

INSTITUT PRO DEMOKRACII A EKONOMICKOU ANALÝZU

projekt Národohospodářského ústavu AV ČR, v. v. i.



FINANČNÍ VÝKONNOST PENZIJNÍCH
FONDŮ VE STŘEDNÍ EVROPĚ:
PROČ JSOU ČESKÉ FONDY NEJHORŠÍ?

JAN HLAVÁČ
ONDŘEJ SCHNEIDER

14. dubna 2011

IDEA VÝZKUM 1/2011

Finanční výkonnost penzijních fondů ve střední Evropě: proč jsou české fondy nejhorší? *

Jan Hlaváč, ING Penzijní fond

Ondřej Schneider, výzkumník IDEA, docent ekonomie FSV UK

Abstrakt

V této práci upozorňujeme na slabou finanční výkonnost českého systému dobrovolných penzijních fondů a porovnáváme ji s výsledky penzijních fondů v regionu střední a východní Evropy (Bulharsko, Chorvatsko, Maďarsko, Polsko a Slovensko). Pomocí odhadu Sharpe ratio (SR) porovnáváme finanční výnosy penzijních fondů s výnosy čtyř vybraných investičních instrumentů. S výjimkou Polska se ukazuje, že žádné z penzijních schémat svými výnosy nepřekonalo výnosy desetiletých dluhopisů porovnávaných zemí. Varující je především zjištění, že nejslabší zhodnocení poskytují penzijní fondy v České republice. Neuspokojivé výsledky českých penzijních fondů vyplývají především z rudimentární formy jejich regulace a z nedostatečné právní formy těchto penzijních fondů, která jim umožňuje zvyšovat náklady. V závěru práce naznačujeme, jakým směrem by mohla být stávající regulační úprava změněna, aby se české penzijní fondy výkonností alespoň vyrovnaly úspěšnějším střeoevropským protějškům.

Klasifikace JEL

G23, G28, O57, H55

Klíčová slova

důchodové fondy, důchodová reforma, finanční výnosy, Sharpe ratio

Korespondenční e-mail

honza.hlavac@gmail.com

* Autoři děkují za připomínky Liboru Duškovi, Jiřímu Rusnokovi, Pavlu Kohoutovi. Všechny zbývající omyly a přehlédnutí jdou na vrub autorům. Tato studie reprezentuje pouze názory autorů a nikoli oficiální stanoviska Národohospodářského ústavu AVČR, v.v.i., Centra pro ekonomický výzkum a doktorské studium UK v Praze (CERGE), či jiných institucí, které autoři zastupují.

1. Úvod

V České republice již 15 let existuje státem finančně podporovaný systém důchodového „připojištění“, v kterém si téměř čtyři a půl milionu obyvatel pravidelně ukládá prostředky určené k zvýšení jejich příjmů po odchodu do důchodu.¹ Tento systém má řadu nedostatků, především nezhodnocuje dostatečně soukromé úspory, je finančně velmi nákladný a zřejmě jen odčerpává úspory, které by obyvatelé stejně ukládali do jiných produktů.²

V této práci se zaměříme především na analýzu finančních výsledků penzijních fondů v šesti zemích střední a východní Evropy. Jejich zhodnocování úspor porovnáme s výnosy běžně dostupných investičních instrumentů, abychom zjistili, zda dosahují lepších výsledků. Ukazuje se, že český systém důchodového spoření je stále ještě poznamenán dobou svého vzniku v první polovině 90. let, kdy se teprve vytvářely standardní instituce finančního trhu. České penzijní fondy mají i proto zcela nestandardní formu akciových společností a regulace výnosnosti fondů zcela pomíjí náklady fondů a místo toho stanovuje podmínku každoročního pozitivního výnosu pro účastníky, bez ohledu na to, jakým způsobem fond tohoto výnosu docílí. Tato kombinace právní úpravy a regulatorního prostředí přispívá k tomu, že české penzijní fondy zhodnocují prostředky svých klientů relativně nejhůře ze srovnávaných zemí.³ Jejich výnos je sice srovnatelný s výnosy krátkodobých instrumentů, ale výrazně zaostává za výnosy i tak konzervativních instrumentů jako jsou dlouhodobé vládní dluhopisy. Takto nízká výkonnost penzijních fondů samozřejmě problematizuje jejich roli v poskytování přiměřených důchodů v budoucnosti a také ukazuje, že případná penzijní reforma v České republice by musela důkladně reformovat dnešní systém penzijních fondů, včetně jejich regulace.

2. Penzijní fondy v České republice

Systém penzijních fondů byl v České republice založen v roce 1994. Za téměř 17 let existence se prostřednictvím penzijních fondů rozhodlo spořit téměř čtyři a půl milionů Čechů a penzijní fondy spravovaly koncem roku 2010 aktiva v ceně přes 215 miliard korun (6% HDP).⁴ Vysoká míra participace (přes 70 procent všech zaměstnaných nebo podnikajících obyvatel ČR má

¹ Termín „připojištění“ je zcela zavádějící, protože o žádné pojištění v první fázi akumulace úspor v penzijních fondech nejde. V této práci ho nepoužíváme a nahrazujeme ho správným termínem „spoření“.

² Jelínek a Schneider (1999).

³ Nejde o nejhorší absolutní zhodnocení, ale o zhodnocení v relaci k tomu, jaké výnosy nabízí jiné a bezpečné investice v dané zemi ve vztahu k volatilitě dosažených výnosů (Sharpe ratio).

⁴ Popis systému důchodového spoření v České republice je v tomto textu velmi selektivní. Podrobněji se systémem zabývá práce Hlaváč (2011).

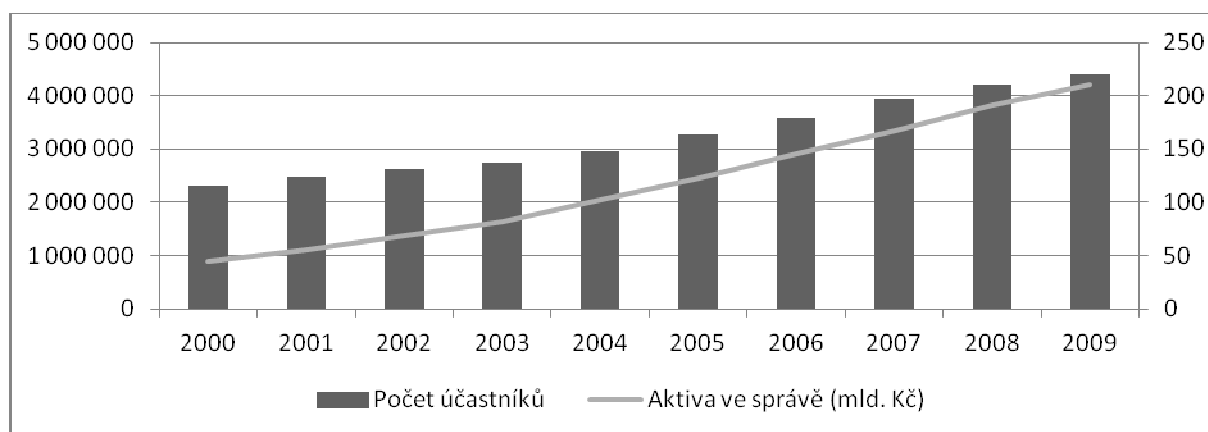
účet u některého penzijního fondu) vyplývá především ze štědré dotace, kterou každý účastník spoření dostává ze státního rozpočtu. V roce 2010 veřejné rozpočty dotovaly spoření v penzijních fondech částkou 5,3 miliardy Kč, zatímco účastníci spoření zvýšili své úspory o 15,9 miliardy Kč. Na každou korunu vloženou do penzijních fondů ze soukromých zdrojů tak stát vynaložil 0,33 Kč.

Díky zákonné úpravě z první poloviny 90.let není majetek akcionářů fondů u českých penzijních fondů oddělen od majetku účastníků spoření, což snižuje transparentnost systému a vyvolávalo obavy o bezpečí soukromých úspor. Tyto obavy se naštěstí, po krátké konsolidaci sektoru koncem 90. let minulého století, kdy silnější fondy převzaly několik slabších fondů, ukázaly doposud jako zbytečné. V současnosti funguje v ČR deset penzijních fondů, přičemž šest největších má ve správě 83 procent veškerých aktiv penzijních fondů⁵. Regulace investičního portfolia je velmi volná a především žádné z regulačních opatření nemá praktický význam, neboť investiční strategie českých penzijních fondů je ultra-konzervativní.

Dalším specifikem českých penzijních fondů je totiž způsob regulace jejich finančních výsledků. Majitelé fondů musí účastníkům zaručit nezáporné zhodnocení v každém kalendářním roce, což je vede k mimořádně opatrné investiční strategii. Ačkoliv zákon vyžaduje kladné zhodnocení investic v každém kalendářním roce, umožňuje zároveň fondům vytvářet „rezervy“ z kladného zisku v jiných letech. Výsledkem je neobyčejně „plochý“ profil výnosnosti fondů, kde se roční zhodnocení pohybuje těsně v okolí inflace. Navíc náklady fondů nebyly až do roku 2009 nijak regulovány a ani série regulačních opatření z druhé poloviny roku 2009 nebrání důchodovým fondům „regulovat“ výnosy manipulací s náklady. Vypovídací schopnost připisovaného zhodnocení českých penzijních fondů je proto omezená a svědčí nejen o podmínkách na finančním trhu, ale i o rychlosti, s jakou jednotlivé penzijní fondy odepisují náklady na získávání nových klientů..

⁵ Zdroj: Asociace penzijních fondů ČR (2010).

Graf 1: Aktiva ve správě + počet aktivních účastníků

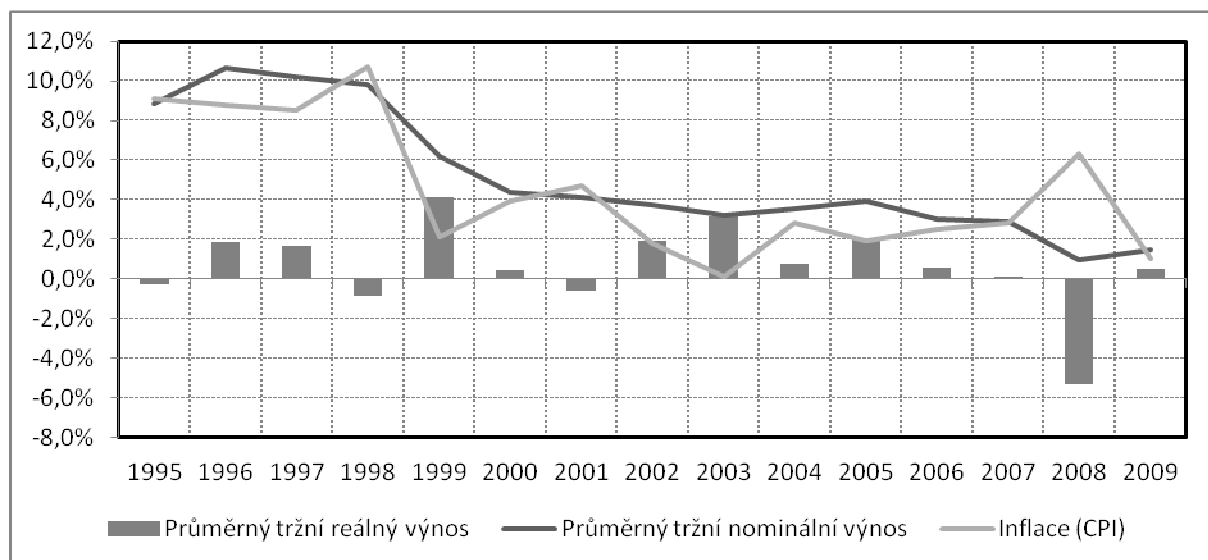


Zdroj: Asociace penzijních fondů ČR, Český statistický úřad

Finanční výsledky českých penzijních fondů

Zhodnocení úspor v českých penzijních fondech za posledních 15 let dosahovalo v průměru pouze 5,14 procent. Graf č. 2 ukazuje, že reálné zhodnocení nikdy nepřesáhlo 4 procenta, ve většině let se pohybovalo těsně okolo nuly a v letech 1998, 2001 a 2008 bylo záporné. Penzijní fondy dostaly povinnosti vykazovat kladné (nominální) zhodnocení, i když za cenu stále opatrnější investiční strategie, kdy nominální zhodnocení kleslo z průměrné úrovně přes 9 % koncem 90. let až na průměr 2,5% v letech 2005-2009.

Graf 2: Roční zhodnocení českých penzijních fondů + inflace



Zdroj: Asociace penzijních fondů ČR, Český statistický úřad, vlastní výpočty

Nízké zhodnocování úspor v penzijních fondech je způsobeno mimořádně konzervativní investiční strategií fondů. Ke konci roku 2010 bylo více než 92 % všech prostředků fondů investováno buď do krátkodobých vkladů či do dluhopisů, 3% procenta investovaly fondy do

podílových fondů a jen 1 % do akcií. Tak vysoký podíl investic do dluhopisů nemá žádná jiná země OECD, nejbližší je Mexiko s 80 %, ale i zde je podíl akcií 15 %⁶.

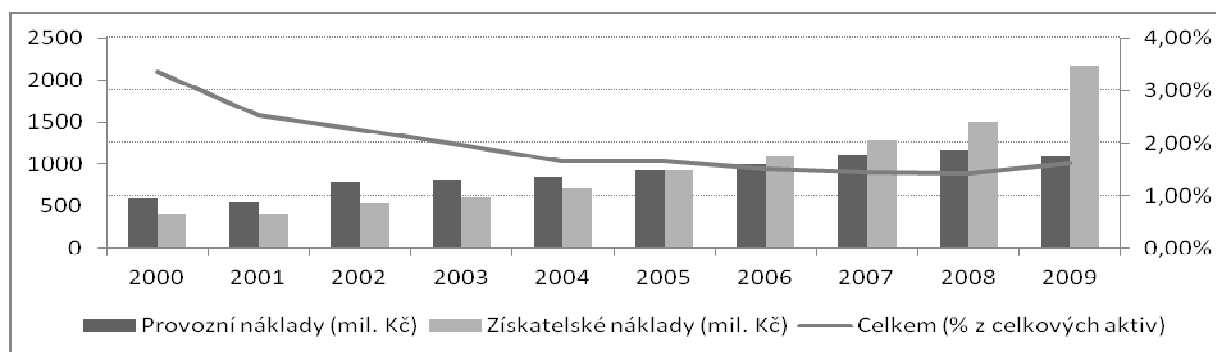
Tabulka 1: Alokace portfolia v pozorovaných zemích (data za rok 2010 v procentech)

Země	Hotovost a depozita	Dluhopisy	Akcie	Nemovitosti	Podílové fondy	Další
ČR	6,6	85,6	1,1	0,8	3	2,9
Polsko	2,3	66,5	30,2	0	0,7	0,3
Maďarsko	2,5	56,8	10,8	0,2	27,3	2,4
Chorvatsko	11,3	65,3	15,9	0	6,2	1,3
Bulharsko	21,4	50,5	12,4	2,8	11,6	1,3
Slovensko	22,9	76,7	0,1	0	0,3	0

Zdroj: Asociace penzijních fondů v daných zemích

Český systém penzijních fondů je výjimečný i volností, s jakou mohou fondy vykazovat a účtovat své náklady. Zatímco běžné náklady fondů postupně klesaly až na standardní úroveň půl procentního bodu celkových aktiv s tím, jak se zvětšovaly prostředky ve správě fondů, náklady na získávání klientů prakticky neklesají (graf 3). Tyto náklady penzijní fondy vykazují při získávání klientů, jde tedy především o náklady na reklamu a na odměny agentům, kteří nové klienty fondům získávají. Tyto náklady se v roce 2009 dokonce prudce zvýšily, protože penzijní fondy se rozhodly, částečně pod tlakem regulátorů, odepsat větší část tzv. „utopených nákladů“ (nákladů příštích období) na získávání klientů z minulých let. Ke konci roku 2009 tyto náklady dosahovaly výše 3,5 mld. Kč⁷. Tyto náklady však řada fondů rozkládá až na 15 let a je proto pravděpodobné, že vyšší náklady ještě řadu let budou snižovat výnosy českých penzijních fondů.

Graf 3: Vývoj provozních nákladů a nákladů na získání klientů PF



Zdroj: Vlastní výpočty, zdroj dat: Asociace penzijních fondů ČR 2000-2009

⁶ Informace o alokaci portfolia jednotlivých penzijních systémů zemí OECD je dostupná na následující adrese: http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=PNNI_NEW. Úpravy legislativy na Slovensku v roce 2010 povedou pravděpodobně slovenské fondy k podobně konzervativní strategii, jako je tomu u českých fondů, ale podrobnější data ještě nejsou k dispozici.

⁷ Zdroj: APF ČR (2009)

3. Srovnání výkonnosti penzijních fondů v šesti zemích střední Evropy

Výkonnost penzijních fondů⁸ je rozhodujícím parametrem budoucích penzí, vyplácených z akumulovaných úspor. Při čtyřicetiletém spoření na důchod znamená každý procentní bod zhodnocení úspor o čtvrtinu vyšší důchod! Kromě samotného zhodnocení úspor na finančním trhu rozhoduje o výkonnosti fondů i výše jejich poplatků. I proto se řada zemí pokouší náklady penzijních fondů omezit, buď uvalením maximální výše poplatků (Slovensko, Polsko), přerušením přímého vztahu mezi vkladateli a fondy vložením státního „slepého fondu“, který distribuuje vybrané odvody penzijním fondům hromadně (Švédsko), nebo náhodným přidělováním nových účastníků do fondů (Polsko). Jak upozorňuje například Rudolph (2010), omezením výběru nedochází k žádné ztrátě, pokud předpokládáme, že účastníci spoření stejně nedovedou porovnávat výkonnost penzijních fondů.

Penzijní fondy jsou však předmětem i přímé regulace výkonnosti, například pomocí garancí určitého výnosu. Tyto garance mají většinu relativní charakter: fond nesmí svým vkladatelům připsat méně než, například, o 2 procentní body nižší výnos než je medián všech fondů. V Česku platí, jak jsme již viděli, absolutní garance nezáporného zhodnocení v každém kalendářním roce. Oba typy regulace vedou ke snížení výnosů fondů, neboť jejich správci se snaží investovat do podobných instrumentů jako ostatní fondy a dávají přednost instrumentům s jistým, ale nízkým výnosem.

Doposud nejdůkladněji analyzovala výkonnost fondů studie OECD a Světové banky⁹. Naše studie používá stejnou metodologii, tj. srovnání kombinace výnosů, a rizikovosti portfolia, které porovnáváme s výnosy podkladových instrumentů pomocí tzv. Sharpe ratio (SR), viz Sharpe (1966, 1994). SR konkrétně zkoumá rozdíl výnosů sledovaných instrumentů oproti výnosům podkladových instrumentů v čase a tento rozdíl váží volatilitou dosažených výnosů.¹⁰ Odhad provádíme i pro země, které studie OECD neobsahovala, a zaměřujeme se na region střední a východní Evropy, kde v posledním desetiletí probíhaly zřejmě nejambicióznější důchodové reformy. Pro jednotlivé země odhadujeme o kolik zvyšují (či snižují) penzijní fondy výnosy dosažitelné pasivním investováním do základních bezrizikových či nízko rizikových aktiv, jako jsou vládní dluhopisy a peněžní poukázky. Důležitým krokem analýzy SR je výběr podkladových aktiv, vůči kterým se výkonnost fondů

⁸ Termínem „výkonnost fondů“ v tomto textu chápeme zhodnocení, které penzijní fondy připisují svým klientům.

⁹ Výsledky tohoto výzkumného programu byly shrnuty v závěrečné zprávě: „Evaluating the Financial Performance of Pension Funds“, editovány Richardem Hinzem, Heinzem P. Rudolphem, Pablo Antolinem a dále také Juna Yermo. The World Bank, 2010. Metodologie je podrobněji diskutována ve Walker a Iglesias (2007).

¹⁰ Formálně se Sharpe ratio počítá jako rozdíl mezi výnosem portfolia a bezrizikovou investicí vážený standardní odchylkou dosaženého výnosu, $SR=(\mu-RF)/\delta$. Podrobnější popis SR viz Hlaváč (2011).

porovnává. Autoři studie OECD a Světové banky používali 3-měsíční a 10-leté tuzemské dluhopisy a také dluhopisy americké vlády. V regionu střední Evropy je však vhodnější používat dluhopisy německé, takže v naší analýze používáme domácí 3-měsíční a 10-leté dluhopisy a pak dluhopisy německé vlády se stejnou dobou splatnosti.

3.1. Porovnávané země

Výkonnost českých penzijních fondů porovnáváme s penzijními fondy v Bulharsku, Chorvatsku, Maďarsku, Polsku a Slovensku. Je třeba si uvědomit, že jde o pět zemí, kde jsou penzijní fondy pro část populace povinné a že tomu odpovídá i detailnější regulace těchto fondů. *Ceteris paribus* by tedy dobrovolné české penzijní fondy, měly přinášet vyšší zhodnocení. Jak uvidíme níže, je tomu spíš naopak. Tabulka 2 poskytuje základní informace o porovnávaných zemích.

Tabulka 2: Základní informace o zkoumaných penzijních systémech¹¹

Země	Garantovaný výnos	Maximální podíl akcií	Limit na zahraniční investice	Aktiva (mld. € a v % HDP)
ČR	Každoroční výnos ≥ 0	Bez limitu	Pouze aktiva zemí OECD, minimálně 70% aktiv musí být v korunách	8,9 mld. €, 6 %
Polsko	Nižší z a) průměr všech fondů – 4%, b) 50% průměrného výnosu	$\leq 50\%$	$\leq 5\%$	43,5 mld. €, 17 %
Maďarsko	85 % indexu vládních dluhopisů	$\leq 50\%$	$\leq 20\%$	10,3 mld. €, 10 %
Slovensko	Podle druhu fondu (konzervativní, vyvážená, růstový): průměrný výnos snížený o 1, 3 nebo 5 procentních bodů, nebo 90, 70 nebo 50% průměrného výnosu	0% - konzervativní 50% - balancovaný 80% - růstový	$\leq 50\%$	2,9 mld. €, 4,7 %
Bulharsko	Menší z následujících dvou položek: 60 % průměrných výnosů zaměstnaneckých a univerzálních fondů nebo tento průměr -3 procentní body	Povinné fondy $\leq 20\%$; dobrovolné bez limitu	Povinné $\leq 20\%$; dobrovolné $\leq 30\%$, euro považováno za domácí měnu	1,3 mld. €, 4,8 %
Chorvatsko	Průměr snížený o 2 procentní body	$\leq 30\%$	$\leq 15\%$	4 mld. €, 1,7 %

Zdroje: OECD, Asociace penzijních fondů daných zemí (Bulharsko, ČR, Slovensko), InSTITUTE vykonávající dohled nad finančním trhem (Polsko, Maďarsko), Raiffeisen plc. (Chorvatsko).

Porovnávání výnosů mezi jednotlivými zeměmi není jednoduché a k výsledkům je třeba přistupovat obezřetně. Srovnání ztěžují např. různé přístupy k (ne)zahrnutí různých typů

¹¹ Podrobné informace o reformách a uspořádání penzijních systémů lze najít v Hlaváč (2011).

poplatků do vykazovaných výnosů, které penzijní fondy účtují svým klientům. Výnosy uváděné v tabulce 3 zahrnují pravidelně účtované poplatky jako procenta ze spravovaných aktiv, avšak nezahrnují poplatky (většinou jednorázové) za vedení účtu (tzv. „contribution/upfront fees“)¹². Jak ukazuje i tabulka 3, takto počítané reálné výnosy jsou ve všech zemích, snad s výjimkou Polska, nízké, někdy i záporné. Nejhorší je situace v Bulharsku a na Slovensku, kde penzijní fondy za 7, resp. 6 let v „zhodnocovaly“ úspory svých klientů o méně než byla v těchto zemích inflace. Jen těsně nad inflací se pohybují výnosy maďarských a českých fondů, slušné výsledky (zhodnocení o 3% ročně) poskytují fondy chorvatské a o téměř 5% ročně zhodnocují vklady polské penzijní fondy. Musíme si ale uvědomit, že fondy v různých zemích fungují ve velmi rozdílných podmínkách, takže srovnání mezi nimi není jednoduché. Třetí sloupec v tabulce ukazuje, že nejméně v čase kolísají výnosy českých a slovenských konzervativních fondů, zatímco nejproměnlivější jsou výnosy fondů v Bulharsku a Maďarsku.

Tabulka 3: Výnosy sledovaných penzijních systémů

Země	Průměrný nominální výnos	Průměrný reálný výnos	Směrodatná odchylka reálných výnosů	Sledované období
BUL Univerzální	4,54%	-0,55%	9,84%	2004-2010
BUL Zaměstnanecké	3,96%	-1,29%	10,94%	2004-2010
BUL Dobrovolné	4,24%	-0,92%	11,85%	2004-2010
Chorvatsko	5,61%	2,81%	8,56%	2002-2010
ČR	3,03%	0,51%	2,53%	2000-2010
Maďarsko	6,59%	0,65%	10,86%	2000-2010
Polsko	8,50%	4,99%	8,24%	2000-2010
Slovensko Konzervativní	2,71%	0,01%	1,44%	2005-2010
Slovensko Vyvážený	1,45%	-1,25%	4,72%	2005-2010
Slovensko Růstový	1,13%	-1,57%	5,62%	2005-2010

Zdroj: vlastní výpočty

Výsledky ukazují, že v námi sledovaných zemích fondy s vyšší volatilitou, zaměřené spíše na investice do akcií, nedosahují nutně v průměru lepšího zhodnocení ani že fondy s nízkou volatilitou výnosů, tj. především dluhopisové fondy, mají vždy nejnižší výnosy.

¹² Problematikou poplatků jednotlivých penzijních systémů se detailně zabývá studie Tapia a Yermo (2008), kde jsou k nalezení také aktuální výše jednotlivých poplatků. Například polské důchodové fondy si do konce roku 2010 mohly účtovat až 7 procent z převáděné částky (od 2011 je limit 3,5 procenta), což je také jeden z důvodů, který uvádí polská vláda pro snahu snížit odvody do penzijních fondů.

Zatímco české fondy mají nízké zhodnocení i nízkou volatilitu, polské fondy dosahují mnohem vyššího zhodnocení s průměrnou volatilitou a naopak třeba bulharské fondy mají jak nejvyšší volatilitu, tak i záporné zhodnocení.¹³

3.2. Porovnání pomocí Sharpe ratio

Penzijní fondy investují v různých zemích za různých podmínek. Například polské fondy měly nepochybně snazší situaci v roce 2009, kdy polská ekonomika jako jediná v Evropě rostla, než fondy bulharské, investující v situaci hluboké recese celé ekonomiky. Abychom očistili výnosy penzijních fondů o tyto vnější efekty, musíme porovnat jejich výnosy s alternativními, nízko-rizikovými instrumenty. Nejvhodnější jsou vládní dluhopisy, domácí a zahraniční. V naší analýze používáme celkem čtyři druhy cenných papírů: domácí peněžní poukázky (STL), domácí desetileté dluhopisy (LTL), německé peněžní poukázky (STG) a desetileté dluhopisy německé vlády (LTG), vždy převedené do výnosu v místní měně. Porovnáním rozdílů výnosů těchto bezpečných instrumentů a výnosů penzijních fondů oproti volatilitě těchto výnosů získáme hodnoty SR a lepší představu o skutečném přínosu penzijních fondů. Dále dle metodologie Lo (2002) testujeme, zda-li dosažený ukazatel SR je statisticky signifikantní. Je třeba zdůraznit, že využití SR pro porovnání výkonnosti fondů nám sice umožní částečně očistit makroekonomické rozdíly mezi pozorovanými zeměmi, ale nedokáže pokrýt rozdíly například v regulačním rámci nebo ve struktuře poplatků.

V tabulkách 4 a 5 uvádíme hlavní výsledky naší analýzy – hodnoty Sharpe ratio pro jednotlivé země v členění na dlouhodobé (tabulka 4) a krátkodobé (tabulka 5) instrumenty. Pro Slovensko a Bulharsko uvádíme výsledky navíc odděleně podle typů penzijních fondů. Hodnoty Sharpe ratio v obou tabulkách vyjadřují rozdíly vážených průměrů výnosů penzijních fondů a výnosů porovnávaných instrumentů oproti volatilitě dosažených výnosů. Pokud je hodnota SR kladná, jsou výnosy penzijních fondů vyšší než výnosy odpovídajících nízko-rizikových instrumentů. Záporné hodnoty SR, běžné například u slovenských fondů, ukazují naopak, že výnosy fondů jsou nižší než výnosy z investování do peněžních poukázek a dluhopisů. Pro lepší orientaci ještě uvádíme ukazatel ER („excess return“), který vyjadřuje nominální rozdíly (v procentech) mezi průměry výnosů penzijních schémat a výnosy porovnávaných instrumentů.

¹³ Ke stejným výsledkům dospěla i studie Tapia 2008a.

Tabulka 4: Sharpe ratia pro 10-leté vládní dluhopisy

LTL		LTG				Typ
SR	t-test	ER	SR	t-test	ER	
Česká Republika: čtvrtletně září 2000 – září 2010						
-1,01	-4,50	-1,61	-0,14	-0,91	-0,23	-
Bulharsko: čtvrtletně duben 2004 – září 2010						
-0,09	-0,45	-1,34	0,02	0,10	0,35	UPF (povinné univerzální)
-0,13	-0,66	-2,11	-0,03	-0,13	-0,41	OPF (povinné zaměstnanecké)
-0,10	-0,51	-1,84	-0,01	-0,04	-0,15	Dobrovolné
Chorvatsko: čtvrtletně duben 2002 - září 2010						
-0,09	-0,52	-0,93	0,10	0,55	0,98	-
Maďarsko: čtvrtletně leden 2000 - září 2010						
-0,03	-0,21	-0,46	0,20	1,30	2,86	-
Polsko: měsíčně leden 2000 - říjen 2010						
0,15	1,67	2,57	0,32	3,35	5,49	-
Slovensko: měsíčně duben 2005 – červen 2010						
-0,61	-3,78	-1,19	-0,07	-0,57	-0,14	Konzervativní
-0,53	-3,44	-2,87	-0,34	-2,44	-1,83	Vyvážené
-0,49	-3,27	-3,30	-0,34	-2,44	-2,25	Růstové

LTL = domácí 10-leté vládní dluhopisy; LTG = 10-leté dluhopisy německé vlády; SR = Sharpe ratio; t-test = hodnota t-testu odhadu SR; ER = rozdíl výnosnosti penzijního systému oproti uvažovanému investičnímu instrumentu. Zdroj: vlastní výpočty.

Tabulka 5: Sharpe ratia pro 3-měsíční vládní pokladniční poukázky

STL		STG				Typ
SR	t-test	ER	SR	t-test	ER	
Česká Republika: čtvrtletně září 2000 – září 2010						
0,12	0,77	0,20	0,81	3,98	1,29	-
Bulharsko: čtvrtletně duben 2004 – září 2010						
0,06	0,32	0,98	0,12	0,61	1,83	UPF
0,01	0,07	0,21	0,06	0,33	1,06	OPF
0,03	0,13	0,48	0,07	0,37	1,32	Dobrovolné
Chorvatsko: čtvrtletně duben 2002 - září 2010						
0,10	0,58	1,04	0,26	1,40	2,63	-
Maďarsko: čtvrtletně leden 2000 - září 2010						
-0,10	-0,67	-1,46	0,31	1,92	4,34	-
Polsko: měsíčně leden 2000 - říjen 2010						
0,13	1,44	2,21	0,40	4,07	6,96	-
Slovensko: měsíčně duben 2005 – červen 2010						
-0,09	-0,72	-0,18	0,60	3,74	1,17	Konzervativní
-0,34	-2,48	-1,86	-0,10	-0,75	-0,52	Vyvážené
-0,34	-2,47	-2,29	-0,14	-1,10	-0,95	Růstové

STL = domácí 3M pokladniční poukázky; STG = 3M německé pokladniční poukázky; SR = Sharpe ratio; t-test = hodnota t-testu odhadu SR; ER = rozdíl výnosnosti penzijního systému oproti uvažovanému investičnímu instrumentu. Zdroj: vlastní výpočty.

Výsledky v tabulce 4 ukazují, že penzijní fondy v Maďarsku, Chorvatsku, Polsku a také univerzální penzijní fondy v Bulharsku dosahují vyšších výnosů než německé vládní dluhopisy. Naproti tomu pouze polské fondy dokáží vygenerovat výnosy vyšší než jsou výnosy 10-letých domácích vládních dluhopisů. Výnosy českých penzijních fondů se blíží výnosům německých dluhopisů, ale jednoznačně zaostávají za výnosy českých vládních dluhopisů, v průměru o 1,61 procenta ročně. To samo o sobě je varující zjištění, neboť ukazuje na nízkou efektivnost penzijních fondů.

Důležitější je však porovnání výnosů při zohlednění proměnlivosti výnosů, což nám umožňuje Sharpe ratio. Kdyby například výnosy penzijních fondů kolísaly výrazně méně než výnosy z dluhopisů, ukazovalo by to, že fondy upřednostňují stabilitu výnosů před jejich absolutní hodnotou. Obecně, čím vyšší je hodnota SR zkoumaného portfolia, tím vyšší je také preference tohoto portfolia ze strany racionálního investora. Hodnota SR porovnávající výnosy penzijních systémů oproti německým 10-letým vládním dluhopisům je kladná pro penzijní fondy v Maďarsku, Chorvatsku, Polsku a částečně v Bulharsku, nicméně statisticky významný je výsledek jen u polských fondů. V případě porovnávání s domácími 10-letými vládními dluhopisy zjišťujeme, že hodnota SR je kladná pouze pro případ Polska, zbylé hodnoty SR jsou záporné.

Hodnoty SR jsou v případě českých fondů záporné jak u německých dluhopisů, tak ještě výrazněji při srovnání s dlouhodobými vládními dluhopisy české vlády, kde je hodnota SR – 1,01 (odpovídající rozdílu mezi výnosností penzijního systému a vládních dlouhodobých dluhopisů ve výši -1,61 procentních bodů a zároveň relativně velmi nízké volatilitě dosažených výnosů ve výši 1,52 procentních bodů). Tento ukazatel je statisticky významný, což potvrzuje, že české penzijní fondy poskytují svým klientům horší zhodnocení při stejné proměnlivosti výnosů, jako mají státní dluhopisy.

Podobné výsledky, i když v mírnější formě, vykazují bulharské a slovenské penzijní fondy. Také v těchto zemích nedokáží penzijní fondy překonat výnosy domácích ani zahraničních (německých) desetiletých vládních dluhopisů (při zachování stejné proměnlivosti výnosů). Hodnoty SR jsou však v obou zemích v absolutní hodnotě nižší než v České republice a v Bulharsku nejsou statisticky signifikantní.

Odlišná je situace v Polsku, kde penzijní fondy dosahují kladné úrovně SR pro všechny námi zkoumané podkladové instrumenty. Nejdůležitější je zjištění, že polské penzijní fondy překonávají zhodnocení domácích i zahraničních desetiletých vládních dluhopisů.¹⁴

¹⁴ Polské penzijní fondy mohly ovšem doposud účtovat svým klientům srážku až 7 procent na vstupních jednorázových poplatcích. Maximální hranice bude zřejmě snížena na 3,5 procent v roce 2011 nebo 2012.

Vzhledem k investičnímu horizontu penzijních fondů bychom měli jejich výnosy srovnávat s dlouhodobými instrumenty. Nicméně tabulka 5 poskytuje srovnání výnosů penzijních fondů s tříměsíčními poukázkami. Ukazuje se, že například slovenské či maďarské penzijní fondy měly potíže dosáhnout alespoň tohoto zhodnocení.¹⁵ Výnosy českých penzijních fondů jsou vyšší než u domácích i zahraničních poukázek (jejich Sharpe ratio je kladné). U domácích peněžních poukázek je však výsledek statisticky nevýznamný.

4. Závěr

Naše analýza ukazuje, že výkonnost penzijních fondů ve střední Evropě je, s výjimkou Polska, neuspokojivá. Penzijní fondy v řadě zemí dosahují záporného reálného zhodnocení a pokud je zhodnocení kladné, volatilita výnosů je vyšší, než by odpovídalo podkladovým instrumentům. Nejhorší zhodnocení poskytovaly od roku 2005 slovenské (povinné) penzijní fondy, těsně následované (opět povinnými) bulharskými fondy. Zatímco u bulharských fondů je záporný výnos do značné míry výsledkem hluboké ekonomické krize, do které země upadla v letech 2008-2010, na Slovensku jde spíše o důsledek zavedení mnohem konzervativnější regulace v roce 2010, která přinutila fondy prudce změnit investiční portfolio. Penzijní fondy v Polsku a v Chorvatsku naproti tomu poskytují slušné reálné zhodnocení ve výši 5, respektive 3 % ročně. České a maďarské fondy jsou někde mezi těmito extrémy – jejich reálné zhodnocení je sice kladné, ale velmi nízké.

Podrobnější analýza výnosů fondů ukazuje, že, opět s výjimkou Polska¹⁶, penzijní fondy dosahují nižších výnosů, než jakých by mohl dosahovat při stejné proměnlivosti výnosů, investor nakupující přímo pokladové finanční instrumenty. Především slovenské fondy poskytují zhodnocení ještě nižší, než by odpovídalo investování do velmi krátkodobých finančních instrumentů – tříměsíčních vládních peněžních poukázek. Penzijní fondy ve všech zemích – s výjimkou Polska – pak mají nižší zhodnocení, než by odpovídalo investicím do desetiletých vládních dluhopisů a nejhůře jsou na tom v tomto ohledu české (dobrovolné) penzijní fondy. Vzhledem k tomu, že dlouhodobý investiční horizont by měl být hlavní výhodou penzijních fondů, je tento výsledek zvláště znepokojivý a naznačuje, že je třeba zabývat se podrobněji efektivností penzijních fondů, ale i efektivností jejich regulačního rámce.

¹⁵ Mimořádně nízká efektivnost slovenských penzijních fondů byla ovlivněna pokusy levicové vlády demontovat nový systém hned po roce jeho fungování, kdy umožnila vystupování klientů z do té doby povinných fondů a nutila tak fondy držet aktiva v okamžité pohotovosti. Nezanedbatelný je i negativní vliv ekonomické krize na výnosy slovenských penzijních fondů, které neměly čas vytvořit vyšší výnosy v „dobrých letech“.

¹⁶ Výsledky u chorvatských fondů jsou statisticky nesignifikantní.

České penzijní fondy vycházejí vcelku dobře ve srovnání s krátkodobými investičními nástroji. To je způsobeno především nízkou a stabilní inflací v České republice a v případě německých vládních dluhopisů také vcelku stabilnímu posilování české měny, která se vyhnula prudkým výkyvům.

Porovnáním s výsledky ostatních penzijních systémů však vidíme, že hodnota SR při srovnání výnosů českých penzijních fondů a výnosů českých vládních dluhopisů je jednoznačně nejnižší – české penzijní fondy nejsou schopné svým klientům přinést vyšší zhodnocení při stejné proměnlivosti výnosů, než dokážou jednoduché investice do dluhopisů. Racionální investor by na tom tedy byl lépe, kdyby investoval sám do státních dluhopisů. Malé rozdíly ve výnosech přitom v dlouhodobém horizontu mohou znamenat značné rozdíly ve vyplácených důchodech. Kdyby například české penzijní fondy dosahovaly alespoň průměrných hodnot SR oproti 10-letým domácím dluhopisům zkoumaných zemí (tj. -0,21), jejich zhodnocení by se zvýšilo o 1,19 procentních bodů oproti stávajícímu stavu. Dosažení stejných hodnot SR, jakých dosahují polské penzijní fondy, by zvýšilo výnosy českých penzijních fondů o výrazných 1,78 procentních bodů, což by po čtyřiceti letech spoření znamenalo o polovinu vyšší částku k vyplacení na penzi.¹⁷

Nedostatečné výnosy českých penzijních fondů zcela jistě souvisí s povinností vykazovat každoroční kladné (nominální) výnosy, která vede fondy k investování do krátkodobých aktiv, kde se vyhnou kolísání výnosů. Další příčinou je však i netransparentní regulace poplatků a odměn, které penzijní fondy účtují na vrub svým klientům. Především jen pomalé a arbitrární „rozpouštění“ nákladů na získávání klientů, spojené s tím, že prostředky klientů a samotného fondu nejsou nijak oddělené, vede k tomu, že penzijní fondy mohou manipulovat připisované výnosy téměř libovolně.

Z naší analýzy vyplývá, že jakákoliv budoucí reforma důchodového systému v České republice se neobejde bez podstatné revize podmínek pro fungování penzijních fondů. Ukazuje se, že české penzijní fondy skutečně důsledně naplňují literu současné regulace a investují s mimořádně krátkým investičním horizontem. Tím ovšem přicházejí o klíčovou výhodu spoření na důchod – jeho dlouhodobost. Důraz na krátkodobé investice může být daný velkou averzí k riziku investorů, kteří nejsou motivováni investičními výnosy ale jen státními dotacemi k vlastnímu spoření. Je pravděpodobné, že po odbourání státní dotace by podstatná část klientů penzijních fondů ztratila o investování zájem, ale zbývající část by se již zřejmě

¹⁷ Uvedené výpočty jsou jen ilustrační, předpokládají například zachování stejné volatility výnosů, která je již nyní u českých penzijních fondů hodně nízká. Výpočty však mají ilustrovat, jak důležitá je výkonnost penzijních fondů v dlouhém období a jak podstatně může měnit vyplácené důchody.

nespokojila s prakticky nulovým reálným zhodnocením. Aby byly fondy schopné investovat s dlouhodobějším horizontem, bude nutné změnit stávající požadavek každoročního nezáporného zhodnocení a nahradit ho buď delším horizontem – například pěti či desetiletým – nebo tuto absolutní formu regulace nahradit formou relativní, která se používá v řadě zemí s reformovaným důchodovým systémem.

Dalším nezbytným krokem je oddělení majetku akcionářů penzijních fondů a klientů. Dnešní úprava snižuje transparentnost hospodaření fondů a vede k absurditám, jako je neúplné odepisování nákladů na získávání klientů, které s sebou penzijní fondy nesou řadu let. Klíčovým bodem případné důchodové reformy je vždy rozhodnutí, zda účast v důchodovém spoření učinit povinnou (tj. tak, jako ve většině zemí střední a východní Evropy, které penzijní systémy doposud reformovaly), či zda nechat rozhodnutí na každém zaměstnanci (jako například ve Velké Británii). Dobrovolná varianta má řadu výhod – především nevnucuje povinné spoření lidem bez ohledu na jejich preference a možnosti. Protože je spoření dobrovolné, odpadá i nutnost přísné regulace penzijních fondů ze strany státu, což zvýší jejich efektivnost a povede k lepšímu zhodnocení investic.

Na druhou stranu, dobrovolné spoření, například v té formě, jak o něm nyní uvažuje česká vláda, povede k postupnému oslabování průběžného pilíře důchodového systému, aniž by na jeho místě vznikala silná alternativa. Je pravděpodobné, že možnosti dobrovolného spoření formou opt-outu využije spíše bohatší část společnosti. Příjmy průběžného pilíře tedy klesnou výrazně, ale budoucí výdaje se příliš nezmění a nedojde ani k diverzifikaci příjmů ve stáří. Schodky průběžného pilíře se spíše zvýší, aniž by došlo ke zvýšení důchodů. Nejbohatší část společnosti navíc pro spoření na důchod používá sofistikovanější nástroje, než jsou penzijní fondy, a o relativně nízké úspory v rámci penzijních fondů nebude mít zájem. Je proto pravděpodobné, že penzijní fondy nebudou schopné akumulovat kritické množství prostředků, aby optimálně diverzifikovaly své investice a přinášely svým klientům – budoucím důchodcům – slušné zhodnocení.

Dosavadní zkušenosti s českými penzijními fondy naznačují, že jejich výsledky jsou neuspokojivé. Bylo by proto vhodné, abychom podmínky fungování penzijních fondů co nejrychleji upravili. Vyšší výnosy a větší transparentnost penzijních fondů jsou totiž v každém případě nutnou podmínkou jakékoliv reformy, ať už dobrovolné, či povinné.

Literatura:

1. Hlaváč, J. (2011). “*Financial Performance of the Czech Private Pension Scheme: Its Current Position and the Comparison with Other CEE Countries*” IES Working Paper 9/2011. IES FSV. Charles University.
2. Jelínek, T., Schneider, O. (1999): “*An Analysis of the Voluntary Pension Fund System in the Czech Republic*“, in: Müller K., Ryll A. and Wagener H. (eds.) *Transformation of Social Security: Pensions in Central-Eastern Europe*, Physica-Verlag, New York.
3. Lo, A. (2002) “*The Statistics of Sharpe Ratios*”, *Financial Analysts Journal* 58 (4): 36-52.
4. Lobosco, A. (1999): “*Style/Risk-adjusted performance*”, *The Journal of Portfolio Management* Vol. 25, No. 3.
5. Rudolph, H.P., Hinz, R., Antolin, P. and Yermo J. (2010): “*Evaluating the Financial Performance of Pension Funds*”, Chapter 1 in World Bank (2010) project on Investment Performance of Privately Managed Pension Funds.
6. Sharpe, W. F. (1966): “*Mutual Fund Performance*”, *Journal of Business* 39 (S1).
7. Sharpe, W. F. (1994): “*The Sharpe Ratio*”. *Journal of Portfolio Management* 21 (1).
8. Tapia, W. (2008a), “*Comparing Aggregate Investment Returns in Privately Managed Pension Funds: An Initial Assessment*”, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 21, OECD publishing.
9. Tapia, W. (2008b), “*Description of Private Pension Systems*”, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 22, OECD publishing.
10. Tapia, W. and Yermo, J. (2008): “*Fees in Individual Account Pension Systems: A Cross-Country Comparison*”, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 27, OECD Publishing.
11. Walker, E., and Iglesias, A. (2007): “*Financial Performance of Pension Fund Systems around the World: An Explanatory Study*“, report prepared for the OECD – World Bank 2010 project on Investment Performance of Privately Managed Pension Funds.

Zdrojová data:

1. Výroční zprávy Asociace penzijních fondů ČR (1996-2009).
2. Výroční zprávy českých penzijních fondů (2000-2010).
3. Polish Financial Supervisory Authority. (Polsko)
4. Hungarian Financial Supervisory Authority. (Maďarsko)
5. The Association of Slovak Pension Funds Management Companies (Slovensko)
6. Bulgarian Association of Supplementary Pension Security Companies (Bulharsko)
7. Raiffeisen Mandatory Pension Fund Management Company Plc. (Chorvatsko)
8. Evropská centrální banka
9. EUROSTAT
10. Ministerstvo financí ČR
11. Česká národní banka
12. Global Financial Database
13. MSCI
14. http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=PNNI_NEW

Institut pro demokracii a ekonomickou analýzu (IDEA) je projektem Národohospodářského ústavu AV ČR, v. v. i. a prof. Jana Švejnara. IDEA je moderní a politicky nezávislé myšlenkové centrum (think-tank), které vytváří a nabízí širokou škálu podstatných myšlenek a názorů pro veřejnou sféru, založených na solidní analýze; přispívá ke vzniku celonárodní vize a strategie pro budoucnost a poskytuje občanům dostatečné informace k tomu, aby byl jejich hlas výrazněji slyšet uprostřed společenského dění a jejich zvolené představitele vedl k odpovědnosti vůči veřejným zájmům.

<http://idea.cerge-ei.cz>

1. Vytváření shody na základě intelektuální otevřenosti – přijímání volné soutěže myšlenek, otevřenost podnětům z různých částí světa, přehodnocování existujících stanovisek vzhledem k novým výzvám.
2. Využívání nejvhodnějších teoretických a praktických poznatků – snaha o rozvinutí postupů na základě nejlepších teoretických i praktických poznatků (z České republiky i ze zahraničí).
3. Zaměření aktivit na vytvoření efektivní politiky a strategie České republiky – doplňovat akademické instituce vytvářením podkladů efektivním a operativním způsobem.

IDEA výzkum

© Mgr. Jan Hlaváč, Ondřej Schneider Ph.D

Kontakt na autory: honza.hlavac@gmail.com

Vydal a vytiskl Národohospodářský ústav AVČR, v.v.i., Politických vězňů 7, 11121 Praha 1.

Elektronická verze této publikace je k dispozici na http://idea.cerge-ei.cz/documents/vyzkum_201101.pdf

Upozornění: Tato studie reprezentuje pouze názory autorů a nikoli oficiální stanoviska Národohospodářského ústavu AVČR, v.v.i., či Centra pro ekonomický výzkum a doktorské studium UK v Praze (CERGE), či jiných institucí, které autoři zastupují.