb, meg legrosszabb, holott a minősítés szempontjából lehet hogy valamennyi eredmény nagyon jó, vagy éppen nagyon rossz. És az sem mindegy, hogy mennyire különböznek az adatok egymástól. Nem mondhatjuk, hogy például egy 0,2 százalékkal alacsonyabb hozamot elért pénztár rosszabb lenne a másiknál. Ezért én nem rangsor, hanem kategorizálás alapján javasolnám a pénztárak minősítését.

Minden vizsgált mutatóról meg lehet mondani, hogy *mihez képest* vizsgáljuk. Ennek alapján megadható, hogy mekkora értéket/mértéket tekinthetünk kiválónak, vagy éppen rossznak. Az áttekinthetőség miatt minden esetben csak néhány – az én választásom szerint legfeljebb 5 - minősítő kategóriát határoznék meg. Abból az alapelvből indulok ki, hogy a gyakorlatban az fontosabb információ, ha egy hozamértékről azt tudjuk megmondani, hogy jó vagy rossz, mintha azt mondom meg, hogy mennyi .

Bármiféle viszonyítás alapján meghatározott minősítő kategóriákban elkerülhetetlenül szerepet játszik a minősítő szubjektuma. Nem igazán objektív azoknak a kategóriáknak a definiálása, amely alapján a minősítés történik. Ezért szó sincs arról, hogy az általam definiált minősítő kategóriák megfellebbezhetetlen ítélet alkotására alkalmasak lennének. Mindössze egyfajta irányítúként használhatók az adatok dzsungelében.

A közzétételben rövid (egy év) és hosszú távú (tíz év) hozam mutatók szerepelnek. Most arra törekszünk, hogy ezekről alkossunk ítéletet, hogy értéküket mennyire jónak vagy rossznak kell tartanunk.

### a) A tárgyévi hozamok értékelése

Több fontos kérdésre adhatnak választ az egy adott évre vonatkozó adatok, de az értékelésüket mindig óvatosan kell kezelni. Mindenekelőtt azt kell tudni, hogy különböző kockázatot vállaló pénztárak (portfoliók) teljesítményei közvetlenül eleve nem hasonlíthatók össze. Vagyis vagy csak az azonos kockázati szintet megcélzó portfoliókat hasonlíthatjuk össze, vagy tudomásul vesszük, hogy egy-egy évben a legkockázatosabb portfoliók mondjuk rendre sokkal nagyobb vagy éppen sokkal kisebb hozamokat értek el, mint a kevésbé kockázatosak. Azaz a kockázat vállalás mértéke eleve egy magyarázat lehet a mindenkori hozamteljesítményekre.

A tárgyévi hozamok szempontjából mindenekelőtt a pénzromlás mértéke<sup>2</sup> lehet a viszonyítási alap, hiszen a pénztári befektetések elsődleges célja a tagok vagyonának értékmegőrzése. Ennek alapján fontos minősítési kritériumot jelent, hogy ez mennyiben sikerült az adott esztendőben. Tehát itt adódik az első értékelési szempont:

---

<sup>2</sup> A pénzromlás mértékére is számos mutatószám ismert. . Hogy pontosan melyiket tartjuk megfelelőnek, az végülis választás kérdése. Én általában az MNB decemberre vonatkozó 12 havi fogyasztói árszindexeit használom, de használható más inflációs mutató is.

1. értékelési szempont : **Értékmegőrzés ( tárgyévi)** - Az éves hozam viszonya az inflációhoz

Ennél az értékelésnél bizony az inflációtól való elmaradást önmagában is károsnak ítélnénk, ezért nem szimmetrikus minősítő kategóriákat javasolnánk:

- (1) *Kiváló*: Az infláció mértékét +5%-nál jobban meghaladó hozamú pénztár
- (2) *Jó* : Ha a pénztár éves hozama az inflációt legalább 1 % de legfeljebb 5 %-kal haladja meg
- (3) *Elfogadható* : Ha a pénztár hozama az infláció mértékétől legfeljebb 1%-ban tér el
- (4) *Gyenge* : Ha a hozam az inflációtól több mint 1%-val elmarad, de pozitív
- (5) *Rossz* : Ha pénztár hozama abszolút érteken negatív

Természetesen lehet, hogy az inflációtól való esetleges elmaradás, vagy éppen annak a túlszárnyalása valójában az adott időszak piaci körülményeinek következménye. Ezért fontos azt is megvizsgálni, hogy egy adott pénztár portfóliójának kezelője megtett e mindent ahhoz képest, amit az adott piacon egyáltalán meg lehetett tenni. Azaz azt is néznünk kell, hogy egy pénztár a saját *referencia hozamához* (azaz a saját befektetési politikája alapján elvárható hozamához) képest mit tudott a valóságban elérni. Ezért kötelező a referencia hozamok közzététele a pénztár (illetve az adott kockázatú befektetéseket jelentő portfólió) nettó hozamrátája mellett.

Itt persze rögtön tudnunk kell, hogy a nettó hozam már azt mutatja, ami a pénztárnál a hozamokból ténylegesen megmaradt, hiszen itt a hozamok a befektetéssel kapcsolatos költségekkel már csökkentve vannak. Miközben a referencia hozamok elvileg egy bruttó (azaz a költségekkel nem csökkentett) hozamrátát mutatnak. Ennek a két értéknek az összehasonlítása tehát már eleve feltételezi azt, hogy elvárjuk, hogy a vagyonkezelés költségeit a referencia hozam felett termelje ki a pénztár. Vagyis legalább annyival nagyobb hozamot termeljen, hogy még a nettó hozam is megfeleljen a referencia hozamnak.

Az vitatható, hogy a referencia hozam meghaladása mennyire elvárható. De azok, akik a saját befektetési politikájukat betartva, az ahhoz tartozó referencia hozamnál magasabb hozamokat értek el, azok a tagoknak az elvárhatónál is jobb eredményt hoztak. Ezért minősítem jónak a referencia hozam meghaladását. Legfeljebb, s ez a realitás, ha minden pénztár csak a referenciahozam tartására törekszik, mindenki – ebből a szempontból – a „*megfelelő*” kategóriába kerül. Ugyanakkor lehet rossz a választott referencia index is. Vagyis lehet, hogy valaki könnyen meghaladja azt. Vagy éppen jó hozam mellett is elmarad a saját referencia hozamától. Így lehet, hogy ezzel esetenként kissé félrevezető minősítést adhatunk. Mivel azonban más orientáció nincs az „elvárható” hozam mértékéről, ráadásul ezt közzé is tesszük, csak ezt tudjuk erre a célra felhasználni, s egy efféle minősítés legalább elgondolkodásra készíti a pénztárakat a választott referencia indexek folyamatos felülvizsgálására.

Legyen

2. értékelési szempont : **Rövid távú vagyonkezelési teljesítmény** - Az éves hozam viszonya az éves referencia hozamhoz

Ebben az esetben csak három kategóriát határoznék meg, az alábbiak szerint :

- (1) *felülteljesítő*, ha a referencia hozamot a pénztár több, mint 1 százalékkal meghaladja
- (2) *megfelelő* : ha a referencia hozamtól legfeljebb 1%-kal eltérő hozamú a pénztár
- (3) *elmaradó* : a referencia hozamtól több, mint 1 százalékkal elmaradó hozamú pénztár.

#### *b) A hosszabb távú teljesítmény értékelése*

A hosszú távú értékelések esetében az időtáv önmagában is kérdéses lehet. Gyakran láthatunk olyan nemzetközi elemzéseket, ahol a hozamteljesítményeket 1, 3, 5 vagy 10 év vonatkozásában egyaránt bemutatják. A baj csak az, hogy ezzel – a hozammutatók számához hasonlóan – a minősítési szempontok száma is megnő, ami a végső soron újra a tisztánlátás rovására mehet. Úgyhogy én most nem is próbálok döntőbíró lenni a hosszú távú értékelés időhorizontja kérdésében, hanem egyszerűen elfogadom a mai közzétételi kötelezettség által meghatározott 10 éves időtávot és a hosszú távú minősítést is – általában - erre az időtávra vonatkozó mutatókra javaslom elvégezni.

Vannak azonban speciális minősítést igénylő időszakok, s bizony a 2008-2009 éveket ilyennek tartom. Nagyon fontos ugyanis, hogy két ilyen nagyon nagy szélsőséget mutató évben egy- egy pénztár összességében hogyan tudott teljesíteni. Konkrétan most azt a kérdést tehetjük fel, hogy a 2008 évi nagy veszteséget mennyire sikerült az adott pénztárnak a 2009 évi hozamokkal kompenzálni. Vagyis ezúttal ilyen kivételes minősítő szempontnak tekintem az előző évi veszteség kompenzációjának sikerességét. Mindenekelőtt az értékörzés vonatkozásában kell, hogy ez érdeklődésre tartson számot, ezért a kétéves hozam<sup>3</sup> ezúttal is a (kétéves) inflációhoz viszonyítva minősítem.

*3.( specifikus ) értékelési szempont: Veszteségkompenzáció : A két éves (2008 és 2009) együttes hozam viszonya a két éves inflációhoz*

Az általam értelmezhetőnek tartott minősítő kategóriák :

- (1) *Kiváló* : ha a két éves hozam legalább 5 %-kal magasabb , mint a kétéves infláció
- (2) *Jó* : ha a kétéves hozam legalább 1, de legfeljebb 5 %- kal magasabb, mint a kétéves infláció
- (3) *Elfogadható* : ha a két éves hozam legfeljebb 1%-kal tér el a kétéves inflációtól
- (4) *Gyenge* : Ha a kétéves hozam 1% -nál jobban elmarad a kétéves inflációtól, de pozitív
- (5) *Rossz* : Ha a kétéves hozam negatív

Ezután térjünk rá a hivatalos közzétételben szereplő *10 éves nettó átlaghozam* mutató minősítésére. Mindenekelőtt azt kell leszögezni, hogy ez a szám a nettó hozamoknak a *súlyozatlan* átlagait mutatja. Vagyis ez az átlag meglehetősen félreinformálhat bennünket, ha az időszak tényleges hozameredményeire vagyunk kíváncsiak. A közölt átlaghozam mutató azt mutatja, hogy az időszak elején befektetett 1 forint átlagosan mekkora hozamot kapott.<sup>4</sup>

<sup>3</sup> A két éves hozamrátát  $(1+r_1) \cdot (1+r_2) - 1$  képlet alapján számolom

<sup>4</sup> Itt jegyezzük meg, hogy ezek a hozammutatók nem tartalmazzák a tagoknak azt a veszteségét, hogy az általuk befizetett pénznek csak egy része ( jelenleg minimum 95,5 százaléka) kerül befektetésre. Vagyis a

De mivel az időszak alatt további befizetések is történtek, így ez a mutató nem mutatja az időszak alatti eredményességet. Ezt a mutatót ezért inkább a vagyionkezelés minősítésére használhatjuk. Ha összehasonlítjuk az ugyanezen időszakra vonatkozó referencia indexek átlagával, akkor azt vizsgálhatjuk, hogy a vagyionkezelés hosszú távon mennyire teljesítette az elvárható hozamokat.

A tényleges minősítésnek gátat szab azonban, hogy ma még csak az elmúlt 8 évre ismerjük a referencia hozamokat. Ezért elfogadhatatlan a közzétételben szereplő 10 éves átlaghozamoknak és a mellette megjelenő 8 éves átlagos referencia hozamoknak a közvetlen összehasonlítása. De ezt a problémát az idő hamarosan megoldja (hiszen 2 év múlva már lesz 10 évre vonatkozóan referencia hozam). Addig persze jobb lett volna, ha az átmeneti időszakban az átlaghozamokat is csak annyi évre számolják, ahány évre már ismertek a referencia hozamok.

Az is elvárható lenne, hogy az átlagszámításban szereplő hozam adatok mind a 10 évben azonos módszer alapján legyenek meghatározva. De sajnos ez nem így van. A választható portfóliók bevezetése előtti időszakban (2008 előtt) a pénztárak összes eszközre vonatkozó nettó hozamrátáit hozták nyilvánosságra ( ráadásul időközben annak is változott a számítási módszere). A választható portfóliók bevezetését követően azonban a portfóliónkénti nettó hozamráták szerepelnek a nyilvánosságra hozott adatok között, amit jobb lenne a korábbi években is a fedezeti tartalékra számolt hozamrátákkal átlagolni.<sup>5</sup> Emellett az utóbbi két évben jött az elszámoló egységes nyilvántartás és az árfolyamok alapján történő hozamráta számítás, ami persze megint némileg eltérő eredményeket ad a korábbi módszertan szerint számított hozamoktól. Egyszóval ez a 10 éves átlaghozam mutató sok sebből vérzik, de a torzítások minden pénztárat ( ha nem is egyforma mértékben) érintenek, jobb híján ezzel dolgozhatunk, s ez alapján alakíthatjuk ki a következő, ezúttal valódi hosszú távú teljesítményt mutató minősítési kategóriánkat.

**4. értékelési szempont : *Vagyionkezelés hosszú távú hatékonysága* - A hosszú távú átlaghozam viszonya az azonos időszakra számolt átlagos referencia hozamhoz**

A felhasználható minősítő kategóriák:

- (1) *Felülteljesítő*: az átlagos referencia hozamot több, mint 1 százalékkal meghaladó átlaghozamú
- (2) *Megfelelő*: az átlagos referencia hozamtól legfeljebb 1 százalékkal eltérő átlaghozamú
- (3) *Elmaradó*: az átlagos referencia hozamtól több, mint 1 százalékkal elmaradó átlaghozamú.

A kötelező közzétételkor még egy hosszú távú teljesítményt mérő mutatószámot találunk, az ún. vagyionnövekedési mutatót. Ezt a mutatót szintén 10 éves időszakra számolják, s ez az éves nettó hozamrátáknak a pénztártagok tárgyévi vagyionával súlyozott átlaga. Valójában ezt a mutatót - jobb híján<sup>6</sup> - tekinthetjük a hosszú távú átlagos hozamteljesítmény mértékének.

---

hozamteljesítmények értékelésénél nem a befizetések, hanem annak az egyéni számlára jóváírt részének a hasznosulását értékeljük.

<sup>5</sup> A pénztár egészére illetve a fedezeti tartalékokra számolt hozamráták között általában nem voltak lényegi különbségek, mivel a pénztári vagyion több, mint 95 százaléka a fedezeti tartalékokban volt.

<sup>6</sup> Itt is felmerül, hogy az időszak alatt nem ugyanolyan módszer alapján számolt hozamok kerülnek átlagolásra

A mutató értékelésekor itt is (az éves hozammutatók értékeléséhez hasonlóan) azt vizsgálhatjuk, hogy az adott portfólióban mennyire sikerült a 10 éves időszak átlagos pénzromlásának mértékéhez képest teljesíteni.

Tekintsük a pénzromlás 10 éves átlagos mértékének az éves fogyasztói árindexeknek<sup>7</sup> a pénztárak összvagyonával<sup>8</sup> súlyozott átlagát. Ennek alapján kialakítható a következő minőstési szempont:

*5. értékelési szempont : **Hosszú távú értékmegőrzés** - A vagyonnövekedési mutató viszonya a 10 éves súlyozott átlagos inflációhoz*

- (1) *Kiváló*: Ha a vagyonnövekedési mutató az átlagos infláció mértékét +5%-nál jobban meghaladja
- (2) *Jó*: Ha a vagyonnövekedési mutató az átlagos inflációt legalább 1 % de legfeljebb 5 %-kal haladja meg
- (3) *Elfogadható*: Ha a vagyonnövekedési mutató az átlagos infláció mértékétől legfeljebb 1%-ban tér el
- (4) *Gyenge*: Ha a vagyonnövekedési mutató az átlagos inflációtól több mint 1%-val elmarad, de pozitív
- (5) *Rossz*: Ha vagyonnövekedési mutató abszolút értékben negatív

Végeredményben minden portfóliót 5 szempont szerint mérlegelve megláthatjuk, hogy azt az adott portfóliót általában mennyire tarthatjuk jónak. Persze az is lehet, hogy az egyes minősítő szempontokat nem tartjuk egyformán fontosnak, vagyis a portfólió összesített minősítését a minősítési szempontok szerinti „pontozás” súlyozott átlagai alapján alakítjuk ki.<sup>9</sup>

## **2. A magánnyugdíjpénztárak hozamteljesítményének 2009 évi minősítése**

Nézzük akkor, hogy mit mutatnak a számok!

Örömmel láthatjuk, hogy 2009 évben gyakorlatilag minden portfólióban a fogyasztói árindex mértékét általában jelentősen meghaladó hozamokat értek el. Ezt mutatja az, hogy a rövid távú értékmegőrzés szempontjából nincs gyenge vagy rossz minősítésű portfólió. Mindössze két portfólió (AXA2, Prémium2) lett „elfogadható” minősítésű, azaz olyan, amelynek nettó hozama csak nagyjából az éves pénzromlás mértékének felel meg, míg az összes többi ennél jobb. Sőt az összes vizsgált portfóliónak a 77 százaléka kiváló minősítésű, azaz olyan, amelynek nettó hozama az inflációt több, mint 5%-kal haladja meg. Természetesen nem

---

<sup>7</sup> MNB dec/dec minden évben

<sup>8</sup> Talán jobb lenne súlyként az egyéni számlák záró állományaival számolni, de ez az adat nem áll rendelkezésemre.

<sup>9</sup> A melléklet a magánnyugdíjpénztári portfóliókra egy olyan összesített minősítést mutat be, ahol a referencia hozamhoz való viszony 1, míg a rövid távú hozam 2, a hosszú távú hozam 3 súllyal szerepel, miközben a 2 éves veszteségkompenzációs szempontot az összesítésben nem vettem figyelembe (mivel ennek eredménye a 10 éves hozamban benne van)

elhanyagolható az sem, hogy a *kiváló* minősítést kapott 45 portfolióban a legjobb (Questor3<sup>10</sup> : 34%) és legkevésbé jó (Allianz1: 11%) között óriási a különbség, de ezúttal csak arról beszélünk, hogy az értékmegőrzési szerep mennyire volt sikeres. És ebből a szempontból ezeket mind kiválónak minősíthetjük. De ha erre volt lehetőség ebben az évben, bizony akár el kellene marasztalnunk azokat, akiknek ez nem így sikerült. De érdemes megnézni, hogy ezek között többnyire klasszikus portfoliók vannak, akiknek a kockázat mérséklése miatt nem is célja az esetleges kiemelkedő hozamok hajszolása. Éppen ezért valójában elgondolkodtatónak csak azoknak a kiegyensúlyozott vagy éppen növekedési portfolióknak az eredményét tartom, akiknek a magas kockázatvállalás és kiváló piaci adottságok mellett sem sikerült jó eredményeket felmutatniuk. Ezek a portfoliók a következők voltak: AXA2, AXA3, Generali3, Prémium2

Ha azt nézzük, hogy a piaci adottságokhoz milyen mértékben alkalmazkodtak a magánnyugdíjpénztárak 2009 évben, bizony azt állapíthatjuk meg, hogy igen sok azoknak a portfolióknak a száma, amelyek jelentősen (1%-nál nagyobb mértékben) elmaradtak a saját referencia hozamuktól. És itt szinte semmi különbséget sem látunk aszerint, hogy milyen típusú portfoliókat vizsgálunk. A 18 közül a klasszikus portfolióban 12, a kiegyensúlyozott portfoliók közül 11, a növekedési portfoliók között 10 hozama 1%-nál jobban elmaradt a saját referencia hozamától. Bár ezek a számok egyáltalán nem alkalmasak ennek a jelenségnek az okait feltárni, de két megjegyzést mindenképpen fűznék ehhez: egyrészt ez az elmaradás azt mutatja, hogy még jobb eredményeket is el lehetett volna érni 2009 évben, másrészt, hogy még olyan portfoliók is vannak, ahol az elmaradás a 10%-ot is meghaladja. (AXA2, Prémium2, Generali3, MKB3) Ez némileg kétségessé teszi, hogy komolyan lehet e venni a referencia indexeket. Különösen úgy, ha azt is tudjuk, hogy a szóbanforgó pénztárak esetén aligha vannak következményei a mandátumok megítélésükor annak, ha a vagyongazdálkodó elmarad a referencia hozamuktól.

Bár a 2009 évi hozamok elég magasak voltak, a korábbi veszteségek még nagyon sok esetben megmutatják hatásukat. A 2008 és 2009 évi teljesítményeket együtt szemlélve, azt kell mondanunk, hogy még nem lehet nyugodt minden pénztártag. Különösen akkor, ha azt tekintjük alapkövetelménynek, hogy a nettó hozamok legalább a pénzromlás mértékét fedezzék.

A vizsgált 54 portfolió<sup>11</sup> közül mindössze 11 esetében látunk pozitív reálhozamot, s mindössze 5 olyan Pénztár van (Életút, MKB, Postás, Vasutas, VIT), ahol egyik portfolióban sem marad a kétéves hozam értéke a negatív tartományban vagyis ahol a pénztárszintű veszteség kompenzációt valóban sikeresnek mondhatjuk. De ezúttal már inkább portfolió típusonként kell az értékelést nézünk.

A *klasszikus portfoliókban* a 2008. évi veszteség kompenzálása szempontjából mindössze három pénztár tekinthető *kiváló*nak (Dimenzió1, Axa1, ERSTE1), és még további 3 ahol *jónak* tekinthető a kétéves hozamteljesítmény (Honvéd1, Évgyűrű1, Életút1). De van 5 olyan pénztár is, amelyeknek a kétéves teljesítményét kimondottan *rossznak* kell minősíteni (Prémium1, Aegon1, Budapest1, Allianz1, Questor1), vagyis ahol a pénztártagok még a két év eredményei alapján is tényleges veszteségeket realizálhattak.

---

<sup>10</sup> A továbbiakban a klasszikus portfoliókat a pénztár neve mellett szereplő 1, a kiegyensúlyozott portfoliókat 2, a növekedési portfoliókat 3 sorszámmal jelölöm, vagyis a pl. GENERALI3 a Generali nyugdíjpénztárnak a növekedési portfolióját jelöli.

<sup>11</sup> Csak 18 olyan volt, amelyik mindkét évben működött, s mivel 2009-ben már mindegyik a választhatós portfoliórendszerben működött, összesen 18x3 portfoliót vizsgálhatunk.

A kiegyensúlyozott portfóliókban a legrosszabb a helyzet. Itt is van öt olyan pénztár, ahol a veszteségkompenzálás szerinti minősítés rossz, azaz a kétéves hozam még abszolút értelemben is negatív. ( Prémium2, Aegon2, Budapest2, Allianz2, Évgyűrűk2) Ugyanakkor az össze többi is gyenge minősítésű, azaz legalább 1%-kal elmarad a kétéves hozama kétéves infláció mértékétől. Vagyis a kétéves teljesítmény a kiegyensúlyozott portfóliókban mindenütt alatta marad az elvárható értékmegőrzésnek.

Meg kell jegyezni, hogy az 5 rossz minősítésű pénztár közül négyben a klasszikus portfóliók kétéves eredménye is rossz. Ezek mind olyan pénztárak, amelyek 2008 évben még nem választható portfóliós rendszerben működtek, vagyis ahol minden tagnak el kellett szenvednie a nagy kockázatok miatti 2008 évi veszteséget, amelyek kompenzálására a klasszikus és kiegyensúlyozott portfólióban lévő befektetések 2009 évben még nem tudtak kompenzálást adni. Vagyis a 2008 évi veszteségkompenzálás szempontjából a Pénztáraknak hátrányos volt a választható portfóliós rendszer későbbi bevezetése.

Valójában a legtöbb pénztártagot a *növekedési portfóliók* teljesítménye érinti. De sajnos itt sem túl szép a kép: Mindössze 2 olyan pénztár van, ahol a kétéves hozamteljesítmény szignifikánsan nagyobb, mint a kétéves pénzromlás üteme ( Questor3;Postás3), miközben 9 pénztárnak abszolút értelemben is negatív a kétéves hozama, vagyis ahol a 2009 évi kiemelkedően magas hozamok nem voltak elegendőek a 2008 évi nagy veszteségek kompenzálására sem. Sőt öt pénztár esetében, ahol a kétéves veszteség mértéke a mínusz 5 százalékot is meghaladja. (OTP3, Erste3, AXA3; Prémium3, Évgyűrűk3)

A 2008 – 2009 időszakra vonatkozó átlagos hozamértékek nagyon jól mutatják a tényleges kockázatvállalás mértéke és a várható hozamok közötti elméleti összefüggést. (Ld 1.sz táblázat) . Láthatjuk, hogy a nagyobb veszteségek is, és a nagyobb nyereségek is a magasabb kockázatú portfóliókban realizálódnak.

## 1. Táblázat

A magánnyugdíjpénztári portfóliók átlagos nettó hozamai

Porfólió	Átlagos hozam		
	2008	2009	kétéves
Klasszikus	-7,5%	11,9%	4,0%
Kiegyensúlyozott	-13,7%	16,2%	0,4%
Növekedési	-18,1%	22,1%	-0,1%

Mindezek alapján sajnos nem lehetünk egészen elégedettek a 2009 évi hozamteljesítményekkel, de tudnunk kell, hogy a 2008 évi rossz eredmények még 2009 első negyedében is folytatódtak, vagyis valójában csak a 2009 év egy része hozott nyereséget. S talán remélhetjük, hogy az első teljes évnyi nyereséges időszak után már a fentieknél szebb képet festhetünk a pénztárak hozamteljesítményeiről.

Azt tudjuk, hogy nagyon bizonytalan befektetési környezetben kellett dolgozni valamennyi pénztárnak. Ami viszont nyugtalanító, hogy az egyes pénztárak között (azonos típusú portfóliók esetén is) megmagyarázhatatlanul nagyok a teljesítmény különbségek. A vizsgált mindkét, egymástól nagyon különböző hozamlehetőséget rejtő évben azt látjuk, hogy a legjobb és legrosszabb éves nettó hozamok között akár a 20 százalékot(!) is meghaladja a különbség, s a két éves teljesítmények esetében még jobban széthúz a mezőny. A növekedési portfóliók esetében a legjobb kétéves teljesítmény (+18%) és a legrosszabb (-19%) között

37% az eltérés! De még a klasszikus portfóliók között is igaz, hogy a kétéves hozam terjedelme is meghaladja a 30%-ot. Márpedig az egyén szempontjából ezek a különbségek meghatározó eltéréseket eredményezhetnek a jövőbeli nyugdíjak szempontjából.

A 10 éves hozamteljesítmények már kiegyenlítettebbek, hiszen a 10 éves vagyonnövekedési mutató (de ugyanígy a 10 éves átlaghozamok) esetén a terjedelem (azaz a legjobb és a legrosszabb érték közötti különbség „mindössze” 6%. De gondoljuk el, hogy ez egy éves átlag, azaz a 10 év alatt ez igen tekintélyes mértékű különbséget is generálhatott.

Azt kell mondanunk, hogy 7 olyan portfólió van, amelyet a 10 éves vagyonnövekedési mutatójának étékét „gyenge” minősítésűnek tarthatjuk. vagyis amelyek 10 éves vagyonnövekedési mutatója ugyan pozitív, de több, mint 1 százalékkal elmarad a 10 éves pénzromlás mértékétől, vagyis amelyek mínusz 1%-nál is gyengébb reálhozamot tudnak felmutatni. (Allianz3, Allianz2, Allianz1, Évgyűrűk2, Évgyűrűk3; AXA1; Budapest1)<sup>12</sup>

A hosszú távú vagyonkezelési hatékonyságnak tekintett szempont (azaz jelen esetben a 8 éves átlagos referencia hozamnak és a *nyolc éves átlaghozamnak* a viszonya szerinti kategóriák) vizsgálata szerint 10 portfólió bizonyult alulteljesítőnek, de ebből mindössze egy olyan van, ahol a hosszú távú referencia hozamtól való elmaradás 2%-nál is nagyobb (Évgyűrűk2). Azt látjuk, hogy hosszú távon a referencia követés többé kevésbé megfelelő, de a referencia hozamokra vonatkozó kétségeim miatt ezt az eredményt nem tudom túlságosan sokra értékelni.

A mellékletben bemutatjuk az öt értékelési szempont szerint az egyes magánnyugdíjpénztári portfóliókra adott minősítéseket.

### **3. A hozamteljesítmények eredménye**

A különböző hozamok a pénztártagok számláin – azonos befizetések mellett – különböző egyenleg értéket generálnak. A kérdés az, hogy mennyire különbözőek ezek a számlaegyenlegek a különböző pénztárakban.. Hiszen azt láttuk, hogy esetenként ugyan meglehetősen nagy hozamkülönbségek vannak, de hosszú távon némi kiegyenlítődést láthatunk. A rövid távú különbségek abból is adódhatnak, hogy a különböző befektetési stratégiákkal esetleg egymástól eltérő ütemezésben realizálódhatnak a hozamok, s éppen az is lehet, hogy egyes esetekben a rövidtávon, míg más esetekben a hosszú távon elérhető előnyöket célozza meg egy pénztár. Nem is szabad egy-egy év teljesítménye alapján elhamarkodottan ítélnünk, hanem nagyon fontos követni a hosszabb távon elért eredményeket.

Ezért néztem meg, hogy egy mindvégig átlagkereset után tagdíjat fizető pénztártag a különböző pénztárakban mekkora egyéni számla fedezettel rendelkezhet.

Az összehasonlíthatóság miatt külön (is) megvizsgáltam a különböző portfólióba sorolt pénztártagok eseteit. A számításokat 1998 és 2009 közötti időszakra végeztem,

---

<sup>12</sup> Mivel a 10 éves hozamoknál csak az utolsó kettő évben vannak választható portfóliók, ezért ha egy pénztár a korábbi időszakban elért gyenge teljesítményei miatt került a gyenge minősítésű kategóriába, akkor nem meglepő, ha mind, vagy több portfóliója került ide.

értelemszerűen kisebb-nagyobb egyszerűsítésekkel, amelyek azonban a végső következtetések szempontjából nem tekinthetők fontosaknak.

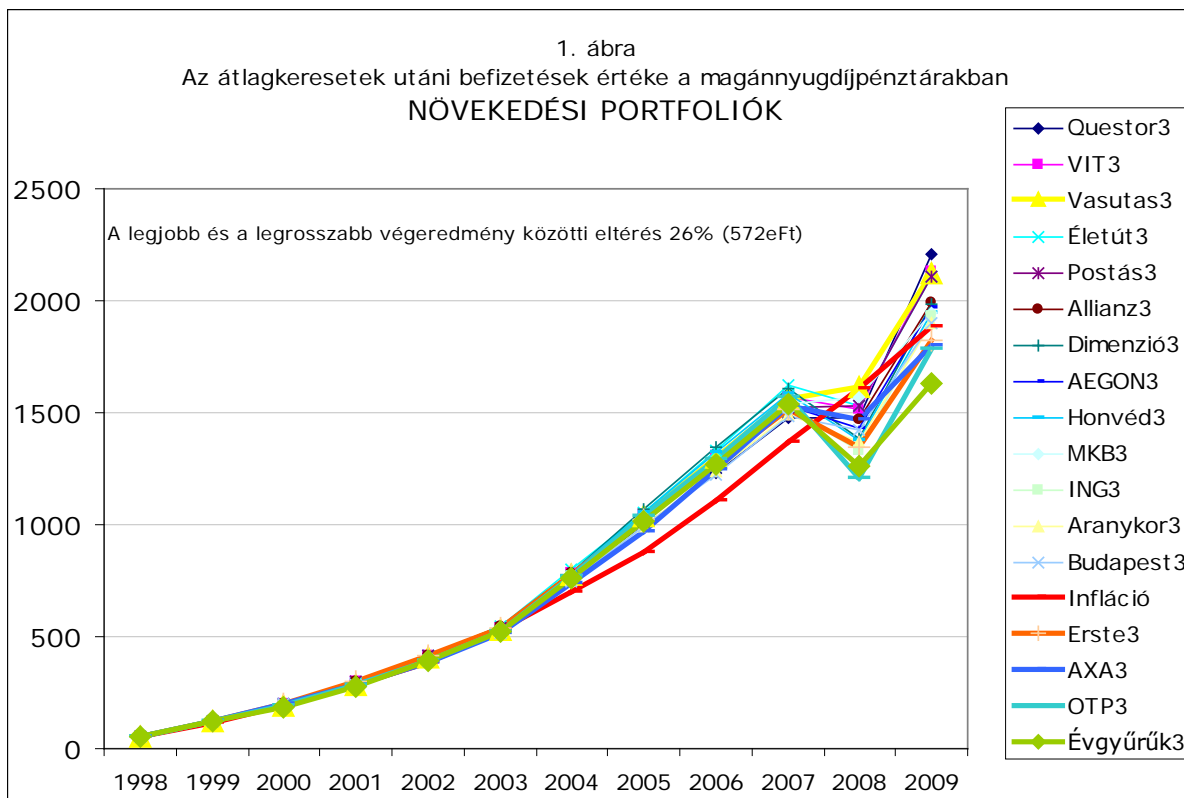
Az illusztráció kedvéért bemutatom a növekedési portfóliók egyéni számla egyenlegeinek időbeli változását (ld 1. ábra), azzal a megjegyzéssel, hogy a másik két portfólióról készült ábrák praktikusán nem különböznek ettől. Érdekes módon a klasszikus portfólió „győztese” (Dimenzió1) és a növekedési portfólióban legjobb (Questor3) esetében az átlagkereseten lévő pénztárhoz egyéni számla egyenlege nagyjából azonos ( kb 2,2 millió forint, míg a vesztesek esetében az egyéni számla egyenleg mindhárom portfólióban 1,65 millió körül van.<sup>13</sup>

Az eredmények azt mutatják, hogy a teljes időszakban a mindenkori átlagkeresettel rendelkező pénztárhoz esetében több, mint 20 százalék, abszolút értékben mintegy 500 ezer forint különbség van a legjobban és legrosszabbul teljesítő pénztárakban<sup>14</sup> elérhető egyéni számla értékek között. És valójában az sem számít ebből a szempontból, hogy melyik típusú portfólióba tartozik, hiszen a különbség mindegyik esetében tettenérhető. De az is igaz, hogy az egyéni számlák közötti különbségeket valójában a 2008 évi nagy hozamkülönbségek eredményezték, s csak attól kezdődően vannak olyan portfóliók, amelyek kumulált teljesítménye elmarad az inflációtól. Ugyanis 2007-ben még minden pénztárban igaz volt, hogy az egyéni számla egyenlegek magasabbak voltak, mintha a magányugdíjpénztárak minden évben az inflációval megegyező hozamot termeltek volna. Viszont a 2008 évi nagy – és nagyon különböző- zuhanás következtében (amikor minden pénztár kumulált reálhozama negatív volt), 2009 végére 12 olyan portfólió van, amelynek tagjai kevesebb pénzzel rendelkeznek, mint amennyi az inflációs hozam alapján keletkezhetett volna. (Évgyűrűk3 , Évgyűrűk2 ; AEGON1; AEGON2, Budapest1, Budapest2 , Allianz1, Erste3 , AXA3, OTP3 , Questor1) Sajnos ezek a portfóliók az összes pénztári vagyont több, mint 30 százalékát jelentik. Láthatjuk, hogy ezek között a negatív (hosszú távú) reálhozamot felmutató portfóliók között mindhárom típusú portfólió található. Van olyan pénztár is, amelynek két különböző típusú portfóliója is ezekbe tartozik. Igaz vannak (összesen öt) olyan portfólió is, ahol az egyéni számlák egyenlege több, mint 15%-kal meghaladja az inflációval elérhető hozamok melletti egyenleget ( Dimenzió1, Questor3, Honvéd1, Életút1, Axa1) de ezek vagyona nem éri el az összes pénztári vagyont 1 százalékát.

---

<sup>13</sup> Mivel a választható portfóliós rendszer a vizsgált 12 évből általában csak két évig állt fenn, ezért még nem is várható a teljesítménykülönbségekben a portfólió típus jelentős hatása.

<sup>14</sup> Ezúttal csak 17 –az időszak alatt mindvégig működő –pénztárat vizsgálhatunk



Vagyis egyáltalán nem mondhatjuk azt, hogy minden pénztár teljesítménye azonos! Ezért lenne nagyon fontos, hogy a pénztártagok figyelemmel kísérjék saját pénztáruk teljesítményét, s ha elégedetlenek, akkor bizony érdemes átlépni egy másik pénztárba. De erre sajnos csak kevés példát láthatunk.

#### 4. Az elvárható hatékonyság

Valójában a fő kérdés az, a magánnyugdíjpénztárban felhalmozott vagyon fedezi-e a megszerzett társadalombiztosítási nyugdíj jogosultság 25%-át, vagyis jobban járnak e vagy nem a vegyes nyugdíjrendszer tagjai a tisztán TB ellátást kapó biztosítottaknál? Másképpen úgy is fogalmazhatunk, hogy elvárható, hogy a 12 év alatt felhalmozott nyugdíjpénztári vagyon elegendő legyen a 12 évnyi TB nyugdíjból elvesző 25% kompenzálására.<sup>15</sup>

Erre az egyszerűnek tűnő kérdésre gyakorlatilag aligha lehet pontos választ adni. Egyrészt azért, mert korántsem világos, hogy adott tőkeösszegért mekkora járadékot fizetnének a pénztárak, de ezt némi aktuáriusi absztrakcióval még meg tudnánk becsülni. Nagyobb gond az, hogy nehezen mondható meg, hogy mit értsünk megszerzett társadalombiztosítási jogosultságon. A 2013-tól hatályos törvényben rögzített nyugdíjképletben<sup>16</sup> ugyanis nem tisztázott, hogyan is kell az átlagkeresetet számolni. De az sincs rögzítve, hogyan fognak a törvény szerint bruttó módon megállapított járadékok adózni. A törvényalkotók szándéka szerint, a szolgálati évenként számolt 1,65% (illetve 1,22%) a bruttó keresetek átlagához

<sup>15</sup> Az elvárható hatékonyság kérdését szeretném attól a tényről elkülönítve vizsgálni, hogy az önkéntesen belépő tagok korábbi időszakból elveszített jogosultságának pótlására mennyi fedezetre lenne szükség.

<sup>16</sup> Az induló nyugdíj = az átlagkereset · szolgálati idő · 0,0165 illetve 0,0122

tartozik, vagyis ezeket a szrzsámokat elvileg sem alkalmazhatjuk a nettó átlagkeresetekhez, amit viszont esetleg ki tudnánk a mai szabályok szerint számolni. Ha adóköteles jövedelemmé válnak a nyugdíjak, akkor értelemszerűen a magánnyugdíj pénztári szolgáltatások is adókötelesek lesznek.<sup>17</sup>

Vagyis az elvárható hatékonyságra vonatkozóan csak nagyon közelítő jellegű megoldásokat használhatunk.

A megszerzett TB jogosultság becslésére tegyük fel, hogy a 12 évig átlagkeresettel rendelkező pénztártagunk összesen ezzel a 12 év munkavisztonnyal rendelkezik, de a hatályos törvények szerint más országban szerzett munkaviszonyával összesen 40 év szolgálati idő alaján válik nyugdíjassá.<sup>18</sup> Viszont ezzel a jelenlegi előírások szerinti számított nettó átlagkereset 80%-nak megfelelő jogosultságának csak a 12/40 hányadát kapja. Tekintsük ezt a 12 év alatt megszerzett TB jogouultságának.

A számítások alapján az adódik, hogy az 1998 óta átlagkeresettel ( és 12 év munkavisztonnyal ) rendelkező biztosított induló nettó TB nyugdíja mai értéken havi 33 ezer forint lenne<sup>19</sup> Ennek a 25 százalékát kellene kompenzálnia a magánnyugdíjpénztárból várható nyugdíjagnak, azaz elvárhatjuk, hogy a pénztártagunk ma legalább havi 8273 forint járadékhoz<sup>20</sup> szükséges fedezettel rendelkezzen. A fedezeti szükséglet számításához a 62 éves korban induló életjáradékok fajlagos fedezeti szükségletével számolva<sup>21</sup> ehhez a számított fedezeti szükséglet 1.720 ezer forint Az előző fejezetben bemutatott elemzés alapján viszont azt látjuk, hogy ma minden nyugdíjpénztári portoflióban (kivéve a Évgyűrű2 és Évgyűrű3 portfoliókat) ezt meghaladó összegű fedezettel rendelkeznek a pénztártagok , sőt a portfoliók 80 százalékában a rendelkezésre álló fedezet 10 százalékot meghaló mértékben nagyobb, mint az elvárt fedezet. Hat olyan portfolio is van, ahol a többlet a 25 százalékot is meghaladja ( Dimenzió1, Honvéd1, Questor3, Életút1, AXA1, Életút2) Az persze igaz, hogy ezek csak nagyon kevés tagot jelentő portfoliók.

Persze újra hangsúlyozom, hogy semmiféle biztosíték nincs arra, hogy egy magánnyugdíjpénztári tag nyugdíjbalépéskor az általam alkalmazott módszetan szerit számolt járadékot kapna.

---

<sup>17</sup> Az eredeti törvényben ez szerepelt! Mégis nagyon furcsa lenne, ha 2013 után a magánnyugdíjpénztári szolgáltatás egyszerre adókötelessé válna. Főként azért, mert a személyi jövedelemadót végülis a munkavállaló a pénztári tagdíj után is megfizette, vagyis nem mondható, hogy a járulékok adómentessége miatt jogos lehet a nyugdíj adózása. ( A 2010 évtől bevezetett szuperbruttósítás némileg változtat ezen) S ne feledjük, hogy tőkésített rendszerben nem lehet elhatározás alapon egyszercsak bruttó alapon számolni a nyugdíjagat.

<sup>18</sup> A tényleges nyugdíjba lépésig a mindenkori valorizáció miatt a megszerzett kereseti természetesen nem mai értéken fognak szerepelni. De feltesszük, hogy az alapján számolt induló nyugdíjat is a jövőbeli valorizációnak megfelelően diszkontáljuk. Így ami értékre számolt nyugdíjagat fogjuk összehasonlítani ma rendelkezésre álló nyugdíjpénztári fedezetekkel.

<sup>19</sup> A számításokhoz a bruttó átlagkereseteknek a TB által a 2009-évben nyugdíjba lépők esetén felhasznált járulékulcsokat, illetve a járulékkal csökkentett bruttó jövedelmek adott évi adóelőírásai szerint nettósított jövedelemeknek az érvényes valorizációs táblázattal valorizált értékeinek átlagaival számoltam.

<sup>20</sup> A havi 33 ezer forint 25%-a

<sup>21</sup> A 62 éves korban induló járadék mai értékéhez a mai tőkeérték felkamatolásával kellene számolni. De ha feltesszük, hogy az így kapott járadékok mai értékét ugyanazokkal a rátákkal való diszkontálással jutunk, akkor számolhatunk a mai tőkeértékeknek a 62 éves korhoz tatózó fedezeti szükségleteivel. Az egységjáradék fedezeti szükségleteit 3,5% technikai kamattal , évi 1% költséggel és inflációs indexálással számoljuk. Az annuitás tényező számolásakor a 2004 évi halandósági táblázatot használtam. (Alacsonyabb technikai kamatlámban értelemszerűen magasabb fedezeti szükséglet adódna, de az érvénye sinflációs előrejelzések mellett a 3,5% nem irreálisan magas.)

Fontosnak tartom megjegyezni, hogy a bruttó átlagkeresetek és a 2013 utáni szabályozást figyelembe vevő nyugdíjjogosultságok vizsgálata alapján arra a következtetésre jutottam, hogy egyik magánnyugdíjpénztári portfólióban sem rendelkeznek a tagok az annak alapján meghatározott TB nyugdíj elveszített 25 százaléknak a kompenzálásához<sup>22</sup> ! Ezért lesz nagyon fontos, hogy a törvényhozók a 2013 évtől érvényes szabályozást nagyon nagy körültekintéssel dolgozzák ki.

És lehetőleg minél hamarabb.

Felhasznált adatok:

<http://www.pszaf.hu> : Nyugdíjpénztári hozamok 2000-2009

---

<sup>22</sup> Ha a magánnyugdíjak 17% adózását feltételezem.

## A Magánnyugdíjpénztári portfóliók minősítése a 2009 évben ismert hozammutatók alapján

Portfóliók	Rövidtávú teljesítmény		2008.évi vesztés kompenzálása	Hosszútávú teljesítmény		Portfólió minősítése
	Érték- megőrzés	Referencia követés		Referencia követés	Érték- megőrzés	
VIT1	Kiváló	Megfelelő	Gyenge	Megfelelő	Jó	Jó
VIT2	Kiváló	Túlteljesítő	Gyenge	Túlteljesítő	Jó	Kiváló
VIT3	Kiváló	Túlteljesítő	Elogadható	Túlteljesítő	Jó	Kiváló
Vasutas1	Kiváló	Túlteljesítő	Gyenge	Megfelelő	Jó	Jó
Vasutas2	Kiváló	Megfelelő	Gyenge	Megfelelő	Jó	Jó
Vasutas3	Kiváló	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő	Jó	Jó
Questor1	Kiváló	Elmaradó	Rossz	Megfelelő	Kiváló	Jó
Questor2	Kiváló	Megfelelő	Gyenge	Megfelelő	Jó	Jó
Questor3	Kiváló	Túlteljesítő	Kiváló	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő
Dimenzió1	Kiváló	Megfelelő	Kiváló	Megfelelő	Kiváló	Jó
Dimenzió2	Kiváló	Megfelelő	Gyenge	Megfelelő	Jó	Jó
Dimenzió3	Kiváló	Elmaradó	Rossz	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő
Életút1	Jó	Elmaradó	Jó	Megfelelő	Kiváló	Megfelelő
Életút2	Kiváló	Elmaradó	Gyenge	Megfelelő	Jó	Megfelelő
Életút3	Kiváló	Elmaradó	Gyenge	Túlteljesítő	Jó	Jó
Honvéd1	Kiváló	Megfelelő	Jó	Megfelelő	Kiváló	Jó
Honvéd2	Kiváló	Elmaradó	Gyenge	Megfelelő	Jó	Megfelelő
Honvéd3	Kiváló	Elmaradó	Rossz	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő
Postás1	Kiváló	Megfelelő	Gyenge	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő
Postás2	Kiváló	Elmaradó	Gyenge	Megfelelő	Jó	Megfelelő
Postás3	Kiváló	Megfelelő	Jó	Megfelelő	Jó	Jó
ING1	Kiváló	Megfelelő	Gyenge	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő
ING2	Kiváló	Túlteljesítő	Gyenge	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő
ING3	Kiváló	Megfelelő	Rossz	Elmaradó	Elogadható	Megfelelő
Erste1	Jó	Elmaradó	Kiváló	Elmaradó	Jó	Megfelelő
Erste2	Kiváló	Megfelelő	Gyenge	Elmaradó	Elogadható	Megfelelő
Erste3	Kiváló	Túlteljesítő	Rossz	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő
Aranykor1	Kiváló	Elmaradó	Elogadható	Elmaradó	Jó	Megfelelő
Aranykor2	Kiváló	Elmaradó	Gyenge	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő
Aranykor3	Kiváló	Elmaradó	Rossz	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő
AEGON1	Kiváló	Elmaradó	Rossz	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő
AEGON2	Kiváló	Elmaradó	Rossz	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő
AEGON3	Kiváló	Elmaradó	Gyenge	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő
MKB1	Kiváló	Elmaradó	Gyenge	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő
MKB2	Kiváló	Elmaradó	Gyenge	Megfelelő	Jó	Megfelelő
MKB3	Kiváló	Elmaradó	Gyenge	Elmaradó	Elogadható	Gyenge
OTP1	Jó	Elmaradó	Gyenge	Megfelelő	Jó	Megfelelő
OTP2	Kiváló	Elmaradó	Gyenge	Megfelelő	Elogadható	Megfelelő
OTP3	Kiváló	Elmaradó	Rossz	Elmaradó	Elogadható	Gyenge
Évgyűrűk1	Jó	Elmaradó	Jó	Megfelelő	Jó	Megfelelő
Évgyűrűk2	Kiváló	Túlteljesítő	Rossz	Elmaradó	Gyenge	Megfelelő
Évgyűrűk3	Kiváló	Elmaradó	Rossz	Megfelelő	Gyenge	Gyenge
AXA1	Jó	Elmaradó	Kiváló	Megfelelő	Jó	Megfelelő
AXA2	Elogadható	Elmaradó	Gyenge	Elmaradó	Elogadható	Gyenge
AXA3	Jó	Túlteljesítő	Rossz	Túlteljesítő	Gyenge	Megfelelő
Budapest1	Jó	Túlteljesítő	Rossz	Megfelelő	Gyenge	Megfelelő
Budapest2	Kiváló	Elmaradó	Rossz	Elmaradó	Elogadható	Gyenge
Budapest3	Kiváló	Elmaradó	Gyenge	Elmaradó	Elogadható	Gyenge
Allianz1	Kiváló	Elmaradó	Rossz	Megfelelő	Gyenge	Gyenge
Allianz2	Kiváló	Elmaradó	Rossz	Megfelelő	Gyenge	Gyenge
Allianz3	Kiváló	Megfelelő	Gyenge	Megfelelő	Gyenge	Megfelelő
Generali 1	Jó	Elmaradó				
Generali 2	Kiváló	Túlteljesítő				
Generali 3	Jó	Elmaradó				
Prémium1	Jó	Elmaradó	Elogadható			
Prémium2	Elogadható	Elmaradó	Rossz			
Prémium3	Kiváló	Elmaradó	Jó			