ELSEVIER

Available online at www.sciencedirect.com

ScienceDirect

journal homepage: <http://www.elsevier.com/locate/kontakt>

Short communication

Jak výnosné je spoření ve třetím dobrovolném pilíři českého penzijního systému?

How profitable are savings in the third voluntary pillar of the Czech pension system?

Jan Molek *

Jihočeská univerzita v Českých Budějovicích, Zdravotně sociální fakulta, Ústav humanitních studií v pomáhajících profesích, České Budějovice, Česká republika

INFORMACE O ČLÁNKU

Received: 2017-09-14

Received in revised form:

2017-11-29

Accepted: 2018-01-05

Published online: 2018-06-26

Keywords:

Retirement insurance

Supplementary insurance

Transformed funds

Contributory funds

Inflation

ABSTRACT

Saving in the third voluntary pillar of the pension system is very popular in the Czech Republic. At the end of 2016, a total of 4 518 832 citizens had savings accounts. Total savings were 383,032.01 million CZK. One of the fundamental problems of the third pillar, which does not contribute to its popularity (especially in young generations), is a low deposit valorisation. The reason is that the valorisation often covers only the inflation and sometimes, not even as much. The situation would be even worse if there were not financial support from the state in the form of contributions and tax reliefs or from employees.

SOUHRN

Klíčová slova:

penzijní připojištění
doplňkové penzijní spoření
transformované fondy
účastnické fondy
inlace

Spoření ve třetím dobrovolném pilíři penzijního systému je v Česku velice oblíbené. Ke konci roku 2016 v něm spořilo celkem 4 518 832 občanů s celkovým objemem úspor ve výši 383.032,01 mil. korun. Jedním z fundamentálních problémů třetího pilíře, který nepřispívá k jeho zatraktivnění (zejména pro mladou generaci), je nízké zhodnocení vkladů, neboť zhodnocení přiznané klientům nezřídka stačí pouze na pokrytí inflace (a někdy ani na to). Nebýt podpory státu v podobě státních příspěvků a daňové úlevy (případně i příspěvku zaměstnavatele), byla by situace ještě horší.

© 2018 Jihočeská univerzita v Českých Budějovicích, Zdravotně sociální fakulta.
Published by Elsevier Sp. z o. o. All rights reserved.

* **Korespondenční autor:** Ing. Jan Molek, CSc., Jihočeská univerzita v Českých Budějovicích, Zdravotně sociální fakulta, Ústav humanitních studií v pomáhajících profesích, J. Boreckého 1167/27, 370 11 České Budějovice, Česká republika; e-mail: molek@zsf.jcu.cz; <http://dx.doi.org/10.1016/j.kontakt.2018.01.001>

KONTAKT XX/2: 213–221 • ISSN 1212-4117 (Print) • ISSN 1804-7122 (Online)

Úvod

Primárním cílem penzijního připojištění se státním příspěvkem, zavedeného v Česku v rámci dobrovolného soukromého pilíře, bylo pomáhat lidem po odchodu do penze tím, že jim každý měsíc přidá něco ke státnímu důchodu. Je proto zcela pochopitelné, že když se v roce 1994 penzijní fondy v Česku zakládaly, byl jejich zrod spojen s vysokými očekáváními. Média se předháněla v uveřejňování komentářů různých odborníků a analytiků, předpovídajících nejen rychlý vývoj sektoru, ale i lákavé výnosy, pohybující se minimálně 2–3 % nad inflací. Očekávaly se také zajímavé doplňkové penze (potřebné i proto, že liberalizace cen v roce 1992 reálnou hodnotu důchodů snížila cca o 15 %), a to nejspíše za 20 let po startu penzijních fondů. Není proto žádným překvapením, že po udělení prvních licencí v listopadu 1994 vzbudily penzijní fondy nebývalý zájem široké veřejnosti. Jaká je však realita? Česko patří, pokud se jedná o zapojení občanů, ke světové špičce, neboť

v systému dobrovolného třetího pilíře spoří více než 70 % praceschopné populace. Podle Asociace penzijních fondů ČR spravovaly k 31. 12. 2016 penzijní společnosti v transformovaných fondech penzijního připojištění (smlouvy uzavřené do 31. 12. 2012) úspory 3 976 341 účastníků v objemu 364.984,23 mil. korun a v účastnických fondech doplňkového penzijního spoření (smlouvy uzavřené po reformě v roce 2013) prostředky 542 491 klientů v objemu 18.047,78 mil. korun [1]. Jaké zhodnocení úspor a jaký profit tedy přináší spoření ve třetím dobrovolném pilíři jeho účastníkům? Na základě provedené analýzy je nutno konstatovat, že zhodnocení úspor klientů je jedním z důvodů (vedle nízkého měsíčního příspěvku účastníka a délce jeho spoření) toho, proč spoření ve třetím pilíři neplní v systému tvorby celkových úspor pro období stáří svou primární roli (úspory účastníků jsou pro výplatu pravidelných penzí nedostatečné a drtivá většina účastníků inkasuje po splnění smluvních podmínek jednorázové vyrovnání).

Tabulka 1 – Nominální zhodnocení prostředků účastníků penzijního připojištění v letech 1995–2003 [1]

Penzijní fond	Nominální roční zhodnocení vkladů (% p. a.)								
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
AEGON PF, a. s.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Allianz PF, a. s.	–	–	8,90	9,10	6,00	3,80	4,36	3,71	3,00
AXA PF, a. s.	12,80	11,45	11,20	10,10	6,50	4,10	4,25	3,41	3,36
ČSOB PF Progres, a. s.	0,00	16,40	8,00	10,90	7,70	5,62	3,90	4,26	4,30
ČSOB PF Stabilita, a. s.	10,40	10,90	10,30	10,02	6,10	4,20	3,20	3,00	2,30
Generali PF, a. s.	10,30	10,61	14,60	11,40	5,30	3,60	4,60	4,10	3,00
ING PF, a. s.	12,80	12,10	11,00	9,34	6,00	4,40	4,80	4,00	4,00
PF České pojišťovny, a. s.	10,30	9,20	9,60	9,72	6,60	4,50	3,80	3,20	3,10
PF České spořitelny, a. s.	4,00	8,10	9,05	8,33	4,40	4,20	3,80	3,50	2,64
PF Komerční banky, a. s.	9,44	8,36	9,10	9,50	7,20	4,89	4,40	4,63	3,40

Tabulka 2 – Nominální zhodnocení prostředků účastníků penzijního připojištění v letech 2004–2012 [1]

Penzijní fond	Nominální roční zhodnocení vkladů (% p. a.)								
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
AEGON PF, a. s.	0,00	0,00	0,00	4,50	3,50	2,10	2,11	1,60	2,50
Allianz PF, a. s.	3,00	3,00	3,11	3,00	3,00	3,10	3,00	2,69	2,20
AXA PF, a. s.	3,10	3,70	2,50	2,20	0,00	2,00	1,47	1,47	1,40
ČSOB PF Progres, a. s.	5,30	5,00	2,30	2,40	0,02	1,00	1,03	1,71 ^a	2,10
ČSOB PF Stabilita, a. s.	4,30	4,00	2,80	2,40	0,05	1,37	1,49		
Generali PF, a. s.	3,00	3,81	3,74	4,10	2,00	2,40	2,10	0,30	1,30
ING PF, a. s.	2,50	4,20	3,60	2,50	0,04	0,10	2,10	2,10	2,10
PF České pojišťovny, a. s.	3,50	3,80	3,30	2,40	0,20	1,20	2,00	1,50	2,50
PF České spořitelny, a. s.	3,74	4,03	3,04	3,10	0,40	1,28	2,34	2,07	1,90
PF Komerční banky, a. s.	3,50	4,00	3,00	2,30	0,58	0,24	2,23	2,00	1,80

Pozn.: ^a PF Progres a Stabilita byly v listopadu 2011 sloučeny.

Metodika a charakteristika souboru

Cílem příspěvku je zhodnotit vývoj, problémy a perspektivy výnosnosti penzijního připojištění se státním příspěvkem (transformovaných fondů) a doplňkového penzijního spoření (účastnických fondů) jako třetího dobrovolného pilíře penzijního systému v Česku. Východiskem pro hodnocení byla data publikovaná Asociací penzijních společností České republiky [1], Ministerstvem financí ČR [2] a Českým statistickým úřadem [3]. Na základě sekundární analýzy těchto dat byly posléze provedeny výpočty a formulovány závěry.

Jaké zhodnocení přináší spoření ve třetím pilíři jeho účastníkům

Nízké zhodnocení úspor patří k fundamentálním problémům třetího pilíře a nepřispívá k jeho zatraktivnění (zejména pro mladou generaci), neboť zhodnocení přiznané klientům nezřídka stačí pouze na pokrytí inflace (a někdy ani na to). Nebýt podpory státu v podobě státních příspěvků a daňové úlevy (případně i příspěvku zaměstnavatele), byla by situace ještě horší.

Zhodnocení vkladů vykazované penzijními fondy (do 31. 12. 2012) a penzijními společnostmi (od 1. 1. 2013) dokumentuje následující přehled nominálního zhodnocení prostředků účastníků v letech 1995–2016, uvedený v tabulkách 1–4.

Tabulka 3 – Nominální zhodnocení prostředků účastníků penzijního připojištění v transformovaných fondech penzijních společností v letech 2013–2016 [1]

Penzijní společnost	Nominální roční zhodnocení vkladů (% p. a.)			
	2013	2014	2015	2016
Conseq PS, a. s. (dříve AEGON)	2,17	0,70	0,40	0,47
Allianz penzijní společnost, a. s.	1,60	1,64	1,38	1,03
AXA penzijní společnost, a. s.	2,29	1,46	1,10	1,03
ČSOB penzijní společnost, a. s.	1,70	1,40	1,20	0,70
PS České pojišťovny, a. s. (vč. Generali PS)	2,10	1,70	1,40	0,94
NN penzijní společnost, a. s. (dříve ING)	1,41	1,13	0,88	0,66
Česká spořitelna – penzijní společnost, a. s.	1,30	1,42	0,85	0,68
KB penzijní společnost, a. s.	1,44	1,35	1,16	0,66

Relativně příznivé nominální zhodnocení úspor účastníků však podstatným způsobem (bohužel k horšímu) mění inflace. Její míru v letech 1995–2016 odráží následující tabulka 5.

Reálné zhodnocení úspor, tedy zhodnocení vkladů po započtení inflace (nominální zhodnocení – míra inflace) svou úroveň neodpovídá parametrům očekávaným od dlouhodobé investice a je tudíž často terčem oprávněné kritiky účastníků. Tuto skutečnost dokumentují výsledky za období 1995–2016, uvedené v následujících tabulkách 6–9.

Průměrné zhodnocení vkladů v penzijních fondech původního penzijního připojištění (1995–2012) a transformovaných fondech (2013–2016) za celé období jeho existence činí 3,72 %. Vývoj v jednotlivých letech je zřejmý z následujícího grafu 1.

Třebaže většina střadatelů v transformovaných i účastnických fondech zaznamenala v letech 2013–2016 (tedy po reformě) nominální a díky mimořádně nízké míře inflace v těchto letech i reálné zhodnocení svých prostředků, někteří klienti doplňkového penzijního spoření poprvé v historii okusili, jaké je to skončit v kalendářním roce v minusu i nominálního zhodnocení (u transformovaných fondů to zákon nepřipouští).

Na základě analýzy aktiv jednotlivých penzijních společností lze konstatovat, že příčinou nebývale úspěšného výsledku transformovaných fondů, který se vzhledem k aktuální situaci na finančních trzích již těžko bude v blízké

budoucnosti opakovat, jsou starší investice, které byly nakupovány před několika lety (třeba i deseti).

Příčinu rozdílné situace v ziskovosti jednotlivých účastnických fondů, z nichž řada vykazovala záporný reálný růst, lze spatřovat v rozkolísanosti kapitálových trhů, která ovlivnila nejen hodnoty akcií, ale i dluhopisů, umocněné dlouhodobou situací na finančních trzích, kde převládají extrémně nízké či dokonce záporné úrokové sazby.

Z výše uvedeného hodnocení zcela logicky vyplývá otázka: „Jaká zhodnocení lze očekávat v nejbližších letech?“

Penzijní fondy a jejich výnosnost

Penzijní fondy patří v současné době mezi klíčové institucionální investory na finančních trzích a jejich postavení se v posledních letech ve vyspělých státech permanentně zvyšuje (někde se stávají dokonce nejdůležitějšími účastníky finančních trhů). V Česku vznikají až od roku 1994 a jejich význam v důchodovém systému je zanedbatelný.

Výnosnost (ekonomická efektivnost) penzijního fondu je pravděpodobně nejvýznamnějším a nejvíce viditelným parametrem, neboť na ní závisí, jaká „odměna“ bude účastníkovi penzijním fondem za to, že mu svěřil své finanční prostředky, každoročně na účet připsána – a to v poměrně výši k jeho a státnímu příspěvku. Výnosnost může být (a nezřídka tomu tak i je) velice proměnlivá, neboť je závislá na hospodaření penzijních fondů.

Tabulka 4 – Nominální zhodnocení prostředků účastníků doplňkového penzijního spoření v účastnických fondech v letech 2013–2016 [1]

Penzijní společnost	Název fondu	Nominální roční zhodnocení vkladů (% p. a.)				
		2013	2014	2015	2016	od založení
ALLIANZ PS	PKF	1,44	1,31	1,22	–0,04	4,02
	Vyvážený ÚF	1,67	2,12	3,18	2,21	7,13
	Dynamický ÚF	1,76	2,78	4,98	1,51	9,80
AXA PS	PKF	0,49	2,67	0,59	0,02	3,78
	Dluhopisový ÚF	0,54	3,61	–0,23	0,43	3,93
	Vyvážený ÚF	n/a	n/a	2,02	4,48	2,02 ^a
Conseq PS	PKF	0,69	1,39	0,51	0,09	2,64
	Dluhopisový ÚF	3,40	5,00	0,60	1,61	9,22
	Globální akciový ÚF	19,53	12,71	–0,08	10,81	34,61
ČS PS	PKF	0,44	1,34	0,50	–0,05	1,93
	Vyvážený ÚF	0,41	4,11	–0,23	5,17	4,43
	Dynamický ÚF	0,17	7,02	–1,04	7,42	5,15
ČSOB PS	PKF	0,94	2,68	1,35	0,00	5,00
	Vyvážený ÚF	0,70	3,77	3,55	3,11	8,21
	Dynamický ÚF	0,66	3,28	7,66	5,36	11,92
	Garantovaný ÚF	1,10	1,65	0,87	–0,47	3,66
NN PS	PKF	0,27	0,61	1,15	0,21	2,04
	Růstový ÚF	n/a	n/a	–11,53	9,35	–11,53 ^b
	Spořicí ÚF	n/a	n/a	–0,05	2,44	–0,05 ^c
KB PS	PKF	0,36	1,33	0,36	–0,15	2,06
	Vyvážený ÚF	1,07	3,54	1,57	–0,84	6,29
	Dynamický ÚF	2,16	5,81	1,60	0,87	9,82
	Spořicí ÚF	n/a	n/a	0,02	0,45	0,36 ^d
PS ČP	PKF	2,50	0,90	1,00	–0,14	3,80
	Spořicí ÚF	2,90	2,40	1,20	0,80	6,70
	Vyvážený ÚF	3,60	2,50	0,50	3,48	6,20
	Dynamický ÚF	3,50	1,80	–0,30	6,36	4,60

Pozn.: ^a při započtení výkonnosti smíšeného účastnického fondu, se kterým se v lednu 2015 spojil; ^b fond založen v květnu 2015; ^c fond založen v únoru 2015; ^d fond založen v září 2015.

Tabulka 5 – Míra inflace v letech 1995–2016 [3]

Míra inflace v letech 1995–2005 (%)										
1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
9,1	8,8	8,5	10,7	2,1	3,9	4,7	1,8	0,1	2,8	1,9
Míra inflace v letech 2006–2016 (%)										
2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
2,5	2,8	6,3	1,0	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	0,5	0,7

Co ovlivňuje výnosovou míru penzijních fondů?

Výnosnost (ekonomickou efektivnost) penzijních fondů rozhodujícím způsobem ovlivňují **výnosnost aktiv** (struktura portfolia aktiv) a **náklady**. Podstatnou roli determinující výnosnost penzijních fondů sehrávají též **regulační opatření**, která jsou nucena penzijní fondy dodržovat.

Výnosnost aktiv závisí na investičních instrumentech vytvářejících strukturu portfolií penzijních fondů. Tyto lze podle míry rizikovosti v zásadě rozdělit do tří skupin, a to bezrizikové (státní dluhopisy, pokladniční poukázky, peníze vložené na účty a termínované vklady), kreditní (bankovní a korporátní dluhopisy) a rizikové (akcie, podílové

Tabulka 6 – Reálné zhodnocení vkladů v letech 1995–2003

Penzijní fond	Reálné roční zhodnocení vkladů (%)								
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
AEGON PF									
Allianz PF			0,40	–1,60	3,90	–1,10	–0,34	1,91	2,90
AXA PF	3,70	2,65	2,70	–0,60	4,40	0,20	–0,45	1,61	3,26
ČSOB PF Progres		7,60	–0,50	0,20	5,60	1,72	–0,80	2,46	4,20
ČSOB PF Stabilita	1,30	2,10	1,80	–0,68	4,00	0,30	–1,50	1,20	2,20
Generali PF	1,20	1,81	6,10	0,70	3,20	–0,30	–0,10	2,30	2,90
ING PF	3,70	3,30	2,50	–1,36	3,90	0,50	0,10	2,20	3,90
PF České pojišťovny	1,20	0,40	1,10	–0,98	4,50	0,60	–0,90	1,40	3,00
PF České spořitelny	–5,10	–0,70	0,55	–2,37	2,30	0,30	–0,90	1,70	2,54
PF Komerční banky	0,34	–0,44	0,60	–1,20	5,10	0,99	–0,30	2,83	3,30

Tabulka 7 – Reálné zhodnocení vkladů v letech 2004–2012

Penzijní fond	Reálné roční zhodnocení vkladů (%)								
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
AEGON PF				1,70	–2,80	1,10	0,61	–0,30	–0,80
Allianz PF	0,20	1,10	0,61	0,20	–3,30	2,10	1,50	0,79	–1,10
AXA PF	0,30	1,80	0,00	–0,60	–6,30	1,00	–0,03	–0,43	–1,90
ČSOB PF Progres	2,50	3,10	–0,20	–0,40	–6,28	0,00	–0,47	–0,19 ^a	–1,20
ČSOB PF Stabilita	1,50	2,10	0,30	–0,40	–6,25	0,37	–0,01		
Generali PF	0,20	1,91	1,24	1,30	–4,30	1,40	0,60	–1,60	–2,00
ING PF	–0,30	2,30	1,10	–0,30	–6,26	–0,90	0,60	0,20	–1,20
PF České pojišťovny	0,70	1,90	0,80	–0,40	–6,10	0,20	0,50	–0,40	–0,80
PF České spořitelny	0,94	2,13	0,54	0,30	–5,90	0,28	0,84	0,17	–1,40
PF Komerční banky	0,70	2,10	0,50	–0,50	–5,72	–0,76	0,73	0,10	–1,50

Pozn.: ^a PF Progres a Stabilita byly v listopadu 2011 sloučeny.

Tabulka 8 – Reálné zhodnocení vkladů v transformovaných fondech v letech 2013–2016

Penzijní společnost	Reálné zhodnocení vkladů (% p. a.)			
	2013	2014	2015	2016
Allianz penzijní společnost, a. s.	0,20	1,24	1,08	–0,230
AXA penzijní společnost, a. s.	0,89	1,06	0,80	0,330
Conseq PS, a. s. (dříve AEGON)	0,77	0,30	0,10	0,325
Česká spořitelna – penzijní společnost, a. s.	–0,10	1,02	0,55	0,000
ČSOB penzijní společnost, a. s.	0,30	1,00	0,90	0,240
NN penzijní společnost, a. s. (dříve ING)	0,01	0,76	0,58	–0,040
KB penzijní společnost, a. s.	0,04	0,95	0,86	–0,020
PS České pojišťovny, a. s. (vč. Generali PS)	0,70	1,30	1,10	–0,040

Tabulka 9 – Reálné zhodnocení vkladů v účastnických fondech v letech 2013–2016

Penzijní společnost	Název fondu	Nominální roční zhodnocení vkladů (% p. a.)			
		2013	2014	2015	2016
ALLIANZ PS	PKF	0,44	0,91	0,92	−0,74
	Vyvážený ÚF	0,27	1,72	2,88	1,51
	Dynamický ÚF	0,36	2,38	4,68	0,81
AXA PS	PKF	−0,91	2,27	0,29	−0,68
	Dluhopisový ÚF	−0,86	3,21	−0,53	−0,27
	Vyvážený ÚF	n/a	n/a	1,72	3,78
Conseq PS	PKF	−0,71	0,99	0,21	−0,61
	Dluhopisový ÚF	2,00	4,60	0,30	0,91
	Globální akciový ÚF	18,13	12,31	−0,38	10,11
ČS PS	PKF	−0,96	0,94	0,20	−0,75
	Vyvážený ÚF	−0,99	3,71	−0,53	4,47
	Dynamický ÚF	−1,23	6,62	−1,34	6,72
ČSOB PS	PKF	−0,46	2,28	1,05	−0,70
	Vyvážený ÚF	−0,70	3,37	3,25	2,41
	Dynamický ÚF	−0,74	2,88	7,36	4,66
	Garantovaný ÚF	−0,30	1,25	0,57	−1,17
NN PS	PKF	−1,13	0,21	0,85	−0,49
	Růstový ÚF	n/a	n/a	−11,83	8,65
	Spořicí ÚF	n/a	n/a	−0,35	1,74
KB PS	PKF	−1,04	0,93	0,06	−0,85
	Vyvážený ÚF	−0,33	3,14	1,27	−1,54
	Dynamický ÚF	0,76	5,41	1,30	0,17
	Spořicí ÚF	n/a	n/a	−0,28	−0,25
PS ČP	PKF	1,10	0,50	0,70	−0,84
	Spořicí ÚF	1,50	2,00	0,90	0,10
	Vyvážený ÚF	2,20	2,10	0,20	2,78
	Dynamický ÚF	2,10	1,40	−0,60	5,66

Graf 1 – Zhodnocení vkladů za období 1995–2016 [1]

listy a nemovitosti pořízené za účelem zhodnocení prostředků), přičemž platí pravidlo, že méně rizikový investiční instrument generuje nižší výnos (čím konzervativnější investiční portfolio penzijního fondu, tím nižší výnosnost, ale také menší riziko ztráty). Investiční strategii penzijních fondů směřem ke konzervativnosti ovlivnila podle Dubské [4] zásadním způsobem finanční krize v roce 2008. Pád investiční banky Lehman Brothers odstartoval problémy bankovního sektoru USA, které se dále rozšiřovaly do celé Evropy a nesly s sebou paniku a nedůvěru na finančních trzích. Kurzy akcií na trzích USA klesly v roce 2008 o 16,7 % a v roce 2009 se pokles amerických akciových trhů ještě o čtvrtinu prohloubil (–24 %). Přibližně stejné ztráty znamenaly i akciové trhy v eurozóně. Hlavní index pražské burzy v roce 2008 ztratil 23,5 % oproti roku 2007 a další výrazný pokles přišel v roce 2009, kdy index PX ztratil téměř třetinu své hodnoty.

Kromě výnosnosti aktiv ovlivňují míru zhodnocení (výnosnost) náklady. Proto se podle Hlaváče a Schneidera [5] řada zemí pokouší náklady penzijních fondů omezit buď uvalením maximální výše poplatků (Slovensko), přerušením přímého vztahu mezi vkladateli a fondy vložením státního fondu, který distribuuje vybrané odvody penzijním fondům hromadně (Švédsko), nebo náhodným přidělováním nových účastníků do fondů (Polsko).

Vostatek [6] uvádí, že švédský systém premiové penze, který je v mezinárodním srovnání velice úsporný, snižuje výslednou penzi o 7,5 %, přičemž hrubé mezinárodní pravidlo říká, že poplatek ve výši 1 % z aktiv snižuje vložené prostředky (resp. hodnotu výsledného kapitálu) asi o 20 %. Ze srovnání provozních nákladů soukromých penzí ve vybraných zemích OECD (% z celkových aktiv), publikovaném Vostatkem [6], vyplývá, že Česko na základě nové užší definice provozních nákladů vykazuje hodnotu 0,7 % (na úrovni Nového Zélandu), přičemž nejlepších výsledků dosahuje Dánsko (0,1 %) a Island společně s Belgií (0,2 %).

V Česku zákon reguluje poplatky za obhospodařování majetku v jednotlivých důchodových fondech. Pro lidi, kteří spoří v „transformovaných fondech“, se od 1. 1. 2016 zvýšil poplatek za správu z 0,6 na 0,8 % (objemu aktiv) a zároveň klesl poplatek z ročních výnosů z 15 na 10 % (průměrný účastník zaplatí na poplatcích o 50–70 korun více). Těm, kteří mají „doplňkové penzijní spoření“ a poplatky za správu činily 0,4–0,8 % objemu aktiv (v závislosti na typu strategie) plus 10 % z výnosů, se tyto poplatky od 1. 1. 2016 zvýšily na 1 % plus 15 %. Uvedené poplatky jsou maximální a záleží na jednotlivých penzijních společnostech, nakolik je využijí. Bude zajímavé, zda se penzijní společnosti „vejdou“ do nových limitů platných od 1. 1. 2016 nejen s celkovými náklady, ale i se ziskovou složkou marže.

Důvodem toho, proč se v delším období vyskytuje rozdílná výnosová míra mezi penzijními fondy, jsou nejen rozdílné schopnosti správců portfolií a odlišný vývoj výnosových měr na jednotlivých trzích, ale i dopady zvoleného systému regulace penzijních fondů.

Nadměrně konzervativní investiční politika českých penzijních fondů do roku 2013 a transformovaných fondů po roce 2013 vyplývá ze zákona č. 42/1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem [7], podle něhož penzijní fondy svým klientům garantují, že se jim nesníží výše „naspořených prostředků“, a to ke konci každého kalen-

dářního roku (nominální zhodnocení nesmí být nižší než nula). V praxi to znamená, že pakliže penzijní fond skončí ve ztrátě, používá na její krytí nerozdělený zisk z minulých let, rezervní fond a další fondy tvořené ze zisku. Pokud tyto zdroje nestačí, musí být ztráta kryta snížením základního kapitálu, jehož hodnota nesmí klesnout pod 50 mil. korun. Po penzijních fondech je tedy de facto vyžadováno, aby dosahovaly nezáporných ročních hospodářských výsledků, jelikož v případě ztráty hrozí, že bude kryta z prostředků akcionářů. To zcela logicky není v jejich zájmu, a proto je tímto požadavkům podřízena investiční politika.

Zrušení garance nulového výnosu transformovaných fondů, která neumožňuje jejich manažerům využívat agresivnější investiční politiky, naráží na fundamentální problém – zda je vůbec možné zrušit garanci nulového výnosu zpětně. To byl zásadní důvod uzavření penzijního připojištění pro vstup nových účastníků od roku 2013 a jejich převod do transformovaných fondů, z nichž je možno vystoupit nebo přestoupit do účastnických fondů.

Výnosy penzijních fondů jsou stále rozkolísané. Ovlivňuje je vývoj na finančních trzích, jakož i zpomalení nejvýznamnějších světových ekonomik. Rozhodujícím faktorem je nepřehledná a těžko předvídatelná situace na finančních trzích a po její zevrubné analýze se bohužel nedá konstatovat, že by měly mít penzijní společnosti v blízké budoucnosti příznivou sezonu. Na akciových trzích panuje nervozita a také konzervativní fondy s převahou státních dluhopisů budou mít problém dosáhnout kladného zhodnocení. Podle Evropské centrální banky (ECB) [8] narůstá riziko náhlých korelací a prudkých poklesů jednotlivých cen aktiv. Řada aktiv, včetně akcií a některých realitních trhů (o dluhopisech nemluvě), vypadá nadhodnoceně. Současné vzrostla korelace všech tříd aktiv a tedy i pravděpodobnost, že v případě negativních šoků mohou výprodeje probíhat souběžně na všech trzích, což by výrazně negativním způsobem ovlivnilo bilanci finančních institucí.

Je to trochu paradoxní situace. Na jedné straně ECB má obavy z paniky na trzích a na druhé straně podporuje program kvantitativního uvolňování (QE – Quantitative Easing), jehož vliv na to, před čím varuje, je spolu s politikou záporných úrokových sazeb nesporný.

Výkonnost českých penzijních fondů vyjádřená objemem celkového kumulovaného zisku v letech 2011–2016 odráží následující tabulka 10.

Vzhledem k rozdílné podstatě transformovaných a účastnických fondů, která zásadním způsobem ovlivňuje zhodnocení naspořených prostředků (nezáporné zhodnocení versus možná ztráta ke konci kalendářního roku), je nezbytné tuto skutečnost vzít v úvahu při prognózování budoucího očekávání.

Transformované fondy a jejich perspektiva

Třebaže dosáhly penzijní společnosti v roce 2016 lepšího zhodnocení prostředků v transformovaných fondech, než se očekávalo, přesto jen tři z osmi penzijních společností měly loni takové výnosy, že překonaly inflaci a splnily tak svou hlavní úlohu, tj. zachovat reálnou hodnotu úspor. Při porovnání výsledků z posledních let je však jednoznačně patrný postupný pokles (hlavním důvodem klesajícího zhodnocení jsou nižší výnosy z českých státních dluhopisů). V příštích letech se na tomto trendu s největší prav-

Tabulka 10 – Celkový zisk penzijních fondů v letech 2011–2016 [1]

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Celkový kumulovaný zisk (mld. Kč)	4.554	4.843	4.678	4.415	3.739	3.026
Poznámka			z toho: TF: 99 % ÚF: 1 %	z toho: TF: 99 % ÚF: 1 %	z toho: TF: 99 % ÚF: 1 %	z toho: TF: 93 % ÚF: 7 %

děpodobností nic podstatného nezmění a nominální zhodnocení (o reálném ani nemluvě) přesahující procento tak zřejmě brzy bude jen výjimkou. Výnosy konzervativních investic, do kterých ukládají transformované fondy většinu svých prostředků, jsou na historických minimech, a pokud se nezmění situace na finančních trzích, nelze očekávat podstatné zlepšení.

Podmínka nula a víc za každý kalendářní rok (kdyby se nedařilo v investicích, musí ztrátu klientům doplatit fond) vede k tomu, že fondy investují extrémně opatrně (konzervativně na jistotu), čemuž odpovídají i jejich nízké výnosy, které příštích pět až deset let s vysokou pravděpodobností nepřekojí dvouprocentní hranici, ale spíše se budou pohybovat níže.

Stále více úspor spravovaných v transformovaných fondech zůstává nečinně ležet na bankovních účtech, neboť je není kam umístit. Objem peněz, které penzijní fondy vyberou od účastníků a jen „pře pošlou“ na bankovní účty, tak rychle roste. Problémem je v tomto případě nulový či dokonce záporný výnos, neboť banky si významnější navýšování vkladů hlídají, aby nemusely více platit do „fondech pojištění vkladů“, z něhož jsou vypláceny vklady v případě krachu peněžních ústavů. Nedobré období čeká také dluhopisy. Fondy zatím těžší z části v minulosti nakoupených dluhopisů, které drží do splatnosti a ze kterých jim plynou vyšší výnosy. Mnoho let totiž fondy vydělávaly nejen na úrocích, ale zároveň na růstu tržní ceny dluhopisů nad jejich nominální hodnotu (jak úroky klesaly postupně na nulu), čímž však byl jejich výnosový potenciál na několik let dopředu vyčerpán. Když ale potřebují peníze znovu umístit, mají problém získat alespoň minimální výnos. Loni například český stát vydával dluhopisy se splatností do šesti let se záporným výnosem, zatímco před pěti lety to bylo i jedno procento. Na desetiletých cenných papírech tehdy investoři získávali i tři procenta. V současné době ani dluhopisy jihoevropských zemí, stížených dluhovou krizí, povětšinou (až na několik výjimek) nenabídnou více než jednoprocentní výnos.

Objevují se dokonce i hlasy, že penzijní společnosti budou kvůli bezprecedentnímu vývoji finančních trhů (přinesl záporné úrokové sazby centrálních bank i státních dluhopisů) jen těžko schopné závazku „neprodělat“ dostát. Vyloučeno tudíž není ani to, že v dohledné době začne lobby penzijních společností tlačit na stát, aby povinnou garanci „nezáporného výnosu“ zrušil.

Účastnické fondy a jejich perspektiva

Zhodnocení úspor v účastnických fondech doplňkového penzijního spoření vykazuje svým způsobem očekávané výsledky. Záporné nominální zhodnocení v roce 2016 vykazovalo celkem šest fondů, což je o jeden méně než v roce 2015. Inflaci nepřekonal (tedy vykazovalo záporné reálné

zhodnocení) celkem dvanáct fondů, což je oproti roku 2015 nárůst o 100 %. Dosažené výsledky za loňský rok ukazují převahu dynamických strategií a naopak problémy „povinné konzervativní strategie“.

Charakteristickým znakem dynamické investiční strategie je to, že nevydělává stále, má své výkyvy a může se stát, že hodnota investice meziročně poklesne (někdy i o desítky procent), nicméně v dobách růstu vydělává mnohonásobně více než investice konzervativní. Riziko, které je však nutno mít neustále na paměti, spočívá v abnormální situaci na akciových trzích v důsledku disproporce mezi vývojem akciových indexů a růstem (akciové trhy rostou a indexy jsou na mnohaletých maximech, přičemž reálná ekonomika na tom v řadě případů není de facto o mnoho lépe než v roce 2008), tedy vznik „bubliny na akciových trzích“. Podstata tohoto rizika spočívá v tom, že dochází k historicky bezprecedentní disproporci mezi globální peněžní zásobou a hospodářským růstem.

Pokud se jedná o konzervativní strategii, je nutno konstatovat, že z osmi povinných konzervativních fondů polovina dosáhla záporného nominálního zhodnocení, přičemž inflaci (0,7 %) nepřekonal žádný. Účastníci těchto fondů prodělali a v následujících letech je také žádné velké výnosy s největší pravděpodobností nečekají (naopak rostoucí inflace je může připravit o další peníze). Konzervativní investice byly negativně ovlivněny expanzivní měnovou politikou centrálních bank. Tisk peněz v podobě kvantitativního uvolňování (QE – Quantitative Easing) a měnových intervencí proti české koruně stlačily úrokové sazby státních dluhopisů až do záporu.

U vyvážených strategií se výnosy jednotlivých penzijních společností liší a závisí zejména na zvolené investiční strategii a na schopnosti portfolia manažerů, kteří se o investice starají (nejlepší vyvážený fond dosáhl zhodnocení přes 5 % a nejhorší skončil v červených číslech).

Zhodnocování aktiv penzijních fondů budou nadále ovlivňovat výkyvy na finančních trzích. Oproti účastníkům transformovaných fondů, kterým jejich úspory může de facto znehodnocovat pouze inflace (roční nominální zhodnocení vkladů nesmí být ze zákona nižší než tzv. „černá nula“), jsou klienti účastnických fondů vystaveni navíc riziku, že jim bude naspořených prostředků ubývat.

Jak veliké toto riziko bude a jak silně jeho dopad pocítí klienti účastnických fondů v nejbližší budoucnosti, není snadné odhadnout. Stejně tak nelze vyloučit, že k silně nepřehledné situaci na finančních trzích nepřibude další impuls, který negativně (nebo naopak pozitivně) ovlivní aktiva spravovaná penzijními společnostmi (takovýmto impulzem může být např. vývoj hospodářského a politického cyklu).

Pozitivní vliv by mohla mít úprava platná od 1. 1. 2016, která rozšiřuje investiční možnost penzijních společností

spravujících účastnické fondy, více investovat do fondů **ko-
lektivního** investování z dřívějších 35 % hodnoty majetku na až 60 %. To umožní správcům účastnických fondů s rizikovější investiční strategií (vyvážené a dynamické fondy) nakupovat místo přímých akciových pozic vysoce diverzifikovaná fondová řešení.

Odhadovat tedy výnosnost účastnických penzijních fondů v nejbližších letech je s ohledem na celou škálu známých i dosud neznámých faktorů, které na ni působí, velice obtížné. Nicméně s vysokou pravděpodobností hraničící s jistotou lze konstatovat, že penzijní společnosti nečeká, budou-li chtít čestně dostát svým slibům a závazkům, jednoduché období.

Závěr

Když se v roce 1994 penzijní fondy v Česku zakládaly, byl jejich zrod spojen s vysokými očekáváními. Média se předháněla v uveřejňování komentářů různých odborníků a analytiků, předpovídajících nejen rychlý vývoj sektoru, ale i lákavé výnosy, pohybující se minimálně 2–3 % nad inflací. Jaká je však realita? Jaké zhodnocení úspor a jaký profit přináší spoření ve třetím dobrovolném pilíři jeho účastníkům? Na základě provedené analýzy je nutno konstatovat, že zhodnocení úspor klientů nenaplnuje očekávání. Míra reálného zhodnocení, tedy zhodnocení vkladů po započtení inflace, svou úrovní neodpovídá parametrům očekávaným od dlouhodobé investice. Je proto často terčem oprávněné kritiky účastníků a nepřispívá ke zatraktivnění spoření ve třetím dobrovolném pilíři pro mladou generaci. Nebýt podpory státu v podobě státních příspěvků a daňové úlevy (případně i příspěvku zaměstnavatele), byla by situace ještě horší (s jistotou nadsázkou lze konstatovat, že spoření ve třetím pilíři sehrává de facto roli jakéhosi „spoření se státním příspěvkem“).

Konflikt zájmů

Autor prohlašuje, že si není vědom žádného konfliktu zájmů týkajícího se uvedeného příspěvku.

LITERATURA

- [1] Asociace penzijních fondů ČR. Statistiky a výsledky (datové soubory). [online] [cit. 2017-06-05]. Dostupné z: [http://www.apfcr/statistiky a výsledky/](http://www.apfcr/statistiky-a-vysledky/)
- [2] Ministerstvo financí ČR. Základní ukazatele vývoje penzijního připojištění a doplňkového penzijního spoření k 31. 12. 2016 včetně komentáře (datové soubory). [online] [cit. 2017-06-05]. Dostupné z: <http://mfcr.cz/soukromy-sektor/soukrome-penzijni-systemy/III.pilir-doplnekove-penzijni-spozeni-a-penzijni-pripojisti-vyvoj-penzijniho-pripojisti-a-doplnekove-penzijniho-spozeni/2016/>. Základní ukazatele vývoje penzijního připojištění a doplňkového penzijního spoření k 31. 12. 2016 včetně Komentáře.
- [3] Český statistický úřad: Česká republika. Ceny, inflace (databáze). [online] [cit. 2017-06-05]. Dostupné z: <http://www.czso.cz>
- [4] Dubská D. Dopady světové finanční a hospodářské krize na ekonomiku České republiky; 2016. [online] [cit. 2016-09-20]. Dostupné z: http://www.apic-ak.cz/data_ak/11/k/Stat/DopadyKriZeCR.pdf
- [5] Hlaváč, J, Schneider O. Finanční výkonnost penzijních fondů ve střední Evropě: Proč jsou české fondy nejhorší? Praha: IDEA; 2011.
- [6] Vostatek J. Potřebujeme důchodovou reformu. [online] [cit. 2016-09-20]. Dostupné z: <http://absolventi.vse.cz/wp.../Vostatek-VSE-Potrebujeme-duchodovou-reformu.pdf>
- [7] Zákon č. 42/1994 Sb., o penzijním připojištění se státním příspěvkem, v platném znění; 2016. [online] [cit. 2016-09-20]. In: Sbírka zákonů České republiky, částka 14, s. 259–269. Dostupné z: http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/SearchResult.aspx?q=42/1994%20&typeLaw=zakon&what=Cislo_zakona_smlouvy
- [8] Economic Policy Uncertainty Index. [online] [cit. 2016-11-25]. Dostupné z: <http://policyuncertainty.com/>