

# Iracionalita státní podpory transformovaných fondů ve světě jejich z(ne)hodnocení: Využití opt-in strategie pro vyšší výnosy s nižším rizikem v DPS

Petr Brabec

## Abstrakt

*Doplňkové penzijní spoření obsahuje stále transformované fondy, kterých se účastní přes tři miliony přispěvatelů, přičemž zhodnocení jejich vkladů nepokrývá ani inflaci. V článku je za pomoci mezinárodní komparace poukázáno na iracionalitu státní podpory transformovaných fondů, když nedosahují zhodnocení, které by mohl přinést případný NDC systém i bez státní podpory. Dále jsou identifikovány předpoklady pro funkční, výhodné a zároveň málo rizikové nastavení tohoto fondového pilíře penzijního systému v ČR s využitím opt-in strategie investování. Na těchto předpokladech jsou provedeny výpočty vycházející z predikcí stanovených na základě komparace více než 50 fondových systémů ve světě. Výpočty je dospěno k závěrům, že stanovením opt-in strategie s dynamickým investováním do 20 let před odchodem do starobní penze s následným velmi pozvolným odprodejem k méně rizikovým fondům je maximalizován poměr nižšího rizika a výnosu, potažmo vyplácené penze ze třetího pilíře, když opt-in strategie přináší vyšší zhodnocení než vyvážený i než konzervativní fond, a přitom stále daleko nižší riziko, než by bylo setrvání v dynamickém fondu po celý život, a to i s ohledem na současnou pandemii covidu-19.*

**Klíčová slova:** fondový penzijní systém, starobní penze, doplňkové penzijní spoření, penzijní připojištění, státní dotace, DPS, FF DC.

## Abstract

*Supplementary pension savings, in which over three million contributors participate, continue to include so-called transformed funds, the appreciation in the value of which does not even cover inflation. With the help of an international comparison, the article highlights the irrationality of providing state support for transformed funds when they do not attain the level of appreciation of that of a potential notional defined contribution (NDC) system even without the state support component. Furthermore, the study identifies the preconditions for the functional, advantageous and, at the same time, low-risk settings of such a pension system funding pillar in the Czech Republic employing an opt-in investment strategy. Following such assumptions, calculations are made based on predictions determined via the comparison of more than 50 funding systems from various countries. The calculations conclude that the setting of an opt-in strategy with dynamic investment up to 20 years before retirement, followed by the very gradual transfer to less risky investment funds, maximises the lower risk-return ratio and the yield. Hence, a third pillar pension with an opt-in strategy would provide a higher return than a balanced and conservative fund together with lower risks than those associated with investing in dynamic funds for the whole of the investment period.*

**Keywords:** funded pension system, old-age pension, supplementary pension savings, pension insurance, state subsidy, SPS (supplementary pension savings), FF-DF (fully-funded defined-contribution).

## Úvod

„Složitost nespočívá v akceptaci nových myšlenek, ale v nutnosti zapomenout na ty staré, které prostupují celým našim myšlením“ (Keynes 1936, s. ix). Citace J. M. Keynesa je vypůjčena záměrně, jelikož předložená studie se věnuje dopadům fondově financovaného třetího pilíře penzijního systému ČR, který byl zřízen zákonem o penzijním připojištění se státním příspěvkem č. 42/1994 Sb. a následně prošel hlavní změnou v roce 2011 s účinností od ledna 2013 podle zákona o doplňkovém penzijním spoření č. 427/2011 Sb. Starou myšlenkou v původním penzijním připojištění byla garance každoročního nezáporného nominálního zhodnocení a výplata především životní anuitou. Novou myšlenkou doplňkového penzijního spoření (dále též DPS) je zejména neexistence garance zhodnocení pro možnost více rizikových investic. Ve

světě posledních statistik z(ne)hodnocení penzijních fondů v ČR od APSČR (APSČR 2020) a mezinárodních komparací od OECD (OECD 2019) je otázkou, zda má smysl transformované fondy dále rozvíjet podle starých pravidel, a především zda se jich má týkat státní podpora.

Cílem této studie je navrhnout takové řešení, které by maximalizovalo vyplácenou penzi ze třetího pilíře a současně eliminovalo co nejvíce rizika finančních trhů. Hlavní metodou studie je komparace fondových systémů v zemích především OECD s důrazem na vývoj a dopady penzijních fondů v Chile, Maďarsku, Polsku a ČR, čemuž předchází analýza současného stavu třetího fondového pilíře v ČR a následuje návrh jeho možného dalšího vývoje tak, aby se maximalizoval výsledný důchod z něj vyplácený.

Hlavní hypotézou tohoto článku je, že neexistence garance zhodnocení přináší penzijním společnostem možnost investo-

vat více rizikově, čímž se i násobně zvýší penze vyplácená z fondových systémů oproti stavu s garancí zhodnocení. Sekundární hypotézou je, že zavedením opt-in strategie dynamického investování v nižším věku s pozvolným odprodejem aktiv ve vyšším věku se eliminuje na minimum riziko finančních trhů (s přihlédnutím k pandemii covidu-19 velmi aktuální) a zároveň nebude výsledná naspořená částka tak nízká jako v případě plné garance každoročního nezáporného nominálního zhodnocení, jak je tomu u transformovaných fondů v ČR.

Při současném diskurzu změn v prvním průběžném pilíři je stav třetího pilíře často přehlížen, ač kvůli konzervativnímu investování více než tří milionů účastníků ve transformovaných fondech pro ně nemůže třetí pilíř nikdy přinášet takové zhodnocení, které by přinášely například dynamické fondy v účastnických fondech, případně státní průběžný příspěvkově defi-

novaný systém (hypotetických účtů) (dále též NDC systém) k tomu zřízený. Také musíme vzít v potaz, že v Evropě předdůchodci drží velmi nízké části majetku v akciích, zatímco více investují do vlastního bydlení, které mají také před odchodem do starobní penze téměř splacené, a to ve srovnání s USA (Christelis, Georgarakos a Haliassos 2013), z čehož vyplývá, že mají poté Evropané vůči obyvatelům USA nižší penze z fondových systémů. Tato averze Evropanů vůči riziku je pozorovatelná i v ČR, kde je trojnásobně více účastníků v transformovaných fondech s garancí každoročního nezáporného nominálního zhodnocení než v účastnických fondech, kde tato garance není.

### Současný stav

Původní penzijní připojištění, které se transformovalo v roce 2013 do transformovaných fondů (dále též TF) DPS, přináší účastníkům jistotu každoročního nezáporného nominálního zhodnocení. Do těchto fondů není možné vstoupit, přičemž původní penzijní připojištění šlo uzavřít nejpozději do konce listopadu roku 2012. Pokud by se transformovaný fond propadl do záporu, musela by penzijní společnost rozdíl do 0 % p. a. doplatit. Od roku 2013 existující účastnické fondy (dále též ÚF) DPS naopak tuto garanci nepřinášejí a penzijní společnosti mohou stavět svá portfolia podle svého uvážení i více rizikově, avšak vždy při dodržení investování na trzích Evropského hospodářského prostoru a trzích regulací jim podobných, jejichž seznam vydává ČNB (ČNB 2016).

Povinností penzijních společností je mít přinejmenším povinný konzervativní fond (dále též PKF), který je však dle svých regulací opravdu velmi konzervativní, když se v něm může investovat téměř výhradně do nástrojů peněžního trhu a téměř bezrizikových dluhopisů a dalších jim obdobných cenných papírů. Další typy fondů si může penzijní společnost (dále též PS) stanovovat sama dle rizika a očekávaného výnosu a je jen na účastníkovi, který fond si vybere. Tyto další fondy jsou obvykle označovány podle terminologie již zrušeného druhého pilíře jako vyvážený a dynamický.

Jak transformované fondy, tak účastnické fondy mají jako hlavní stimulaci občana ke svému využívání státní podporu, která je jednak přímá státním příspěvkem na fond, tak nepřímá přes daňové úlevy z daně z příjmů zaměstnance i zaměstnavatele (detailně rozebíráno v dalším textu). Ve třetím kvartálu roku 2019 bylo v účastnických fondech 1,099 milionu účastníků s investovanými téměř 55,5 miliardami Kč, s průměrnou vlastní úložkou 781 Kč měsíčně a s průměrným příspěvkem zaměstnavatele 897 Kč měsíčně. Transformované fondy pak ve stejném

období měly 3,346 milionu účastníků s investovanými téměř 421 miliardami Kč, s průměrnou vlastní úložkou 691 Kč měsíčně a s průměrným příspěvkem zaměstnavatele 824 Kč měsíčně, přičemž příspěvek zaměstnavatele dostávalo 52,57 % účastníků.

Garance nezáporného zhodnocení u transformovaných fondů dlouhodobě přináší nízké každoroční zhodnocení z logiky nutnosti investovat tak konzervativně, aby fond nikdy nepropadl do záporu a penzijní společnost nemusela hradit ze svých prostředků rozdíl do 0% nominálního zhodnocení. Dle statistik OECD bylo reálné zhodnocení celého třetího pilíře, tedy ÚF i TF, -0,5 % p. a. za posledních pět let, -0,1 % p. a. za posledních deset let a 0 % p. a. za posledních 15 let. Tedy kumulované reálné zhodnocení za 15 let bylo ve třetím pilíři penzijního systému v ČR 0 %. Ve stejném období (2003–2018) byl kumulovaný růst reálného HDP ČR 50,7 % a kumulovaný růst reálných mezd 50,5 %. Proč tedy stát dotuje systém, který nepřináší žádné reálné zhodnocení a v komparaci s například NDC systémem nastaveným na indexaci podle růstu nominálních mezd (nebo podle růstu nominálního HDP) přinesl kumulované reálné zhodnocení o 50,5 p. b., resp. 50,7 p. b. nižší? Opravdu je tedy hlavním účelem třetího pilíře jen zbavení se přebytečné likvidity a daňová optimalizace, jak upozorňuje Vostatek (2020, s. 7)?

### Státní podpora a zhodnocení ÚF/TF

Jak již bylo zmíněno výše, stát podporuje účastníky přímo i nepřímo, aby si spořili na svou penzi v privátním fondovém systému, a to i přes celkové nízké zhodnocení. Pokud však zhodnocení udávané OECD rozklíčujeme na jednotlivé typy fondů a jejich strategie, zjistíme, že nevhodné nastavení mají výhradně transformované fondy jako celek a poté příliš konzervativní PKF u účastnických fondů. Mezi lety 2013–2019 se nominální zhodnocení transformovaných fondů pohybovalo mezi 0,16 % p. a. až 2,29 % p. a. s průměrem 1,03 % p. a. Ani penzijní společnost s nejvyšším zhodnocením od roku 2013 nebyla schopna se alespoň vyrovnat inflaci (TF PS České pojišťovny [dříve Generali PS] měly kumulované zhodnocení 2013–2019 ve výši 8,35 %) (APSČR 2020). Mezi lety 1995–2018 bylo průměrné reálné zhodnocení v penzijním připojištění a následných transformovaných fondech 0,13 % p. a., což odpovídá i datům OECD. U povinného konzervativního fondu u účastnických fondů se mezi lety 2013–2019 nominální zhodnocení pohybovalo mezi -1,93 % p. a. a 2,73 % p. a. (APSČR 2020). Taktéž ani u těchto fondů společnost s nejvyšším zhodnoce-

ním (PS ČSOB s kumulovanými 5,06 %) nebyla schopna pokrýt inflaci.

Problémem nastavení více rizikových fondů, než je povinný konzervativní fond u DPS, je jejich legislativní nezakotvení ve smyslu nastavení limitů u jednotlivých fondů pro rizikové investice (typicky akcie). Na rozdíl od zrušeného druhého pilíře neexistuje jasné zakotvení, kolik může penzijní společnost ve vyváženém a dynamickém fondu investovat do vybraných aktiv. Tímto se komparace velmi ztěžuje. Pokud se podíváme na PS ČSOB a PS Conseq, které mají svůj dynamický fond velmi podobný regulaci podle zákona o důchodovém spoření č. 426/2011 Sb., tak vidíme kumulované nominální zhodnocení 2013–2019 u PS ČSOB 40,21 % u dynamického fondu a 21,71 % u vyváženého. PS Conseq dosáhla kumulovaného zhodnocení u svého dynamického fondu (označen jako „Globální akciový ÚF“) 76,20 % (APSČR 2020). Toto zhodnocení je u vyváženého fondu téměř třikrát vyšší než u nejlepšího TF, a u dynamického fondu pak pětikrát až téměř desetkrát vyšší než u nejlepšího TF. Proto se nabízí otázka, proč je účastno stále více než 3,3 milionu účastníků v transformovaných fondech, když v posledních letech nepokrývají jejich zisky ani inflaci, natož růst reálných mezd, a pro účastníky by tak bylo výhodnější využívat i NDC systém bez nutnosti státní podpory.

Pokud se zaměříme na státní podporu, ad absurdum, ve smyslu jejího možného plného využití všemi účastníky, tak se neefektivita transformovaných fondů projeví ještě více. Celková roční státní podpora pro účastníka při ročním vkladu 36 000 Kč je až 6 360 Kč (2 760 Kč jako příspěvek státu na DPS a 24 000 Kč/rok odečet ze základu daně z příjmů). Avšak dále přichází podpora zaměstnavatele jako jeho motivace pro posílání příspěvků na DPS zaměstnance, a to až do výše 50 000 Kč/ročně za každého zaměstnance, které si může zaměstnavatel odečíst z daňového základu, což je tedy úspora na dani z příjmu firmy až 9 500 Kč/ročně/zaměstnanec. Tedy maximální příspěvek státu pro jednotlivce je 15 860 Kč.

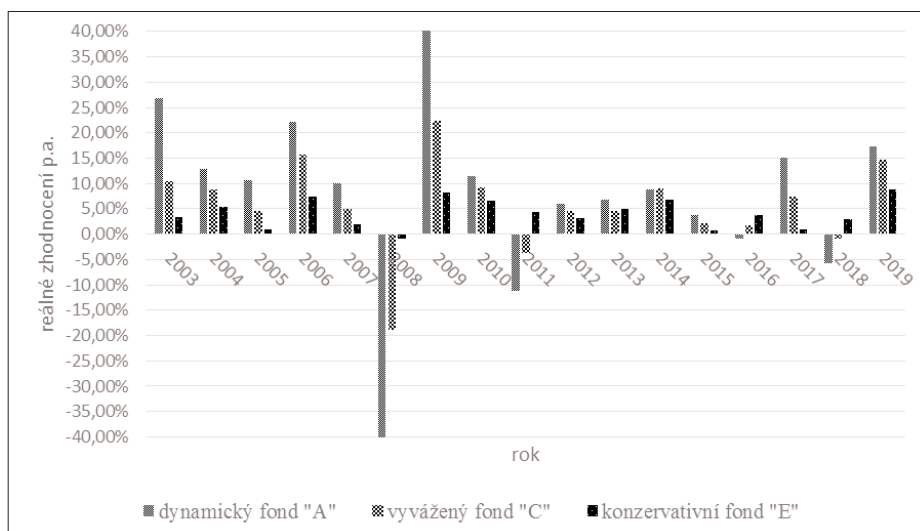
Kdyby všichni zaměstnanci (přes 4 miliony osob) i OSVČ na hlavní činnost (přes 600 tisíc osob) začali do třetího pilíře odvádět právě 3 000 Kč/měsíčně a zaměstnavatelé zaměstnanců jim přispívali také plně, tedy 4 166 Kč/měsíčně, tato dotace třetího pilíře by přišla na přímých platbách do třetího pilíře a nepřímo na úsporách jednotlivců i firem na daních na cca 68,8 miliardy Kč, což by činilo 1,3 % HDP. Pro porovnání úspora na daních z příjmů zaměstnavatelů v roce 2019 bude 2,3 miliardy Kč (při zohlednění i úspory na sociálním a zdravotním pojištění pak 6,5 miliardy Kč) a přímé příspěvky za rok 2019 se odhadují na 7,5 miliardy Kč.

Ač je tato situace plného využití státních subvencí velmi nepravděpodobná, spíše až nesmyslná, tak ilustruje možný vysoký náklad státního rozpočtu na systém, který podle mezinárodní komparace vůbec nefunguje, tedy alespoň u transformovaných fondů, a jeho podpora by tak neměla být přiznávána a bylo by určitě vhodné převést všechny účastníky transformovaných fondů na účastnické fondy a nastavit i určitou strategii výhodného investování jako opt-in strategii, což je rozebráno v dalším textu. Odlišně od Vostatka (2020, s. 6–8) tedy námi není celý třetí pilíř považován za nefunkční pro možné zabezpečení starobních penzí z fondového systému, pouze jeho část, a to transformované fondy.

### Zhodnocení penzijních fondů ve světě

Jak je prokázáno výše na třetím pilíři českého penzijního systému, garance nezáporného nominálního zhodnocení přináší nízké zhodnocení, které i v dlouhodobém horizontu 23 let přineslo maximálně pokrytí inflace, tedy reálnou nulu. Tento efekt se dostavoval i v téměř již ukončeném druhém fondovém pilíři v Maďarsku (prakticky téměř celý „znárodněn“ v roce 2010), kde byl nastaven minimální výnos, který nesměl být nižší o více než 15 % než úrok státních dluhopisů ve sledovaném období jednoho roku (Světová banka 2005). Reálné zhodnocení ve druhém fondovém pilíři v Maďarsku pak bylo v průměru jen reálných 0,65 % p. a. v období 2000–2010. Obdobné regulace byly i například na Slovensku, což přineslo reálné zhodnocení –1 % p. a. mezi lety 2005–2010. Naopak v Polsku, kde regulace minimálního zhodnocení neexistovala, bylo ve stejném období

Graf 1: Reálné roční zhodnocení v penzijních fondech v Chile (2003–2019)



Zdroj: vlastní výpočty podle FIAP (2019) a SAEP (2020)

2000–2010 průměrné reálné zhodnocení fondů 6,2 % p. a.

V Chile existuje regulace minimálního zhodnocení na základě tržního průměru všech penzijních společností, přeneseně jednotlivých typů fondů v daném roce. Pokud má některá společnost zhodnocení nižší o více než 2 p. b., případně o polovinu nižší, než je průměr, musí do tohoto limitu účastníky odškodnit. Tato regulace však nevyvolává distorzi ve formě konzervativních investic a následného nízkého dlouhodobého zhodnocení, ale spíše jen přibližování jednotlivých portfolií v daných typech fondů mezi jednotlivými penzijními společnostmi. Průměrné reálné zhodnocení od založení fondového systému v Chile v roce 1981 do roku 2019 bylo 8 % p. a. Pokud se podíváme až na po-

slední období 16 let, tak mezi lety 2003–2019 bylo průměrné reálné zhodnocení 5,5 % p. a. Zajímavé jsou však i výkyvy, se kterými je pracováno v dalším textu, a jsou viditelné na grafu 1. Jedná se vždy o reálná zhodnocení, kdy u nejrizikovějšího fondu A byl zaznamenán propad 40 % v roce 2008 a propad 11 % v roce 2011. V Chile je pět různých typů fondů rozřazených podle rizikovosti a očekávaného výnosu investic. Pro ilustraci a komparaci s ČR uvádím nejrizikovější dynamický „A“, vyvážený „C“, a konzervativní „E“.

V tabulce 1 je poukázáno na pět evropských zemí s nejvyšším zhodnocením v penzijních fondech a pět evropských zemí s nejnižším zhodnocením v penzijních fondech za posledních deset let s údajem i o zhodnocení za posledních

Tabulka 1: Evropské země s nejvyšším a nejnižším průměrným reálným zhodnocením ve fondových pilířích penzijního systému za posledních deset let (2008–2018) se strukturou jejich portfolií a průměrným reálným zhodnocením za posledních 5 let a v některých případech i za posledních 15 let

země	$\bar{r}$ p. a. 5Y (v %)	$\bar{r}$ p. a. 10Y (v %)	$\bar{r}$ p. a. 15Y (v %)	% akcií na $\bar{\sigma}$ portfoliu	% dluhopisů a pokl. pouk. na $\bar{\sigma}$ portfoliu	% hotovosti a bank. vkladů na $\bar{\sigma}$ portfoliu	% neprůhledných fondů na $\bar{\sigma}$ portfoliu	% ostatních investic na $\bar{\sigma}$ portfoliu
Nizozemsko	4,9	6	4,4	28,6	46,2	3,1	x	22,1
S. Makedonie	4,4	5	..	29,5	57,3	13,1	x	0,1
Rumunsko	3,4	4,8	..	20,1	71,7	8,1	x	0,1
Dánsko	4,2	4,6	4,2	25,2	30,9	1	3,9	39
Srbsko	7,1	4,6	..	8,6	83,5	7,9	x	0
Itálie	1,7	2	1,7	18,2	45,1	6,3	x	30,4
Lucembursko	1,5	2	..	21,2	57,7	8,2	x	12,9
Rakousko	1,2	1,9	1,2	32,8	45,4	7,7	x	14,1
Slovensko	1,1	0,4	..	2,5	58,6	11,2	23,5	4,2
Česká republika	-0,5	-0,1	0	0,7	76,5	19,7	2,2	0,9

Zdroj: vlastní úprava a výpočty podle OECD (2019); "r" označuje reálné zhodnocení, "Y" označuje rok

pět, respektive patnáct let a hlavně se strukturou průměrného portfolia v každé ze zemí, kde je vidět, že ČR je na posledním místě, a to i ve srovnání se všemi zkoumanými zeměmi OECD a dalšími velkými ekonomikami (celkem komparováno přes 50 zemí).

## Metody studie a výpočty

Pro fondový pilíř v ČR jsme identifikovali základní předpoklad funkčnosti, a to neexistenci garance minimálního nominálního výnosu, když stejně při vyšší inflaci je účastník v minusu a celá regulace vede jen k příliš konzervativnímu investování pro tak dlouhý horizont. Dále stanovíme regulaci výnosů stejně jako v Chile, tedy tržně podle průměru všech penzijních společností, a to z důvodu nutnosti participace na výnosu i ztrátách právě penzijními společnostmi, kterým se takto zvyšuje motivace lépe si prověřovat společnosti, do kterých jejich fondy investují, přeneseně více sledovat a analyzovat finanční trhy.

Jak bylo pozorováno v Chile, jednotlivé výkyvy v letech mohou přinést u dynamického fondu i propady o 40 % p. a. Současný výrazný pokles hodnoty dynamických fondů během pandemie covidu-19 je dalším příkladem. Tyto propady jsou nevhodné zejména ve dvou obdobích. Jedním je lehce identifikovatelný odchod do penze po takovém propadu, jelikož by účastník přišel o téměř polovinu celoživotních úspor během jednoho roku. Proto musí být dynamický fond pro starší účastníky zakázaný. Z toho vyplývá však i druhé období, a to období přechodu mezi různými fondy. Pokud by totiž účastník přešel například z dynamického na vyvážený fond plně ihned po takovém propadu, jako byl v Chile, navzdory přijde o část prostředků, jelikož nebude participovat na vyšší korekci následujících let. Na příkladu Chile by se jednalo o ztrátu 12 % celoži-

votních úspor při takovém skokovém přechodu v roce 2009 z dynamického „A“ do vyváženého „C“ fondu oproti stavu, kdyby účastník zůstal v dynamickém fondu, kde byla vyšší korekce trhů v následujícím roce. Z tohoto důvodu bude v této studii stanovena pro výpočet opt-in strategie znázorněná v grafu 2, kde od počátku investování do 20 let před odchodem do starobní penze by účastník byl výhradně v dynamickém fondu, poté by přecházel každý rok po 10 p. b. z celkových zhodnocených investic u PS do vyváženého fondu, kde by byl plně deset let před odchodem do starobní penze, a následně každý rok přecházel po 10 p. b. do konzervativního fondu, kde by byl plně v roce odchodu do starobní penze. Tedy například 15 let před odchodem do penze by byl jedinec účasten z poloviny celkových zhodnocených investic u PS v dynamickém fondu a z poloviny ve fondu vyváženém. 10 let před odchodem do penze plně ve fondu vyváženém a dva roky před odchodem do penze pak z 20 % ve vyváženém a z 80 % v konzervativním fondu.

Tento způsob nastavení strategie investování není úplnou novinkou, když je obvykle označován jako strategie životního cyklu, ale jeho odstupňování je často více skokové. Například PS ČSOB převádí vždy 40 % celkových prostředků v jeden rok (ČSOB 2020). Avšak pokud přechod probíhá takto pozvolněji (po 10 %), účastník v příkladu výše by nepřišel o 12 % navzdory, ale jen o 1,2 % navzdory, jelikož korekce dynamického fondu by se ho týkala z 90 % a korekce z vyváženého fondu jen z 10 %. U nastavení Penzijní společnosti (dále též PS) ČSOB by pak přišel o 4,8 % jí nastaveným přechodem ve výši 40 %. Tento pozvolný přechod (nastavení) je pro další účely nazván opt-in strategií a byl by automaticky nastaven při založení DPS. Účastník by mohl strategii změnit, ale do 55. roku života by nesměl být účasten kon-

zervativního fondu a od 55. roku života by nesměl být účasten dynamického fondu.

Pro toto nastavení by bylo nutné aplikovat legislativní oddělení těchto typů fondů například přesně podle toho, jak byly fondy odděleny ve zrušeném druhém pilíři podle zákona 426/2011 Sb. Pro výpočty výhodnosti opt-in strategie jsou stanoveny tři varianty vývoje finančních trhů a vývoje ekonomiky (optimistická, realistická a pesimistická), přeneseně růstu reálných mezd, a to na základě historických dat a aktuálního vývoje penzijních fondů v zemích OECD se zakomponováním krizí a hlubokých krizí a jejich následných korekcí. U jednotlivých typů fondů vychází predikce z pozorování v zemích bez regulace minimálního výnosu, tedy zejména Chile, Polska a dalších.

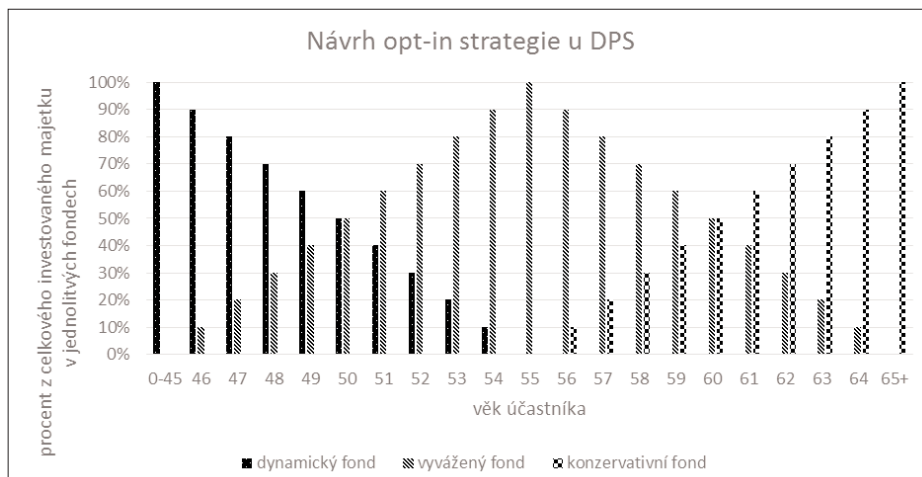
Jedná se o predikci detailně znázorněnou v tabulce 2, kde faktické průměrné roční reálné zhodnocení je uvažováno mezi 4 až 7 % u dynamického fondu, 2 až 3,5 % u vyváženého fondu a -1,25 až 0 % u konzervativního fondu. Růst reálné mzdy je uvažován mezi 2,75 až 3,25 % ročně. Do výpočtu je zahrnuta každé čtyři roky menší krize s reálným propadem 8–15 % u dynamického, 4–7,5 % u vyváženého a 1–2,25 % u konzervativního fondu s následnou částečnou (84%) až plnou korekcí ztráty v následujícím roce. Každá třetí krize je větší ve smyslu propadu až o 40 % u dynamického, až o 20 % u vyváženého a až o 3,5 % u konzervativního fondu. Toto ovlivňuje nejen zhodnocení, ale i růst reálné mzdy, který zpomalí, případně se dostane i do minusu u pesimistické varianty během krize a při korekcích (přelití krize do reálné ekonomiky). Všechny výpočty jsou komparovány k možnému NDC systému, který by byl indexován ve vyšší růstu nominálních mezd minus pokles pracovní aktivní populace.

## Diskuse výsledků studie

Výpočty jsme dospěli k následujícím závěrům:

1. Opt-in strategie vytvoří kumulované zhodnocení nižší, než kdyby byl účastník celou dobu v dynamickém fondu, a to podle jednotlivých variant vývoje o 16 % u pesimistické, 33 % u realistické a 40 % u optimistické varianty. Na druhou stranu vytvoří vyšší kumulované zhodnocení, než kdyby byl účastník celou dobu ve vyváženém fondu, a to vyšší o 9,5 % u pesimistické, 45,5 % u realistické a o 69 % u optimistické varianty. Pochopitelně v případě krize v předdůchodovém věku je v opt-in strategiích účastník na tyto výkyvy lépe připraven, jelikož je již více účasten konzervativního fondu, než kdyby prostředky plně nechával v dynamickém nebo vyváženém fondu, a i tak přinese opt-in strategie vyšší zhodnocení než jen vyvážený fond.

Graf 2: Návrh opt-in strategie u DPS9



Zdroj: vlastní návrh

2. Opt-in strategie přinese vždy vyšší zhodnocení než případný NDC systém indexovaný jako růst nominálních mezd minus pokles pracovní aktivní populace, což je považováno autorem za udržitelný model indexace. Názorně je vidět kumulace prvního příspěvku, přeneseně kumulovaného zhodnocení v letech v tabulce 2. Podle různých variant vývoje se jedná při odchodu do starobního důchodu o vyšší zhodnocení u opt-in strategie než u NDC systému u pesimistické varianty o 17,8 %, u realistické varianty pak o 85 % a u optimistické varianty pak o 119 %.
3. Opt-in strategie není vhodná pro výplatu penze, jelikož nepřináší z logiky držení konzervativnějších aktiv takové zhodnocení v letech v penzi jako případný NDC systém. Proto by stálo za zvážení dát možnost výběru účastníkům odcházejícím do penze nejen jako postupný výběr, případně nevhodnou životní anuitu (nevhodnou z důvodu nutných prémie životních pojištění), ale i jako převedení prostředků státu, který by se pak zavázal vyplácet, de facto, životní anuitu až do smrti valorizovanou právě o růst nominálních mezd minus pokles pracovní aktivní populace. Tento model by byl jednak udržitelný a jednak by odpadla nutnost výběru rizikové prémie. V případě předčasné smrti účastníka by po zakoupení „státní anuity“ nebyly dále prostředky děditelné a propadly by státu, což by kompenzovalo naopak jedince, kteří by žili déle, než by byla jejich očekávaná doba dožití.
4. Opt-in strategie je výhodnější než současný model transformovaných fondů a povinného konzervativního fondu u účastnických fondů DPS. Predikované zhodnocení je vyšší trojnásobně u pesimistické varianty a 5,5násobně u realistické i optimistické varianty.

## Závěr

Studie se věnovala analýze doplňkového penzijního spoření a jeho účastnických a transformovaných fondů. Na základě

**Tabulka 2: Predikce zhodnocení a predikce růstu reálné mzdy v obdobích růstu, krize, pokrizové korekce trhů, hluboké krize a pokrizové korekce trhů po hluboké krizi v pořadí optimistická, realistická a pesimistická varianta v procentech**

rizikovitost fondu období zhodnocení	reálné zhodnocení konzervativního fondu v % p. a.	reálné zhodnocení vyváženého fondu v % p. a.	reálné zhodnocení dynamického fondu v % p. a.	odhadovaný procentní roční růst reálných mezd
období růstu	0 / -1 / -1,25	3,5 / 3 / 2	7 / 6 / 4	3,25 / 3 / 2,75
období krize	-1 / -2 / -2,25	-4 / -6 / -7,5	-8 / -12 / -15	2 / 1 / 0
období korekce	1 / 1 / 1,25	6 / 7,5 / 7,5	12 / 15 / 15	1 / 0 / -1,5
období hluboké krize	-2,6 / -3 / -3,5	-13 / -15 / -20	-26 / -30 / -40	1 / 0 / -1,5
období korekce po hluboké krizi	3 / 3 / 3,5	15 / 15 / 20	30 / 30 / 40	-2 / -3 / -4

Zdroj: vlastní nastavení především podle OECD (2019), FIAP (2019), SAEP (2020)

mezinárodní komparace a detailní analýzy polského, maďarského, chilského a českého systému penzí a především jejich fondových pilířů jsme dospěli k závěru, že není vhodné udržovat transformované fondy v současné legislativě s garancí každoročního nezáporného nominálního zhodnocení, jelikož v ČR i ve zkoumaných státech taková regulace přináší příliš konzervativní investování, které je nevhodné pro tak dlouhý horizont, což je diskutováno i v souvztáhnosti k možným zvyšujícím se finančním nárokům na státní rozpočet s ohledem na státní příspěvky a státní daňové úlevy pro účastníky DPS a jejich zaměstnavatele. Ve druhé části byla navržena vlastní opt-in strategie investování za předpokladu zrušení transformovaných fondů a převedení účastníků do účastnických fondů.

Vyvozené závěry odpovídají stanoveným hypotézám, tedy že neexistence garance zhodnocení přináší penzijním společnostem možnost investovat více rizikově, čímž se zvýší i násobně penze vyplácená z fondových systémů oproti stavu s garancí zhodnocení. Na základě mezinárodní komparace byla hypotéza verifikována, jelikož u zemí s touto garancí bylo dlouhodobě pozorováno reálné zhodnocení okolo 0 % p. a.

Sekundární hypotézou bylo, že zavedením opt-in strategie dynamického investování v nižším věku s pozvolným odprodejem aktiv ve vyšším věku se eliminuje na minimum riziko finančních trhů, a zároveň nebude výsledná naspořená částka tak nízká jako v případě plné garance každoročního nezáporného nominálního zhodnocení, jak je tomu u transformovaných fondů v ČR. Tato hypotéza byla také verifikována, když bylo výpočty zjištěno, že i u pesimistické varianty predikce vývoje finančních trhů by opt-in strategie přinesla trojnásobně vyšší kumulované zhodnocení než transformované fondy, které se pohybují v negativním reálném zhodnocení.

Cílem studie bylo navrhnout takové řešení, které by maximalizovalo vyplácenou penzi ze třetího pilíře a současně eliminovalo co nejvíce rizika finančních trhů. Cíl studie byl splněn navržením a propočítáním opt-in strategie, která sice nepřinese takový výnos, který by přinesl dynamický fond, ve kterém by byl účastník celý život, avšak eliminuje na minimum riziko finančních trhů v předdůchodovém věku, a to zejména díky velmi pozvolným odprodejům mezi jednotlivými fondy. I tak přináší opt-in strategie vyšší zhodnocení než případný vyvážený fond, ve kterém by byl účastník celý život, a násobně vyšší zhodnocení než konzervativní fond.

**Tabulka 3: Komparace kumulovaného zhodnocení prvního příspěvku při opt-in strategii a kumulového růstu reálných mezd po odečtení predikce poklesu populace**

rok	Opt-in strategie kumulované zhodnocení prvního příspěvku			rok	Kumulovaný růst reálných mezd po odečtení 0,5 % p. a. jako poklesu populace		
	optimistická	realistická	pesimistická		optimistická	realistická	pesimistická
2020	1,07	1,06	1,04	2020	1,03	1,03	1,02
2030	1,63	1,42	1,14	2030	1,29	1,22	1,16
2040	2,82	2,23	1,45	2040	1,53	1,39	1,24
2050	4,34	3,15	1,72	2050	1,88	1,61	1,35
2060	5,31	3,6	1,78	2060	2,26	1,85	1,47
2065	5,55	3,77	1,85	2065	2,53	2,03	1,57

Zdroj: vlastní výpočty podle vlastního návrhu dle ČSÚ (2020) a OECD (2019)

- 1 Originál: „The difficulty lies, not in the new ideas, but in the escaping of the old ones, which ramify, for those brought up as most of us have been, into every corner of our minds.“
- 2 Úpravy v něm v letech sice jsou, a to zejména podle návrhu odborné komise pro důchodovou reformu, avšak jen ve smyslu možnosti účasti dětí, či částečného výběru při dosažení 18. roku věku (Potůček (2017)).
- 3 Vlastní výpočet podle ČSÚ (2020).
- 4 Vlastní výpočet podle ČSÚ (2020).
- 5 Vlastní výpočet na základě APSČR (2020) a ČSÚ (2020).
- 6 Vlastní výpočty.
- 7 Vlastní výpočty na základě ČSÚ (2020).
- 8 Vlastní výpočty podle APSČR (2020).
- 9 Vlastní výpočty podle ČSÚ (2020), APSČR (2020).
- 10 Vlastní výpočty podle OECD (2019).
- 11 Vlastní výpočty podle FIAP (2019) a SAEP (2020).

## Zdroje

APSČR. Zhodnocení prostředků účastníků [online]. Praha: Asociace penzijních společností ČR, 2020 [cit. 2020-02-20]. Dostupné z: <https://www.apfcr.cz/zhodnoceni-prostredku-ucastniku/>

ČNB. Seznam zahraničních trhů obdobných regulovanému trhu se sídlem ve státě, který není členským státem Evropské unie [online]. Praha: ČNB, 2016 [cit. 2020-02-23]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financni-trh/galleries/seznamy/ostatni\\_seznamy/download/seznam\\_zahr\\_ofic\\_uzn\\_ver\\_trhu.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/dohled-financni-trh/galleries/seznamy/ostatni_seznamy/download/seznam_zahr_ofic_uzn_ver_trhu.pdf)

ČSOB: Strategie životního cyklu [online]. Praha: ČSOB, 2019 [cit. 2020-03-01]. Dostupné z: <https://www.csob-penze.cz/strategie-zivotniho-stylu/>

FIAP: Estadísticas Históricas [online]. Santiago de Chile: FIAP, 2019 [cit. 2020-02-16]. Dostupné z: <https://www.fiapinternacional.org/estadisticas/>

CHRISTELIS, Dimitris, Dimitris GEORGARAKOS a Michael HALIASOS. Differences in Portfolios Across Countries: Economic Environment Versus Household Characteristics. SSRN Electronic Journal. DOI: 10.2139/ssrn.1715466. ISSN 1556-5068.

KEYNES, John Maynard. The General Theory of Employment Interest and Money. London: Macmillan and Co., 1936. ISBN 978-116983199-5.

OECD. OECD Global Pension Statistics [online]. 2019. [cit. 2020-02-22]. Dostupné z: <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/globalpensionstatistics.html>

POTŮČEK, Martin. ZÁVĚREČNÁ ZPRÁVA O ČINNOSTI ODBORNÉ KOMISE PRO DŮCHO-DOVOU REFORMU V LETECH 2014–2017. Důchodová komise [online]. Praha: MPSV, 2017, [cit. 2020-02-16]. Dostupné z: <http://www.duchodova-komise.cz/wp-content/uploads/2017/09/Zaverecna-zprava-o-cinnosti-ok-pro-dr.pdf>

Světová banka. Guarantees - counting the cost of guaranteeing defined contribution pensions. World Bank pension reform primer series. Washington, DC: World Bank 2005.

SAEP. SUPERINTENDENCIA DE PENSIONES. INVERSIONES Y RENTABILIDAD DE LOS FONDOS DE PENSIONES [online]. Santiago de Chile: Superintendencia de Pensiones, 2020 [cit. 2020-02-16]. Do-

stupné z: <https://www.spensiones.cl/apps/rentabilidad/getRentabilidad.php?tiprent=FP&template=0>

VOSTATEK, Jaroslav. Český důchodový (ne)systém vyžaduje zásadní reformu. Fórum sociální politiky. Praha: VÚPSV, 2020, 14(1), 9. ISSN 1802-5854.

## Seznam zkratk:

APSČR = Asociace penzijních společností ČR  
 DPS = doplňkové penzijní spoření  
 EHP = Evropský hospodářský prostor  
 NDC = průběžný příspěvkově definovaný systém (hypotetických účtů)  
 PKF = povinný konzervativní fond  
 TF = transformovaný fond  
 ÚF = účastnický fond

*Ing. Petr Brabec (petr.brabec@vse.cz) dokončuje doktorské studium na Katedře hospodářské a sociální politiky, Fakulty národohospodářské Vysoké školy ekonomické v Praze (Department of Economic and Social Policy, Faculty of Economics, University of Economics, Prague), nám. W. Churchilla 1938/4, 130 67 Praha 3 - Žižkov, Česká republika. Zaměřuje se na dopady penzijních reform ve světě a na vlivy populismu na systémy sociálního zabezpečení.*



## Sociologický časopis Czech Sociological Review

New issue 3/2020

### Contents

#### Articles

- Miloslav Bahna: The Electoral Success of the Extreme Right: Is the Presence of a Minority Important?  
 Alexandra Iancu and Sorina Soare: Party Membership in Romania: Political Legitimacy, Party Finance and Organisational Changes  
 Martin Kovanič: Individual Experiences of Surveillance: Attitudes towards Camera Surveillance  
 Marta Kolářová: Climate Change and the Transition Movement in Eastern Europe: The Case of Czech Permaculture  
 Jiří Mudrák, Kateřina Zábřodská and Kateřina Machovcová: A Self-determined Profession? Perceived Work Conditions and the Satisfaction Paradox among Czech Academic Faculty

#### Book Reviews

A peer-reviewed open-access journal published by the Institute of Sociology of the Czech Academy of Sciences. Sociologický časopis / Czech Sociological Review is the flagship journal of the Czech sociological community. The journal seeks to advance communication among sociologists in Central Europe and to increase the international visibility of Central European sociology. The journal is published 6 times a year (4 issues in Czech, 2 issues in English). The full text of articles are published online at <https://sreview.soc.cas.cz>.

Institute of Sociology  
 of the Czech Academy of Sciences  
 Press and Publications Department  
 Jiřská 1, 110 00 Praha 1, Czech Republic  
 tel. +420 221 183 217  
 e-mail: [csr@soc.cas.cz](mailto:csr@soc.cas.cz)



Institute of Sociology  
 Czech Academy of Sciences

## Sociologický časopis Czech Sociological Review

Volume 50 (2020)  
 Number 3

3–20



MILOSLAV BAHNA: The Electoral Success of the Extreme Right: Is the Presence of a Minority Important?  
 ALEXANDRA IANCU AND SORINA SOARE: Party Membership in Romania: Political Legitimacy, Party Finance and Organisational Changes.  
 MARTIN KOVANIČ: Individual Experiences of Surveillance, Attitudes towards Camera Surveillance.  
 MARTA KOLÁŘOVÁ: Climate Change and the Transition Movement in Eastern Europe: The Case of Czech Permaculture.  
 JIŘÍ MUDRÁK, KATEŘINA ZÁBŘODSKÁ AND KATEŘINA MACHOVCOVÁ: A Self-determined Profession? Perceived Work Conditions and the Satisfaction Paradox among Czech Academic Faculty.