

29. marec 2019

Čo nezhodnotíš dnes, na dôchodku nenájdeš¹

Jakub Fodor, Juraj Cenker

Väčšina sporiteľov si dnes v II. pilieri sporí príliš konzervatívne a ich úspory sa preto nezhodnocujú tak, ako by sa mohli. Takmer 80 % majetku je investovaných do nízko výnosných dlhopisových fondov. Sporenie na dôchodok je však dlhodobý proces a takéto konzervatívne investovanie znižuje šance na lepší dôchodok. Odporúčanou celoživotnou stratégiou pri sporení na dôchodok je investovať prvú polovicu kariéry výhradne do globálnych akciových indexov a následne poselať nové príspevky do dlhopisových fondov. Táto stratégia je v porovnaní so súčasným investovaním do garantovaných dlhopisových fondov výrazne výnosnejšia. Vhodnosť voľby investičnej stratégie ovplyvňuje aj to, kedy a akou formou začnete dôchodok z II. piliera čerpať. Navrhujeme preto zaviesť automatický vstup do odporúčanej stratégie, upraviť vyplácanie dôchodku z II. piliera a zároveň garantovať výnos, ak sporiteľ bude investovať podľa odporúčanej stratégie. Aktívnym sporiteľom bude ponechaná možnosť voľby vlastnej investičnej stratégie, tak ako doteraz.

Sporitelia v II. pilieri si pri investovaní svojich úspor volia medzi nízko výnosným dlhopisovým garantovaným fondom a výnosnejšími avšak rizikovejšími fondami. Účastník v súčasnosti odvedie časť² svojho príjmu na dôchodkové sporenie do vybranej dôchodkovej správcovskej spoločnosti (DSS). Každá DSS je povinná viesť jeden garantovaný dlhopisový dôchodkový fond a jeden negarantovaný akciový dôchodkový fond. Úspory v garantovaných fondoch sú alokované do konzervatívnejších cenných papierov ponúkajúcich nižší výnos pri nižšej volatilitate. Súčasné garancie v dlhopisových fondoch však nezaručujú zhodnotenie na úrovni inflácie. Investovanie v dlhopisových garantovaných fondoch sporiteľom teda negarantuje, že si v budúcnosti za svoje úspory budú môcť kúpiť aspoň to, čo by si za ne mohli kúpiť dnes. Majetok v akciových fondoch³ môže byť investovaný do volatilnejších aktív prinášajúcich vyšší výnos na dlhodobom investičnom horizonte. Okrem povinných fondov môže DSS ponúkať sporenie aj v ďalších fondoch – napríklad v indexových.⁴

Sporitelia investujú príliš konzervatívne, čím si znižujú šance na lepšie zhodnotenie svojich úspor- to platí aj pre mladých sporiteľov. Až 79 % úspor v II. pilieri sa nachádza v málo výnosných dlhopisových garantovaných fondoch. V akciových fondoch je uložených 12 % úspor, v indexových 7 % a v zmiešaných fondoch iba 1 % úspor. Platí, že v negarantovaných fondoch si sporia skôr mladší, lepšie zarábajúci a ľudia žijúci v mestách. Napriek tomu, že podiel účastníkov v negarantovaných fondoch každoročne rastie, tento nárast je významný najmä pre mladých ľudí. Kým pre 30 ročných vzrástol

¹ Tento komentár vychádza ako sprievodný dokument k technickej analýze Default investment strategies in pension saving. The case of Slovakia. Obsahuje všetky predpoklady a podrobné výpočty, na základe ktorých boli formulované závery a odporúčania v tomto komentári.

² V roku 2019 to je 4,75 % hrubej mzdy. Táto časť bude rásť každý rok o 0,25 p. b. až na úroveň 6 % v roku 2024 kde následne zotrúva.

³ Priemerná alokácia úspor do akcií v akciovom fonde značne kolísala - k decembru 2017 bola na úrovni 66 %.

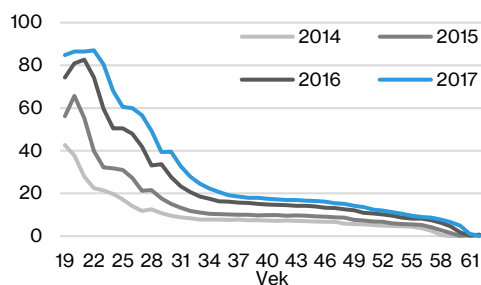
⁴ Väčšina spoločností spravuje aj indexový fond, ktorý investuje do jedného zo svetových akciových indexov. Dve spoločnosti ponúkajú aj možnosť investovať do zmiešaného fondu, pričom alokácia majetku do akcií je spravidla nižšia než pri akciovom fonde. Indexové a zmiešané fondy patria spolu s akciovými medzi fondy, v ktorých dnes zákon garanciu nereguluje. V praxi patria spolu s akciovými fondami medzi negarantované fondy. Sporiteľ môže v prípade záujmu rozdeliť svoj majetok medzi dva fondy, z ktorých jeden musí byť dlhopisový garantovaný fond.

Sporitelia si dnes svoju investičnú stratégiu musia sami aktívne vybrať

Majetok v II. pilieri je investovaný príliš konzervatívne

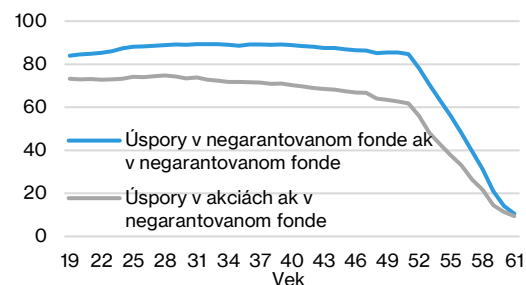
medzi rokmi 2014 a 2017 podiel sporiteľov v negarantovaných fondoch z 14 % na 42 %, u 45 ročných bol nárast len z 9 % na 18 %. Pre sporiteľov, ktorí si sporia aj v negarantovaných fondoch zároveň platí, že až 90 % svojich úspor držia práve v týchto fondoch. Tento pomer pritom s vekom signifikantne neklesá až do pred dôchodkového veku, kedy je znižovaný podľa platnej legislatívy.⁵

GRAF 1 : Podiel účastníkov v II. pilieri s úsporami v negarantovaných fondoch⁶ (v %)



Zdroj: *Dáta poskytnuté jednotlivými DSS, IFP*

GRAF 2 : Podiel úspor v negarantovaných aktívach, ak sporiteľ investuje do negarantovaných fondov (v %)



Zdroj: *Dáta poskytnuté jednotlivými DSS, IFP*

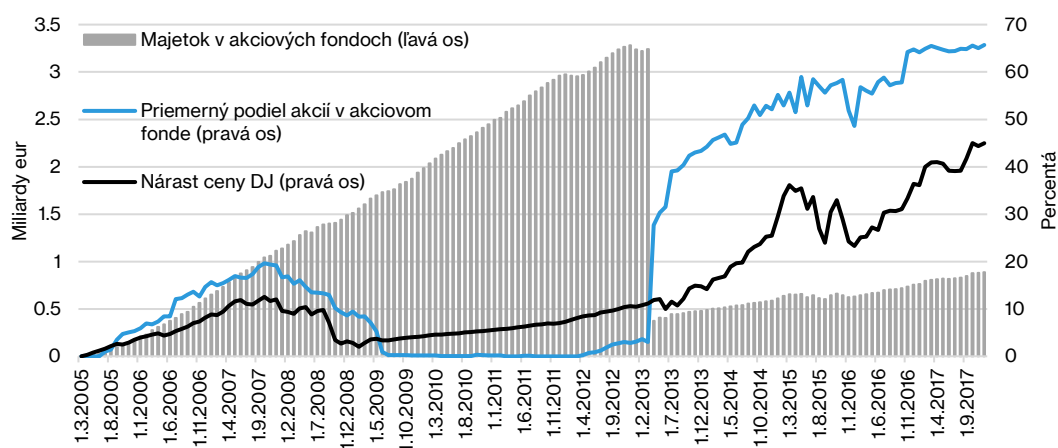
Zavedenie garancií nasledoval výpredaj akcií v dôchodkových fondoch

Garancie v II. pilieri viedli k poklesu investovania do akcií. Od júla 2009 mala každá DSS povinnosť v rámci šiestich mesiacov dosiahnuť nezáporný výnos. Dôsledkom zavedenej regulácie bol pokles podielu akcií v akciových a zmiešaných fondoch prakticky na nulu (Graf 3). Od apríla 2012 sa sledované obdobie predĺžilo na 5 rokov pričom garancie boli ponechané len v dlhopisových garantovaných fondoch a od roku 2013 sa sledované obdobie ich výkonnosti opäť predĺžilo na 10 rokov.

Dôchodkovému sporeniu musí byť prispôbená dĺžka dlhopisov

Dlhopisové fondy ponúkané v II. pilieri mali od roku 2005 iba dvojtretinovú výnosnosť oproti zahraničným dlhopisovým indexom. Priemerný výnos dlhopisového fondu od roku 2005 do decembra 2017 bol 30 %. Zahraničné dlhopisové indexy⁷ dokázali v tom istom období zarobiť 50 %. Veľkú časť portfólia dlhopisových fondov tvoria štátne dlhopisy. Nielen pri tých štandardne platí, že výnos rastie s dátumom splatnosti. Pri dlhodobom sporení je preto výhodné investovať do dlhodobejších aktív.

GRAF 3 : Vývoj výnosu a majetku v akciových fondoch



Zdroj: *ManažérÚspor.sk*

⁵ Vid' najmä § 92 z.č. 43/2004 Z. z.

⁶ Vyjadrené bez DSS Poštovej banky, pre ktorú neboli dáta k dispozícii.

⁷ Napr. Barclays US Aggregate, Barclays German Treasury.

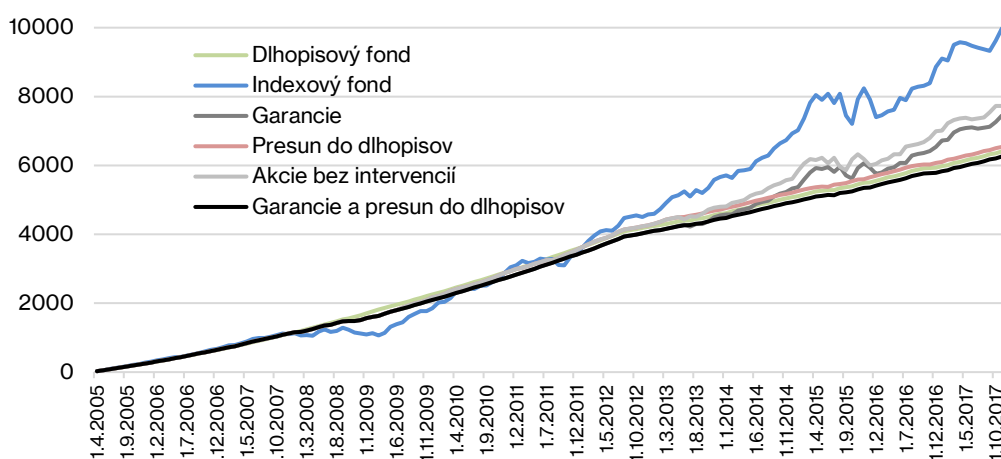
Väčšina sporiteľov nereaguje na zmenu investičnej regulácie

Zotrvaním v progresívnejších fondoch by sporiteľ získal vyšší výnos

Pasivita sporiteľov umožnila, aby bola v roku 2013 väčšina majetku v II. pilieri presunutá do dlhopisových fondov. Začiatkom roku 2013 dostal každý sporiteľ v akciovom, zmiešanom a indexovom fonde možnosť aktívne sa rozhodnúť zotrvať v týchto fondoch. V opačnom prípade bol jeho majetok presunutý do dlhopisového garantovaného fondu. Kým v marci 2013 investovalo do negarantovaných fondov až 88 % sporiteľov, o mesiac neskôr to bolo už len 9 %. Presunutých tak bolo viac ako milión sporiteľov. Na konci roku 2017 si sporilo výhradne v dlhopisovom garantovanom fonde minimálne⁸ 84 % presunutých sporiteľov.

Ak by sporitelia v roku 2013 pokračovali v sporení v negarantovaných fondoch, mali by ku koncu roku 2017 na svojich dôchodkových účtoch približne o jednu miliardu eur viac. To predstavuje 13 % úspor v II. pilieri. Majetok sporiteľov, ktorí sú stále výhradne v dlhopisovom fonde⁹, mohol byť o 917 miliónov eur väčší. Sporitelia v dlhopisových garantovaných fondoch totiž z výrazných nárastov globálnych akciových indexov neprofitovali. Rozhodnutie presunúť úspory do dlhopisových garantovaných fondov mohlo byť podmienené vyššou volatilitou cien akcií v čase zvažovania presunu. Po období takýchto rastov dochádza sice štandardne ku korekciám trhov – tie sa už do istej miery prejavili koncom roku 2018.

GRAF 4: Dopady vybraných regulačných úprav na výšku úspor reprezentatívneho sporiteľa¹⁰ (v eur)¹¹



Zdroj: ManažérÚspor.sk, Bloomberg, IFP

Ak by si reprezentatívny sporiteľ sporil len v akciovom fonde bez garancií, jeho úspory by boli vyššie takmer o štvrtinu (Graf 4)¹². Sporiteľ, ktorý začal sporiť pri vzniku II. piliera v akciovom fonde a v roku 2013 bol presunutý do dlhopisového fondu, mal k decembru 2017 nasparených v priemere 6 300 eur. Ak by sa v roku 2013 rozhodol zotrvať v akciovom fonde, táto suma by bola približne o 1 500 eur vyššia. Ak by mal sporiteľ

⁸ Dáta použité pre analýzu boli anonymizované. Preto ak sporiteľ po tom čo bol presunutý zmenil DSS, nedokážeme určiť, či zmenil aj rozhodnutie o alokácii majetku medzi fondy alebo si opätovne spori v dlhopisovom fonde.

⁹ To znamená, že sporiteľ do dnes nezmenil investičnú stratégiu a ani nevystúpil z II. piliera pri jeho otvorení v roku 2015.

¹⁰ Reprezentatívnym sporiteľom v II. pilieri je muž so stredoškolským vzdelaním, ktorý vstúpil na trh práce a zároveň do II. piliera v čase spustenia II. piliera.

¹¹ Pre indexový fond do roku 2012 je použitý akciový index MSCI World. Pre vyčíslenie ušlého výnosu pri zavedení garancií sa predpokladá, že by teoretické portfólio bolo z 20 % tvorené akciovým indexom MSCI World a z 80 % dlhopisovým fondom.

¹² V kalkulácii zohľadňujeme len najdôležitejšie regulačné úpravy s najväčším vplyvom na majetok sporiteľov. Bez efektu garancií medzi 6/2009-4/2012 a automatického presunu majetku sporiteľov do dlhopisového garantovaného fondu v roku 2013 (za predpokladu, že sporiteľ bol do presunu v roku 2013 celý čas sporenia v akciovom fonde).



k dispozícii indexový fond od vzniku II. piliera a po celý čas by doň investoval, jeho úspory by k decembru 2017 dosahovali takmer 10 000 eur.¹³

Sporenie
v garantovaných fondoch
neeliminuje riziko nízkeho
dôchodku

Reprezentatívny sporiteľ si prestupom z dlhopisového do indexového fondu môže zvýšiť reálnu očakávanú hodnotu svojich celoživotných úspor približne o tri štvrtiny. Tabuľka 1 ukazuje očakávanú hodnotu jeho celoživotných úspor (v dnešných cenách)¹⁴ a rizikovú hodnotu pri rôznych sporiacich stratégiách. Riziková hodnota udáva priemernú hodnotu úspor (v dnešných cenách) v 5 % najmenej výnosných scenárov. Dá sa interpretovať ako najnižšia očakávaná hodnota úspor, hoci s malou pravdepodobnosťou, že tak aj nastane. Pokiaľ zostane typický sporiteľ v dlhopisovom fonde, s veľkou pravdepodobnosťou sa jeho úspory nezhodnotia tak, ako v prípade prestupu do indexového fondu. Navyše, sporenie v dlhopisovom fonde by mu prinieslo len o málo lepšie zhodnotenie aj v prípade, ak by bol vývoj výnosov na trhoch po zvyšok jeho sporenia veľmi slabý.

Tabuľka 1: Reálna hodnota celoživotných úspor priemerného sporiteľa v závislosti od jeho investičnej stratégie¹⁵

Investičná stratégia	Očakávané úspory	Riziková hodnota
Akcie-Dlhopis	56 650	36 720
Akcie-Dlhopis-Index	97 450	30 750

Stratégia "Akcie-Dlhopis" označuje sporenie v akciovom fonde, následný presun úspor do dlhopisového fondu v roku 2013. Stratégia "Akcie-Dlhopis-Index" potom pridáva presun do Indexového fondu v roku 2018.

Dočasná volatilita cien
akcií nemusí pri
dlhodobom sporení
prekážať

Pri dlhodobom sporení sa spravidla oplatí investovať do akcií, ktoré sú charakteristické vyššou volatilitou, ale aj vyšším výnosom. Investovanie do volatilnejších aktív síce prináša pri vyššom výnose aj dodatočné riziko prepadu hodnoty investície, pre ceny akcií je však charakteristický tzv. návrat k dlhodobému priemeru. Znamená to, že prepád ceny akcií bude kompenzovaný ich následným rastom. Ak je teda dátum výberu úspor dostatočne vzdialený, prepád hodnoty úspor nemusí sporiteľovi prekážať. Cena akcií má tendenciu ďalej rásť a prinášať signifikantne vyššie zhodnotenie než dlhopisy. Navyše, vzhľadom na pravidelný charakter sporenia v II. pilieri, nakupuje sporiteľ po poklese cien akcií nové akcie lacnejšie. Na druhej strane, ak je sporiteľ v pred dôchodkovom veku, je potrebné znižovať alokáciu úspor do rizikových aktív, aby sa zamedzilo prepadu hodnoty majetku tesne pred výberom prostriedkov.

Konzervatívne sporenie
je spôsobené najmä
pasivitou sporiteľov

Nevhodná voľba investičnej stratégie pri sporení na dôchodok je medzinárodným fenoménom, ktorý môže byť spôsobený nízkou finančnou gramotnosťou a psychologickými faktormi. Rozhodnúť sa o dôchodkovom sporení môže byť bez znalosti zloženého úročenia, rozdielu medzi nominálnymi a reálnymi výnosmi či diverzifikácie portfólia pre bežného sporiteľa náročné (OECD, 2016). To sa ukázalo aj v prieskume verejnej mienky¹⁶ sporiteľov sporiacich výlučne v garantovanom dlhopisovom fonde. Až 71 % opýtaných označilo, že vyšší dôchodok získajú účasťou v garantovanom fonde. Dokonca aj za predpokladu, že má človek celú pracovnú kariéru pred sebou a bude si sporiť ešte minimálne 40 rokov, si až 67 % respondentov myslí, že je pre takéhoto sporiteľa najvhodnejší garantovaný fond.

¹³ V roku 2018 pokračovali svetové akciové trhy v raste prvé tri kvartály, po čom nasledovala korekcia. Už začiatkom februára 2019 však boli opäť približne na rovnakej úrovni ako koncom roka 2017.

¹⁴ Ide o priemernú reálnu (t. j. očistenú o infláciu) očakávanú hodnotu celoživotných úspor typického sporiteľa (muž so stredoškolským vzdelaním), ktorý si spori v II. pilieri od jeho vzniku a bude si sporiť celkovo 40 rokov.

¹⁵ Budúce výnosy aktív sú simulované na základe amerických historických reálnych výnosov. Výnosy akcií sú modelované na základe akciového indexu MSCI US a výnosy dlhopisov na základe dlhopisového indexu Barclays US Aggregate Index. Dôvody voľby týchto fondov sú bližšie popísané v sprievodnej technickej analýze.

¹⁶ Prieskum verejnej mienky z novembra 2017 uskutočnený agentúrou Focus a objednaný dôchodkovou správcovskou spoločnosťou Allianz.

Pasivita pri rozhodovaní vedie k neefektívnemu dôchodkovému sporeniu, ak nie je vhodne nastavená predvolená sporiaca stratégia. Behaviorálna ekonómia ukazuje, že preferencie sporiteľa sú vychýlené k súčasnosti. Krátkodobé náklady, ako napríklad čas strávený výberom investičnej stratégie, môžu odradiť sporiteľa od voľby investičnej stratégie, keďže benefit vo forme vyššieho dôchodku je príliš vzdialený (OECD, 2016). Sporitelia sa tiež vyhýbajú rozhodnutiu o ich dôchodkovom sporení, aby neurobili rozhodnutie, ktoré by neskôr ľutovali, aj keď by zmenou pravdepodobne dlhodobo získali (OECD, 2018). Pasivitu sporiteľov v II. pilieri možno ukázať na zrušení garancií v akciových a zmiešaných fondoch v apríli 2012 a následnom presunutí sporiteľov do garantovaného fondu. Výrazná väčšina sporiteľov po zrušení týchto garancií zotrvala v negarantovaných fondoch, v ktorých si doposiaľ sporila. Možnosť aktívne sa rozhodnúť zotrvať v negarantovaných fondoch, ktorá prišla rok po zrušení garancií, však následne využila len malá časť sporiteľov.

Predvolená stratégia určí progresívnosť portfólia podľa veku sporiteľa

Zavedenie predvolenej sporiacej stratégie môže pomôcť bežnému sporiteľovi lepšie zhodnotiť svoje úspory v II. pilieri. Táto stratégia určí optimálny podiel úspor v akciách vzhľadom na vek sporiteľa bez toho, aby si sporiteľ musel svoje úspory aktívne spravovať. Aktívnym sporiteľom, ktorí sa rozhodnú manažovať si úspory sami, zostane možnosť voľby ľubovoľnej investičnej stratégie – tak ako doteraz. Zavedenie automatického vstupu do odporúčanej stratégie s možnosťou vyviazania navrhuje Revízia výdavkov¹⁷ a odporúča ju Svetová banka aj OECD (Rudolph, 2016; OECD, 2016). Cieľom stratégie je pomôcť sporiteľovi dosiahnuť čo možno najvyšší dôchodok pri čo najnižšom riziku nízkych príjmov v starobe. Dôchodok z II. piliera bude pre priemerného sporiteľa v budúcnosti tvoriť len približne jednu tretinu¹⁸ príjmu z dôchodkového poistenia. Keďže dve tretiny budú mať formu garantovanej, inflačne-indexovanej anuity, jednotlivec môže v II. pilieri investovať agresívnejšie.

Akumulačná stratégia poskytuje najlepší pomer výnosu k riziku v porovnaní s dlhopisovým fondom

Podľa výpočtov IFP je optimálnou predvolenou sporiacou stratégiou tzv. akumulácia stratégia. Technická analýza skúmala výhodnosť rôznych stratégií podľa pomeru očakávaného výnosu k riziku. V akumulácii investuje sporiteľ prvú polovicu sporenia výlučne do akcií. V druhej polovici ponechá majetok v akciovom fonde a nové príspevky posiela do dlhopisového fondu. Akumulačná stratégia poskytuje najlepší pomer výnosu k riziku. Očakávaný výnos v prípade akumulácie stratégie odhadujeme až o dve tretiny vyšší¹⁹, než v prípade celoživotného sporenia v dlhopisoch. Akumulačná stratégia pritom prináša nižšie riziko nízkeho dôchodku, než v prípade dlhopisov.

Pri aktuálnej úprave výplaty dôchodkov z II. piliera môže byť akumulácia stratégia pre časť sporiteľov v pred dôchodkovom veku nevhodná. V čase odchodu do dôchodku má pri tejto stratégii sporiteľ priemerne²⁰ 70 % úspor v akciách. V prípade výkyvov cien na akciovom trhu tesne pred dôchodkom to môže predstavovať zvýšené riziko, preto táto sporiaca stratégia musí byť kombinovaná s adekvátnou výplatnou fázou, počas ktorej sa bude alokácia majetku do akcií znižovať.

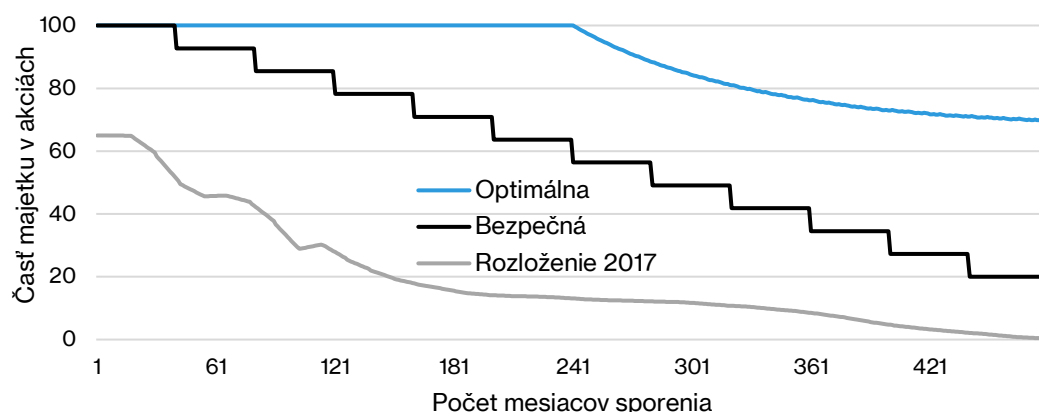
¹⁷ Revízia výdavkov na politiky trhu práce a sociálne politiky Ministerstva práce sociálnych vecí a rodiny a Sociálnej poisťovne, dostupná na: <http://www.finance.gov.sk/Default.aspx?CatID=11158>

¹⁸ Pre priemerného sporiteľa, ktorý si celú kariéru spori v II. pilieri, bez zohľadnenia iných príjmov v dôchodku.

¹⁹ Budúce výnosy aktív sú simulované na základe amerických historických reálnych výnosov. Výnosy akcií sú modelované na základe akciového indexu MSCI US a výnosy dlhopisov na základe dlhopisového indexu Barclays US Aggregate Index. Dôvody voľby týchto fondov sú bližšie popísané v sprievodnej technickej analýze.

²⁰ Akumulačná stratégia neurčuje presný pomer majetku v akciách pre daný vek, ale určuje v ktorom čase sa majú zasielať príspevky do vybraného fondu. Neexistuje preto jednoznačná výška alokácie majetku do aktív pri odchode do dôchodku.

GRAF 5: Optimálna (akumulačná) a bezpečná stratégia sporenia a porovnanie so skutočným podielom majetku v akciách ku koncu roka 2017 (v %)



Zdroj: *Dáta poskytnuté jednotlivými DSS, IFP*

Sporiteľ môže profitovať z ponechania časti úspor v akciách aj po odchode do dôchodku

Pre dosiahnutie optimálneho dôchodku je vhodné kombinovať akumulačnú stratégiu s desaťročným programovým výberom a následným zakúpením doživotnej anuity.

V súčasnosti sporiteľ po dosiahnutí dôchodkového veku štandardne investuje všetky prostriedky do doživotnej anuity alebo si ich vyberie v jednej splátke programového výberu.²¹ V oboch týchto prípadoch si zo svojho dôchodkového účtu vyberá naraz všetky úspory, čím sa pripravuje o dodatočné zhodnotenie úspor. Pokiaľ by totiž sporiteľ aj po dovŕšení dôchodkového veku ponechal úspory v DSS, jeho investičný horizont by sa značne predĺžil. Vďaka tomu by si mohol dovoliť držať majetok v akciách do vyššieho veku a začať znižovať rizikovosť svojho portfólia neskôr, čím by mohol dosiahnuť ešte vyšší dôchodok. V praxi by uvedené znamenalo, že po dosiahnutí dôchodkového veku by sporiteľ prvých 10 rokov čerpal dôchodok²² formou programového výberu a následne by si zakúpil doživotnú anuitu. Kúpou anuity sa vyhne riziku, že sa mu ku koncu života minú úspory a bude sa musieť o neho postarať sociálny systém. Keďže majetok by sa počas obdobia vyplácal sporiteľovi postupne, stále by mohol časť svojich úspor držať v akciách.²³

Alternatívou k akumulačnej stratégii a úprave výplatnej fázy je bezpečná stratégia, ktorá minimalizuje investičné riziko. V danej stratégii investuje sporiteľ pri príchode na trh práce všetky príspevky do akcií. S rastúcim vekom potom znižuje alokáciu do akcií až na úroveň 20 % pri odchode do dôchodku. Pomer majetku v akciách klesá v „schodoch“, t. j. znižuje sa každých 40 mesiacov o 7,3 p. b., pričom pomer je vyvažovaný na konci každého

²¹ V závislosti od toho, či splňa podmienky na výplatu dôchodku programovým výberom alebo si musí zakúpiť anuitu. Keďže regulácia nestanovuje minimálnu dĺžku výplaty dôchodku programovým výberom, môže si sporiteľ takto vybrať všetky úspory v jednej splátke. (Poznámka: v praxi existuje viacero foriem výplaty dôchodku z II. piliera, pre jednoduchosť však uvádzame dva najčastejšie prípady).

²² Technická analýza uvažuje výber vo výške doživotnej anuity potenciálne priznanej v čase odchodu do dôchodku. Ak by v praxi nebolo možné túto čiastku určiť, výška dôchodku by sa mohla stanoviť adekvátne k očakávanej dĺžke života. Ak by napríklad očakávaná dĺžka života dôchodcu bola 19 rokov, tak by si v danom roku mohol vybrať najviac 1/19 súčasnej hodnoty úspor. Výška dôchodku by sa tak prispôbovala každý rok, aby reflektovala zmeny v očakávanej dĺžke života a vývoj na finančných trhoch.

²³ Mesačná splátka programového výberu je vo výške teoretickej anuity zakúpenej pri odchode do dôchodku. Alokácia majetku do akcií počas obdobia výplaty programového výberu postupne klesá na úroveň 20 %. Držbou časti úspor v akciách aj počas čerpania programového výberu sa síce vystavuje sporiteľ dodatočnému riziku, technická analýza však preukázala, že nárast v očakávanom dôchodku je vyšší než riziko s tým spojené.



mesiacu. Táto stratégia ponúka vyšší výnos o takmer tretinu²⁴ v porovnaní s dlhopismi. Riziko neadekvátneho dôchodku je pritom signifikantne nižšie, než v prípade dlhopisového fondu. Kým sporením v dlhopisovom fonde minimalizuje sporiteľ riziko aj na krátkodobom horizonte, sporením v bezpečnej stratégii ho znižuje len na dlhodobom horizonte, čím dokáže v mladosti naakumulovať vyššie úspory prostredníctvom investovania do akcií.

Tabuľka 2: Hodnota úspor pre investičné stratégie na konci sporenia²⁵

Investičná stratégia	Očakávané úspory	Riziková hodnota
Indexový fond	154 300	46 300
Optimálna (akumulačná) stratégia	138 000	58 200
Bezpečná stratégia	108 500	63 600
Dlhopisový fond	82 300	53 700

Výhodnosť jednotlivých stratégií sa nemení ani pri výraznej zmene výnosov

Výsledky ostávajú platné aj pri citlivostných scenároch. Pre overenie konzistentnosti výsledkov sme analýzu zopakovali pre rôzne charakteristiky sporiteľov, ktoré sa líšili pohlavím a dosiahnutým vzdelaním.²⁶ Pre simuláciu budúcich výnosov sme použili tri rôzne štatistické metódy. Analýzu sme zopakovali aj pre prípad predlžujúcej sa kariéry, kvôli rastúcemu veku odchodu do dôchodku. V neposlednom rade sme testovali ako sa zmenia výsledky, ak klesne výnos akcií alebo dlhopisov. Výsledky analýzy sa napriec citlivostnými testami nemenia.

Motiváciou pre účasť v predvolenej stratégii by mohla byť garancia ochrany pred extrémnym scenárom

Garancie minimálneho zhodnotenia môžu slúžiť ako motivácia k účasti v predvolenej stratégii. Ak sporiteľ investuje v predvolenej stratégii počas celej kariéry, je len veľmi málo pravdepodobné, aby na konci sporenia dosiahol záporný reálny alebo nominálny výnos. Garancie by fungovali ako poistenie, kde veľa účastníkov platí nízke príspevky²⁷, ktoré sa použijú pre zabezpečenie minimálnej výšky úspor vo veľmi nepravdepodobných scenároch. Ak by si sporiteľ nasporil viac ako dohodnutú čiastku, nezíska nič navyše. Naopak, v prípade prepadu ceny akcií by potom garancie slúžili ako kompenzácia resp. poistenie rizika.

Garancie by sa vyplácali zo samostatného garančného fondu, do ktorého by si sporitelia odvádzali časť príspevku počas celého sporenia. Garancie výnosu by chránili len sporiteľov v predvolenej stratégii, do garančného fondu by teda prispievali výlučne sporiaci v tejto stratégii. Samotné prostriedky v garančnom fonde by mali byť investované konzervatívne a s dostatočnou likviditou. Fond by mal byť zriadený mimo starobného dôchodkového sporenia a mal by byť spravovaný nezávislou inštitúciou. Dnes by začali prispievať do garančného fondu všetci sporitelia, kým plnenie z

²⁴ Budúce výnosy aktív sú simulované na základe amerických historických reálnych výnosov. Výnosy akcií sú modelované na základe akciového indexu MSCI US a výnosy dlhopisov na základe dlhopisového indexu Barclays US Aggregate Index. Dôvody voľby týchto fondov sú bližšie popísané v sprievodnej technickej analýze.

²⁵ Uvedené hodnoty platia pre muža so stredoškolským vzdelaním, ktorý si začne sporiť v II. pilieri pri vstupe na trh práce v roku 2019.

²⁶ Na základe týchto charakteristik sme určil 6 základných príjmových profilov sporiteľov, pre ktoré sme testovali optimálnosť voľby jednotlivých investičných stratégií.

²⁷ Ak by človek sporiť v optimálnej stratégii počas celej kariéry, tak pri predpoklade že by sa budúce výnosy akcií a dlhopisov neodchýlili od dlhodobých historických priemerov, stačilo by odviesť menej ako 0,1 % každého príspevku aby mohla byť sporiteľom poskytnutá garancia nezáporného nominálneho výnosu. Cena garancii neprekročí túto hranicu ani v prípade, že budeme predpokladať konzervatívny vývoj budúcich výnosov akcií aj dlhopisov na úrovni o 2 p. b. nižších než vykazujú dlhodobé historické dáta. V oboch týchto scenároch by cena tejto „poistky“ mala len minimálny vplyv na výšku úspor sporiteľa.



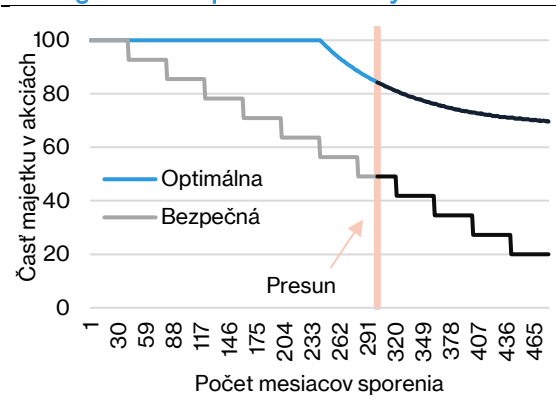
Prestupom na predvolenú stratégiu si dôchodok zvýšia aj súčasní sporitelia

garančného fondu by bolo v praxi realizované len u malej časti sporiteľov odchádzajúcich do dôchodku. Okrem toho, v najbližších rokoch splní podmienku na výplatu dôchodku z II. piliera len malé percento sporiteľov, čím sa pravdepodobnosť deficitného hospodárenia garančného fondu ešte znižuje.

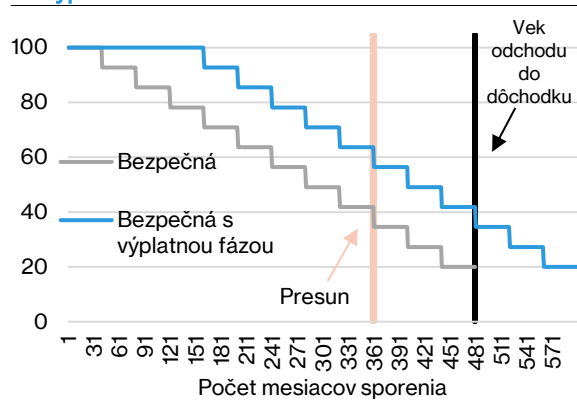
Sporenie v odporúčanej predvolenej stratégii je výhodné nie len pre nových, ale aj pre súčasných sporiteľov.²⁸ Problém neadekvátneho rozloženia úspor medzi rizikové a konzervatívne aktíva je aktuálny najmä pre súčasných sporiteľov. Technická analýza modeluje optimálnu stratégiu pre profily súčasných sporiteľov s rozdielnou dĺžkou sporenia a nasporenej sumy. Optimálnou stratégiou je aj pre súčasných sporiteľov tzv. akumuláčnã strategã s mierne upravenou implementáciou. Zatiaľ čo pri nových sporiteľoch definovala počet rokov, po ktorých sporiteľ začína posilať príspevky do dlhopisového fondu, pri existujúcich sporiteľoch udáva pomer majetku v akciách v každom mesiaci sporenia (Graf 6). Napríklad sporiteľ, ktorý má pri presune 15 rokov do dôchodku, by mal optimálne držať 84 % majetku v akciách a zvyšok v dlhopisoch. V takomto pomere sa rozloží po presune jeho majetok a v rovnakom pomere sa začnú rozkladať jeho príspevky. V ďalšom sporení sa jeho portfólio upravuje tak, aby rozloženie majetku stále kopirovalo odporúčanú krivku.

Ponechanie majetku v dlhopisovom fonde a presmerovanie iba nových príspevkov do rizikových aktív nie je optimálna voľba. Alternatívnou stratégiou pri presune súčasných sporiteľov je ponechanie majetku v dlhopisovom fonde a posielanie nových príspevkov do indexového fondu. Takáto strategã je však prehnane konzervatívna vo fáze sporiteľovej kariéry, kedy by si mal sporiť agresívnejšie a naopak môže byť príliš riziková na konci kariéry, kedy by mal rizikovosť svojho portfólia znižovať. Simulácie preukázali, že vo väčšine prípadov existuje inã sporiaca strategã, ktorá ponúka vyšší očakávaný výnos pri nižšej miere rizika.

GRAF 6 : Presun účastníkov do predvolenej stratégie 15 rokov pred dôchodkovým vekom



GRAF 7 : Upravenie bezpečnej stratégie o výplatnú fázu



²⁸ Pri presune sporiteľov záleží aj na načasovaní zmeny portfólia. Ak by bol majetok presunutý do nadhodnotených akcií, ktorých cena krátko na to klesne, sporiteľ tým stratí časť svojich úspor. Presun preto môže byť uskutočnený jedným z troch spôsobov: Presun všetkých úspor naraz, postupný presun úspor v priebehu troch rokov alebo v najvýhodnejšom bode podľa uváženia DSS v priebehu troch rokov. Voľba spôsobu presunu záleží najmä od očakávaného vývoju na trhu akcií.

Presun sporiteľov do predvolenej stratégie nemusí zvýšiť dôchodok pre tých, ktorí sú blízko odchodu do dôchodku. Sporiteľ presunutý do optimálnej stratégie blízko dôchodkového veku by v prípade prepadu trhu riskoval, že skončí so stratou oproti dlhopisovému fondu. Na základe technickej analýzy preto odporúčame upraviť aj výplatnú fázu (10 ročný programový výber a následná kúpa anuity). Sporiteľov, ktorí majú minimálne 12 rokov do dôchodku, odporúčame presunúť do optimálnej stratégie. Pri začatí čerpania programového výberu by sporiteľ držal v akciách približne 70 % majetku, po desiatich rokoch by to bolo 20 %. Sporiteľov, ktorí majú menej ako 12 rokov do dôchodku odporúčame presunúť do tzv. bezpečnej stratégie s výplatnou fázou (Graf 7). Pri odchode do dôchodku budú držať približne 35 % majetku v akciách a tento pomer počas výplaty programového výberu klesne na 20 %. Sporitelia budú profitovať z vyššej alokácie do akcií a teda aj vyššieho výnosu pri takmer rovnakom riziku.

BOX 1: Odporúčania politik

- 1. Automatický vstup do predvolenej stratégie pre všetkých nových sporiteľov v II. pilieri.** Aktívnym sporiteľom bude ponechaná možnosť voľby vlastnej investičnej stratégie, tak ako doteraz. Ako predvolenú stratégiu odporúčame tzv. akumuláciu stratégiu, v ktorej sporiteľ investuje výlučne do akcií počas prvej fázy sporenia. Tá začína prvým príspevkom do II. piliera a končí, keď počet rokov do dôchodku bude nižší než počet rokov doterajšieho sporenia. Následne posielajú sporiteľ nové príspevky do dlhopisového fondu. Zavedenie tejto stratégie musí byť prepojené s úpravou výplatnej fázy. Ak by zmena výplatnej fázy nenastala, alternatívou tejto predvolenej stratégie je tzv. bezpečná stratégia, počas ktorej klesá alokácia do akcií zo 100 % pri príchode na trh práce na 20 % pri odchode do dôchodku.
- 2. Úprava výplatnej fázy, v ktorej by sporiteľ naďalej investoval časť majetku do akcií a zavedenie povinnej anuitizácie úspor.** Pri dosiahnutí dôchodkového veku si sporiteľ v optimálnej stratégii bude nasledujúcich 10 rokov znižovať alokáciu do akcií na 20 %, a to buď pri pokračujúcom sporení alebo pri programovom výbere. Ochráni sa tak pred rizikom poklesu úspor, ak by sa prepadol akciový trh. Navyše bude naďalej profitovať z dodatočnej alokácie majetku do akcií. Po 10 rokoch od dovŕšenia dôchodkového veku by mal sporiteľ v prípade čerpania úspor povinnosť zakúpenia doživotnej anuity, aby predišiel riziku nedostatočných úspor v prípade dlhovekosti.
- 3. Presun súčasných sporiteľov do predvolenej sporiacej stratégie.** Ak by došlo k úprave výplatnej fázy, odporúčame presunúť sporiteľov, ktorí majú viac ako 12 rokov do dôchodku, do tzv. akumulácie stratégie. Pre sporiteľov starších ako 50 rokov potom odporúčame prechod do tzv. bezpečnej stratégie s programovým výberom. Obdobne ako v prípade nových sporiteľov platí, že aktívni sporitelia si budú môcť nastaviť vlastnú investičnú stratégiu, tak ako doteraz. Alternatívnym riešením v prípade zachovania dnešnej podoby výplatnej fázy je presunutie všetkých súčasných sporiteľov do tzv. bezpečnej stratégie.
- 4. Zaviesť povinnosť každej dôchodkovej správcovskej spoločnosti spravovať jeden pasívny fond investujúci do globálnych akciových indexov a jeden pasívny fond investujúci do európskych alebo svetových dlhopisových indexov.** Sporenie na dôchodok je dlhodobé sporenie, je preto potrebné prispôbiť dĺžku dlhopisov dĺžke sporenia. Pasívne dlhopisové fondy poskytli v minulosti vyšší výnos než dlhopisové fondy spravované dôchodkovými správcovskými spoločnosťami. Svetové akciové indexy mali v minulosti podobné výnosy ako tie americké. V ich prospech hovorí aj geografická diverzifikácia rizika. Pasívne dlhopisové a akciové fondy by slúžili pre investovanie úspor sporiteľov v II. pilieri v rámci odporúčanej predvolenej investičnej stratégie. Menej preferovanou alternatívou pri kalibrácii

odporúčanej predvolenej stratégie môže byť využitie fondov, ktoré spravujú DSS už v súčasnosti. Namiesto pasívneho dlhopisového fondu by to bol aktuálny aktívne spravovaný dlhopisový garantovaný fond. Namiesto pasívneho fondu investujúceho do globálnych akciových indexov by to bol najrizikovejší fond²⁹ spravovaný danou DSS bez ohľadu na to, či je aktívne alebo pasívne riadený. Podiel majetku investovaného do akcií by však v týchto fondoch nesmel poklesnúť pod 75 %.

5. **Zavedenie garancií na nezáporný výnos sporenia v II. pilieri.** Sporiteľovi, ktorý bude počas celej kariéry investovať podľa odporúčanej predvolenej stratégie bude poskytnutá garancia v podobe nezáporného nominálneho zhodnotenia. Sporiteľom, ktorí budú do predvolenej stratégie presunúť, sa bude garantovať minimálna nasporená suma daná úhrnom majetku nasporeného do presunu a nových príspevkov.

²⁹ Na základe ukazovateľa SRRI (Syntetický ukazovateľ rizika a výnosu).

Referencie

1. OECD (2016), OECD Pensions Outlook 2016, OECD Publishing, Paris
2. OECD (2018), OECD Pensions Outlook 2018, OECD Publishing, Paris
3. Rudolph, Heinz P. 2016. Building voluntary pension schemes in emerging economies (English). Policy Research working paper; no. WPS 7779. Washington, D.C. : World Bank Group.

Tento komentár vychádza ako sprievodný dokument k technickej analýze Default investment strategies in pension saving, The case of Slovakia. Obsahuje všetky predpoklady a podrobné výpočty na základe ktorých boli formulované závery a odporúčania v tomto komentári. Za cenné rady pri jej vypracovaní autori ďakujú Ľubošovi Pástorovi (University of Chicago), Ľudovítovi Ódorovi, Martinovi Šustrovi (obaja NBS), Pavlovi Povalovi (Norges Bank Investment Management), Zuzane Múčke, Viktorovi Novyzedlákovi, Marekovi Porubskému a Mariánovi Šalingovi (všetci RRZ) a Marekovi Chudému (IFP). Za akékoľvek chyby a opomenutia sú zodpovední výlučne autori.

Materiál prezentuje názory autorov a Inštitútu finančnej politiky, ktoré nemusia nevyhnutne odzrkadľovať oficiálne názory Ministerstva financií SR. Cieľom publikovania komentárov Inštitútu finančnej politiky (IFP) je podnecovať a zlepšovať odbornú a verejnú diskusiu na aktuálne ekonomické témy. Citácie textu by sa preto mali odkazovať na IFP (a nie MF SR), ako autora týchto názorov.