

The evaluation of pension funds in the world

Výkonnost penzijních fondů ve světě

Jana Kotěšovcová¹

Abstract

This item provides an overview and initial analysis of the data collected by the OECD on the aggregate investment performance of pension systems in the 23 countries - Latin and North America, CEE, Western Europe and Asia and Pacific, for which meaningful data series were available. It begins with a description of privately managed pension funds that are contained in the database. The item describes the types of pension funds and the regulatory environment in which they operate and compares the various pension systems according to the total assets under management and the allocation of investments among fixed-income and equity instruments. This is followed by a brief discussion of the challenges and limitations imposed by the way in which the data are reported by different countries and tabulations of the reported returns and standard deviations.

Key words

Pension Funds-Appropriate Measures of Performance-Investment Performance - Privately Managed Pension Funds-Regulatory Investment Environment-Assets Allocation-Bonds-Efficiency- Methods to Value Pension Funds' Assets - Report of Investment Returns- Standard Deviation-Average return

JEL Classification: G23

Úvod

„Od začátku finanční krize na konci roku 2008 utrpělo mnoho penzijních fondů velké ztráty, které byly zaznamenány i širokou veřejností a hodně se o nich diskutovalo. OECD odhaduje ztráty penzijních fondů v zemích OECD na \$5.4 mld. tj. asi 20 % hodnoty aktiv v těchto zemích v roce 2008“². Výnosy penzijních fondů v Latinské Americe a střední Evropě v r. 2008 byly dvoumístně záporné. Zaměření pozornosti na nominální výnosy z investic však opomíjí fakt, že výnosy jsou pouze jedním z několika faktorů, které určují výkon penzijních fondů. Dalšími faktory jsou administrativní náklady a náklady na řízení investic, frekvence platby příspěvků a chování účastníků při volbě věku odchodu do důchodu. „Jednotlivé státy navrhly řadu mechanismů pro snížení nákladů, včetně omezení poplatků (země střední a východní Evropy), centralizace výběru a použití slepých účtů (Lotyšsko a Švédsko), loterií, které získávají nové členy fondů (Chile a Polsko), a bezpapírových transakcí (Estonsko).“³

¹ Ing. Jana Kotěšovcová, VŠFS o.p.s., Estonská 500, 101 00 Praha 10, jkotesovcova@volny.cz

² Antolín, Pablo, and Fiona Stewart. 2009. "Private Pensions and Policy Responses to the Financial and Economic Crisis." OECD Working Paper on Insurance and Private Pensions no. 36.

Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris.

³ Valdes (2005); Calderón, Domínguez, and Schwartz (2008); and Impavido, Lasagabaster, and Garcia-Huitron (2009) have addressed the issue of costs.

Tradiční přístup k měření výkonnosti penzijních fondů kladl příliš velký důraz na krátkodobou výkonnost. Jelikož je cílem povinně financovaných systémů zajistit jedincům přiměřený důchodový příjem, není měsíční či roční výnos penze úplně významný, pokud není hodnocen podle určitého měřítka či plánu. Navíc, pokud jsou alternativy, kterým čelí investoři odlišné, nejsou mezinárodní srovnání výnosu či jiná měřítka výkonu, plně vypovídající.

1. Důležitost vhodných měřítek výkonu

Některé země zvažují nařízení vyšších úrovní informací pro veřejnost za účelem zlepšení možnosti přispěvatelů učinit informovaná rozhodnutí. Vynaložené úsilí však může přijít nazmar, protože přispěvatelé mají omezenou kapacitu chápat složitost systémů. Vzniklý problém může být vyřešen zčásti zlepšením finančních znalostí jedinců, ale může trvat desetiletí, než bude průměrný přispěvatel v takové pozici, že bude schopen učinit informované rozhodnutí o tom, kam svá aktiva umístí.

Pokud chybí relevantnější dlouhodobá měřítka výkonu, představuje existující důkaz o krátkodobém zhodnocení podnět pro management penzijních fondů, aby zaměřil své úsilí na maximalizaci krátkodobých výnosů. Fondy s nejlepším krátkodobým zhodnocením, nejsou však nutně ty nejlepší z dlouhodobého hlediska hodnocení výnosnosti. „Literatura o strategickém umístění aktiv poskytuje četné příklady případů, ve kterých se krátkodobé umístění aktiv střetává s dlouhodobými cíli, včetně výběru bezrizikových aktiv, mezinárodní diverzifikace portfolia a strategií zajištění měny před ztrátou“⁴. Předpoklad obsažený v tomto přístupu je, že účastníci budou schopni zhodnotit svou vlastní situaci a vybrat fond nejlépe odpovídající jejich dlouhodobým cílům. Avšak tyto kroky nebyly doprovázeny poučením přispěvatelů o strategiích, které mohou použít pro optimalizaci svých očekávaných penzijních příjmů v důchodovém věku⁵.

Vládám není příjemné poskytovat doporučení o rozdělení portfolia. Ačkoliv je tato neochota pochopitelná, je pravděpodobné, že důsledkem budou jedinci, kteří si vybrali neoptimální portfolio a nakonec dostanou nižší úroveň důchodové penze. Jak zdokumentovali Campbell⁶, Benartzi a Thaler⁷, pokud lidé nejsou schopni učinit rozhodnutí, mají tendenci spoléhat se na jednoduchou heuristiku, která v konečném důsledku není optimální.

Alternativou, která byla vyvinuta s cílem pokusit se vyřešit omezenou schopnost účastníků hodnotit své optimální riziko a cíle ve výnosech a provést úpravy, když se změní jejich věk, nebo jiné okolnosti, bylo zavedení fondů, které vešly ve známost jako fondy životního cyklu (life time cycle), které mohou sloužit jako benchmarks, dle kterých lze měřit výkonnost managementu jednotlivých penzijních fondů. Potřeba pohnout se kupředu ve vytvoření penzijních fondů životního cyklu může být podpořena nedávným zájmem střeoevropských vlád o udělení určitého druhu záruky reálné hodnoty příspěvků do penzijních fondů.

⁴ Campbell John Y., and Luis Viceira. 2002. *Strategic Asset Allocation: Portfolio Choice for Long-Term Investors*. Oxford: Oxford University Press.

⁵ Fondy životního stylu (Lifestyle funds) nebo vyvážené fondy jsou fondy, které automaticky znovu vyvažují svůj majetek ve směru cílového mixu aktiv, který zůstává v čase konstantní. Penzijní fondy životního cyklu mění přidělení aktiv v čase směrem k nástrojům stálého příjmu tak, jak se jedinci přibližují důchodovému věku.

⁶ Campbell, John Y. 2006. “Household Finance.” *Journal of Finance* 61: 1553–1604

⁷ Benartzi, Shlomo, and Richard Thaler. 2007. “Heuristics and Biases in Retirement Savings Behavior.” *Journal of Economic Perspectives* 21 (3): 81–104. Calderón-Colín, Roberto, Enrique E. Domínguez, and Moisés J. Schwartz. 2008

Konstatuje se, že návrh optimálních portfolií a měřítek může pomoci zredukovat náklady těchto záruk.⁸

2. Investiční výkon soukromě řízených penzijních fondů ve světě

Podkapitola poskytuje přehled, základní tabulky a úvodní analýzu dat, shromážděných OECD o celkovém investičním výkonu penzijních systémů v zemích, pro které byly dostupné smysluplné série dat.⁹ Začíná popisem penzijních fondů se soukromou správou, které jsou obsaženy v databázi. Podkapitola popisuje typy penzijních fondů a regulační prostředí, ve kterém fungují a srovnává různé penzijní systémy podle celkových spravovaných aktiv a rozdělení investic mezi nástroje s pevným příjmem a vlastní kapitál. Poté následuje krátké pojednání o výzvách a omezeních spočívajících ve způsobu, kterým jsou data oznamována různými zeměmi, tabulkách s uvedeným výnosem a standardních odchylkách, které jsou vypočteny z dat. Podkapitola obsahuje pozorování, odvozená z posouzení analyzovaných dat.

2.1 Charakteristika penzijních fondů se soukromou správou

„Z množství zdrojů jsou dostupná dostatečná data pro poskytnutí úvodního zhodnocení finančního výkonu penzijních fondů se soukromou správou v Latinské Americe, střední a východní Evropě a ve vybraných zemích OECD“¹⁰. Předaná data shromážděná OECD v r. 2007 poskytují komparativní popis penzijních fondů se soukromou správou ve 23 zemích.

Pro tento účel jsou klasifikovány penzijní fondy dle toho:

1. zdali jsou to penzijní fondy zaměstnanecké či soukromé
2. jaká je převaha definovaných dávek (DB) nebo definovaných příspěvkových (DC) penzijních plánů a
3. jaký je charakter investičních předpisů, kterým penzijní plány podléhají.

Za druhé je zde prezentováno mezinárodní srovnání soukromých penzijních fondů: celková hodnota aktiv, jejich podíl na HDP a struktura portfolia aktiv. Následuje popis způsobu prezentování hodnoty aktiv. V poslední části je obsažen prvotní přehled investičního výkonu soukromých penzijních fondů. Najdeme zde zobrazené roční geometrické a průměrné reálné výnosy pro všechny země za období, pro která jsou data dostupná tj. (prosinec 2000 – prosinec 2005). Údaje o uvedených výnosech jsou výnosy z hrubých investic na základě průměru vážených aktiv v různých zemích v nominální a reálné hodnotě v místní měně.¹¹ Prvním krokem pro stanovení výpočtu byla kompilace dat o investičním výkonu penzijních fondů v různých zemích. Toto bylo provedeno sběrem informací od regulátora každé země a sdružení penzijních fondů o členství, celkových aktivech pod správou, složení portfolia, výnosech investic, účtovaných provizích a poplatcích. Navíc byly shromažďovány informace o investičních předpisech, ocenění aktiv a metodologii použité pro kalkulaci investičních

⁸ Tyto záruky mohou být drahé a mohou podléhat morálnímu nebezpečí, pokud jsou spravovány v kontextu fondů životního stylu, ale mohou být mnohem méně drahé a s minimem morálních nebezpečí, pokud jsou nabízeny v kontextu optimálních benchmarků životního cyklu.

⁹ Tato kapitola čerpá hodně z podkladů připravených pro tento projekt z publikace Tapia, Waldo. 2008a. „*Private Pension Systems across Countries.*“ OECD Working Paper on Insurance and Private Pensions, No. 21. OECD, Paris.

¹⁰ Tapia, Waldo. 2008b. „*Comparing Aggregate Investment Returns in Privately Managed Pension Funds.*“ OECD Working Paper on Insurance and Private Pensions, No. 22. OECD, Paris.

¹¹ Pokud srovnáváme investiční výkon penzijních fondů v různých zemích, je důležité použít reálné výnosy, protože nominální výnosy mohou být vyšší v určité zemi jen proto, že je zde vyšší inflace. Abychom mohli srovnat investiční výkon, bylo by třeba *ideálně* srovnat výnosy bez nákladů na správu investic.

výnosů. Bohužel nejsou dostupná data kompletní. Údaje o výnosech na měsíční bázi jsou poskytovány pouze pro několik zemí (většinou latinsko-amerických). Většina ostatních zemí předala pouze roční data. Dostupná data o provizích a poplatcích jsou velmi omezená a neumožňují rozlišení mezi různými druhy nákladů, například náklady na provize a správu portfolia.¹²

2.2 Typy penzijních fondů se soukromou správou

V různých zemích lze vidět velké množství penzijních úprav (tabulka 1). Zajištění penze pomocí soukromě spravovaných penzijních plánů se uskutečňuje pomocí povinných i dobrovolných systémů a penzijních plánů, které jsou uzavírány jako zaměstnanecké, nebo individuální soukromé plány. Navíc jsou penzijní systémy organizované na bázi DC (Defined Contribution) tj. příspěvkově definovaný systém nebo DB (Defined Benefit) tj. dávkově definovaný systém.

Zaměstnanecké penzijní plány převládají v západní Evropě, Severní Americe, asijských a tichomořských zemích a v Brazílii. Tyto plány jsou dobrovolné ve Spojeném království a ve Spojených státech, povinné v Austrálii a téměř povinné (tj. většina pracovníků je má v důsledku zaměstnaneckých smluv mezi odbory a zaměstnanci) v Nizozemí. Na druhé straně se země v Latinské Americe, ve střední a východní Evropě (CEE) spoléhají hlavně na povinné soukromé penzijní smlouvy.

Zaměstnanecké penzijní plány v zemích OECD mají tradičně strukturu jako DB plány. V nedávné době jsme však viděli vyložený posun od plánů DB k plánům DC, zvláště ve Spojeném království a ve Spojených státech. V těchto zemích společnosti uzavřely nebo zmrazily své DB plány nebo je konvertovaly na DC plány.

Zaměstnanecké penzijní plány v Nizozemí a Švédsku si většinou zachovaly svůj DB charakter, ačkoliv bylo v minulých letech do plánů zahrnuto mnoho DC rysů. Zaměstnanecké systémy v Austrálii, Hong Kongu a Číně nabízí hlavně DC plány. Na rozdíl od variant v zajištění zaměstnanecké penze jsou soukromé penzijní plány kompletně typu DC. Sem patří švédské soukromé penzijní plány (penzijní systém Premium), což je plně financovaný DC systém založený na individuálních účtech. Charakteristiky penzijních systémů zahrnutých ve studii se nacházejí v tabulce 1.

¹² Tapia, Waldo. 2008a. "Private Pension Systems across Countries." OECD Working Paper on Insurance and Private Pensions, No. 21. OECD, Paris.

Tabulka 1: Penzijní fondy dle státu, typu a formy příspěvku

OBLAST	Stát	Datum vzniku	Povinné		Dobrovolné		DB vs. DC	
			Zaměstnan ecké	Osobní	Zaměstnan ecké	Osobní	% DB	% DC
Latinská Amerika	Argentina	1994		☐ x			0	100
	Bolivie	1997		☐ x			0	100
	Brazílie	1977			☐ x		0	100
	Chile	1981		☐ x			0	100
	Kolumbie	1994		☐ x			0	100
	Kostarika	2001		☐ x		☐ x	0	100
	El Salvador	1998		☐ x			0	100
	Mexiko	1998		☐ x			0	100
	Peru	1993		☐ x			0	100
	Uruguay	1996		☐ x			0	100
Státy střední a východní Evropy CEE	Česká republika	1994				☐ x	0	100
	Estonsko	2002		☐ x			0	100
	Maďarsko	1998		☐ x		☐ x	0	100
	Kazachstán	1998		☐ x			0	100
	Polsko	1999		☐ x			0	100
Severní Amerika	Kanada	1965			☐ x		84	16
	Spojené státy	1947			☐ x		71	29
Západní Evropa	Holandsko	1952	☐ x				95	5
	Švédsko	1967/2000	☐ x		☐ x		90	5
	Velká Británie	1834			☐ x		79	21
Asie - Pacifik	Austrálie	1992	☐ x				10	90
	Hong Kong	2000	☐ x				0	100
	Japonsko	1944			☐ x		99	1

Zdroj: Tapia 2007b, OECD, Global Pension Statistics.

2.3 Regulační prostředí pro investice

Regulace portfolia pro penzijní fondy se soukromou správou se může řídit principem obezřetné osoby, může být založena na kvantitativních omezeních portfolia, nebo může jít o kombinaci obou způsobů. Princip obezřetné osoby¹³ se zaměřuje na regulaci procesu rozhodování a chování investičních manažerů, spíše než ukládání specifických omezení na přípustné investice nebo limity podle investiční kategorie. Kvantitativní přístup předepisuje různé investiční limity ne pouze ohledně povolení typů investic, ale též ve vztahu k umístění a rozložení aktiv, kterým se investiční manažeři musí řídit při správě portfolia penzijních fondů. Tabulka 2 sumarizuje hlavní rozdíly v úpravě investic v různých zemích. Penzijní fondy

¹³ Zákonné pravidlo (Prudent Person Rule) omezující libovůli ve vztahu k účtu klienta na investice, které obezřetná osoba považuje za rozumný příjem a ochranu kapitálu, který by mohla nakoupit pro své vlastní portfolio. Toto pravidlo chce ochránit investory, používající služby investičního poradce před rizikovými nebo pochybnými investicemi.

v anglo-saských zemích se obecně řídí principem obezřetné osoby, zatímco latinskoamerické země a země CEE měly tendenci přijmout přístup kvantitativního limitu jako svůj hlavní regulační mechanismus. Investiční regulace soukromých fondů je typicky spojena s úrovní vývoje příslušných kapitálových trhů a jinými souvisejícími faktory. Za situace povinné regulace, vlády většinou přebírají vyšší stupeň odpovědnosti za výsledky systémů a tudíž mají “silnější” motivaci pro přísnější regulační přístup.

Tabulka 2: Schválená regulační pravidla

OBLAST	Stát	Pouze schválené investice	Limity pro jednotlivé druhy investic	Limity pro soubory investic	Limity od emitenta	Limity rizikovosti	Minimální zaručený výnos	Limit zahraničních investic
		x	x		x	x	x	x
Latinská Amerika	Argentina	x	x	x	x	x		x
	Bolivie	x	x		x	x	x	x
	Brazílie	x	x	x	x	x	x	x
	Chile	x	x	x	x	x	x	x
	Kolumbie	x	x	x	x	x	x	x
	Kostarika	x	x	x	x	x	x	x
	El Salvador	x	x	x	x	x		x
	Mexiko	x	x	x	x	x	x	x
	Peru	x	x	x	x	x	x	x
	Uruguay	x	x		x			x
Státy střední a východní Evropy CEE	Česká republika	x	x		x			x
	Estonsko	x	x		x			x
	Maďarsko	x	x		x			x
	Kazachstán	x	x	x	x			x
	Polsko		x		x			x
Severní Amerika	Kanada							
	Spojené státy							
Západní Evropa	Holandsko		x		x			
	Švédsko							
	Velká Británie							
Asie - Pacifik	Austrálie							
	Hong Kong							
	Japonsko							

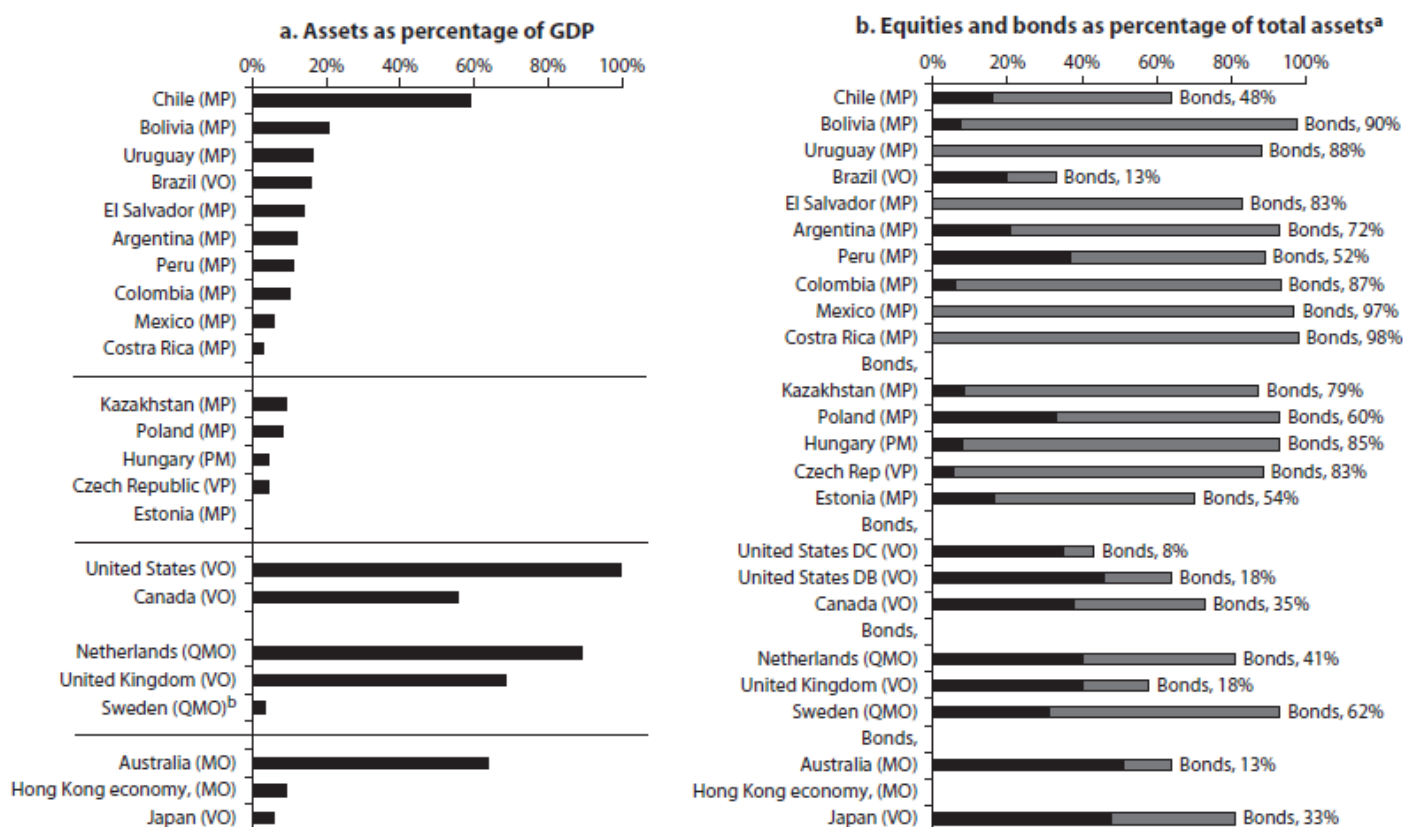
Zdroj: Tapia 2007b.

2.4 Celkové příjmy a alokace aktiv

Celková částka aktiv vlastněných soukromě spravovanými penzijními fondy jako podíl hrubého domácího produktu (HDP) se ve zkoumaných zemích významně liší (obrázek 2). Do

konce r. 2005 činily celkové příjmy ve 23 zemích více než 15 mld. \$, rozsah byl široký, od 100 % HDP v některých zemích OECD až po méně než 10 % ve většině latinskoamerických zemí a v zemích CEE. Relativně malá míra akumulovaných aktiv v Latinské Americe a zemích CEE může být částečně vysvětlena nedávným zavedením soukromých systémů, které jsou, s výjimkou Chile, v účinnosti teprve necelých 10 let. Rozdělení aktiv mezi akcie a dluhopisy vykazuje v jednotlivých zemích široký rozptyl (viz obr. 1). V některých státech udržují penzijní fondy celé své portfolio v cenných papírech s pevným příjmem, zatímco jinde nemají fondy v portfoliu cenné papíry s pevným příjmem žádné, či pouze malou část. Přímé investice se též výrazně odlišují, tvoří od 0 % až do 98 % umístění aktiv v závislosti na určité zemi. Tyto rozdíly v umístění aktiv mohou být částečně vysvětleny strukturou povinností poskytovat plnění (DB zaměstnanecké plány) a úpravami investic (DC soukromé plány). Jiné proměnné ovlivňující strategické rozmístění aktiv mohou zahrnovat další faktory, jako je věková struktura členů, historické důvody, konkrétní preference sponzora nebo proměnlivé předpovědi budoucích výnosů kapitálového trhu.

Obrázek 1: Celkový majetek a jeho rozdělení, 2004



Zdroj: OECD, *Global Pensions Statistics*. a Share in bonds provided. The other bar corresponds to the share in equity. The difference from 100 % corresponds to investment in other asset classes. b. Includes information only from Alecta. MO = mandatory occupational plans; MP = mandatory personal plans; QMO = quasi-mandatory occupational plans; VO = voluntary occupational plans; VP = voluntary personal plans.

2.5 Metody ocenění aktiv penzijních fondů a oznámení investičních výnosů

„Aktiva penzijních fondů jsou většinou oceňována tržními cenami. Navíc se přístup ke zveřejnění investičních výnosů v zemích mění. Soukromé penzijní plány v Latinské Americe a zemích CEE mají detailní předpisy, definující metodologii pro výpočet výnosů.

Tato úprava je obvykle definována dozorcím úřadem, buď jako oficiální kalkulace, nebo jako kontrolní, ověřující kalkulace majetku jednotlivých fondů. Kalkulační metody nabývají ještě větší důležitosti v těch zemích, které upravují výkon portfolia minimem nebo příslušnými zárukami pro míru výnosů. V důsledku toho se definice a kritéria pro kalkulaci a zveřejnění celkového výnosu v západní Evropě, severní Americe, asijských a tichomořských zemích mohou značně lišit v závislosti na investiční strategii a metodách použitých správcem aktiv. Dalším rozdílem v metodologiích kalkulace výnosu v jednotlivých zemích je řešení poplatků za správu.

Většina latinsko-amerických zemí zveřejňuje výnosy hrubé ve vztahu k poplatkům, zatímco některé země OECD zveřejňují netto-výnosy ve vztahu k některým poplatkům (například k administrativním poplatkům)¹⁴.

2.6 Zveřejněné výnosy a standardní odchylky

V důsledku těchto rozdílů v reportingu a regulačních rámcích, i rozdílů v časovém rámci zveřejněných období spolu s velkým množstvím jiných, specifických rysů jednotlivých penzijních systémů,¹⁵ je srovnání investičního výkonu v jednotlivých zemích založeno pouze na zveřejněných hodnotách. Proto bychom k zveřejněným výnosům měli přistupovat se značnou opatrností. I pokud pamatujeme na tato omezení, je užitečné ověřit si strukturu zveřejněných investičních výnosů, která, pokud nemáme plně srovnatelná data, umožňuje pouze prvotní srovnání v různých penzijních a regulačních nastaveních. Tabulka 3 uvádí průměrné reálné výnosy (nominální výnosy v místní měně minus cenová inflace) a standardní odchylku pro země v databázi. Tyto jsou prezentovány v první sadě sloupců pro celé období, pro které jsou údaje dostupné pro určitou zemi a v posledních dvou sloupcích pro poslední pětileté období, prosinec 2000 – prosinec 2005.

Tabulka 3: Základní statistické informace reálného výnosu podle jednotlivých států

Státy	Data od roku	Za celé období			Prosinec 2000 – Prosinec 2005	
		Průměrný výnos pomocí geometrického průměru	Průměrný výnos pomocí aritmetického průměru	Standardní odchylka	Průměrný výnos	Standardní odchylka
Latinská Amerika						
Argentina	1995	9,7	10,2	11,6	7,3	15,2
Bolivie	1998	10,1	10,2	4,6	9,6	5,9
Brazílie	1995	5,7	5,9	6,3	2,7	4,8
Chile	1982	9,5	9,8	8,5	6,1	2,7
Kolumbie	2002	5,8	5,9	3,3	4,6	3,3
Kostarika	1999	5,7	5,8	4,5	3,7	2,5
El Salvador	1998	7,3	7,3	3,8	6,5	4
Mexiko	1994	14,3	14,6	8,8	15	6,1
Peru	1997	14,7	15,3	13	19,2	16,4

¹⁴ Tapia, Waldo. 2008b. "Comparing Aggregate Investment Returns in Privately Managed Pension Funds." OECD Working Paper on Insurance and Private Pensions, No. 22. OECD, Paris.

¹⁵ Některé z těchto aspektů, jako je investiční horizont a existence budoucích závazků, jsou specifické pro penzijní fondy; jiné jsou specifické pro regulační rámec v každé zemi, včetně investičního regulačního režimu, kritérií pro ocenění portfolia, a metodologie používané pro penzijní fondy při kalkulaci investičních výnosů. Některé aspekty se vztahují k úrovni vývoje a výkonu místního finančního trhu.

Střední a Východní Evropa						
Česká republika	1995	1	1,1	1,6	1,5	1,5
Estonsko	2002	5,2	5,3	4,5	4,1	4,5
Maďarsko	1998	2,3	2,4	5,4	3,1	5,8
Kazachstán	1999	7,9	8,4	12,7	2,3	5,3
Polsko	2000	8,7	8,7	4,9	9,6	4,8
Severní Amerika						
Kanada (VO)	1990	6,2	6,2	3,2	3,5	1,9
Spojené Státy (DB) (VO)	1988	7,1	7,5	9,6	1,5	13,9
Spojené Státy (DC) (VO)	1988	6,1	6,5	8,7	0,7	13,1
Západní Evropa						
Holandsko	1993	6,1	6,4	8,2	2	10,3
Švédsko	1990	6,2	6,6	9,7	1	10,4
Velká Británie	1982	8,7	9,5	12,5	1,9	16,5
Asie-Pacifik						
Austrálie	1990	8,9	9,1	5,7	4,9	8,4
Hong Kong	2000	2,1	2,7	13,2	1,7	13,2
Japonsko	1990	3,4	3,7	8,9	4,8	13,9

Zdroj: OECD calculation from Tapia 2007b. a. Calculation since the data in the column headed "Data since" and for the last five-year period. Higher returns do not entail better performance because these data do not take into account several dimension (see main text) to allow performance comparisons. MO = mandatory occupational plans; MP = mandatory personal plans; QMO = quasi-mandatory occupational plans; VO = voluntary occupational plans; VP = voluntary personal plans.

Závěr

Některé země (jako např. Kolumbie) poskytují překrývající se výnosy (například 36 měsíční pohyblivé průměrné výnosy). Výnosy zveřejněné tímto způsobem nemohou být zpětně rozděleny na měsíční, čtvrtletí nebo roční výnosovou míru. Jedním ze závažnějších problémů při srovnání investičního výkonu v jednotlivých penzijních fondech a zemích, je nedostatek jasného rozdělení portfolia mezi různé třídy aktiv. Data oznamovaná penzijními fondy a regulátory též trpí zkreslením, které vzniká při sestavení váženého průměru různých penzijních fondů s použitím pouze dat z existujících fondů.

Pokud mám na mysli srovnatelnost dat v různých zemích, mohou být ze shromážděných dat sestaveny počáteční tabulky finančních výsledků. Ty indikují značné rozdíly, jak v úrovni reálných výnosů, tak ve standardní odchylce zveřejněných výnosů u různých zemí, které se liší od geometrických ročních středních výnosů. Standardní odchylky oznámených výnosů vykazují velký stupeň proměnlivosti sahající v pětiletém období od 2,0 % po +16 %. Pokud se díváme na vztah mezi oznámenými výnosy a jejich standardní odchylkou v pětiletém časovém horizontu (2000 - 2005), po které jsou data dostupná pro všech 23 zemí ve zkoumaném vzorku, zjistíme nejasný vztah mezi oznámenými úrovněmi výnosů a rozdíly mezi nimi. Je nutno poznamenat, že většina zemí měla relativně nízké, průměrné výnosy a relativně vysokou volatilitu měřenou standardní odchylkou.

Jiné země však dosáhly relativně vysokých výnosů s relativně vysokou volatilitou (Uruguay a v určitém rozsahu Argentina a Peru), zatímco ostatní dosahovaly relativně vysokých výnosů s relativně nízkou volatilitou (Bolívie a Polsko). Státy, jako Hong Kong, Čína, Japonsko, Spojené království a Spojené státy však udávají nízké průměrné výnosy po

dobu analyzovaných pěti let, ale též uvádějí vysokou volatilitu. Závěrem lze konstatovat, že standardní odchylka výnosů v zemích OECD je větší než mimo země OECD.

References

- [1] ANTOLÍN, PABLO, AND FIONA STEWART., 2009. “Private Pensions and Policy Responses to the Financial and Economic Crisis.” OECD Working Paper on Insurance and Private Pensions no. 36. Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris.
- [2] CAMPBELL JOHN Y., AND LUIS VICEIRA., 2002. Strategic Asset Allocation: Portfolio Choice for Long-Term Investors. Oxford: Oxford University Press.
- [3] CAMPBELL, JOHN Y. 2006. “Household Finance.” Journal of Finance 61: 1553–1604
- [4] BENARTZI, SHLOMO, AND RICHARD THALER., 2007. “Heuristics and Biases in Retirement Savings Behavior.” Journal of Economic Perspectives 21 (3): 81–104.
- [5] TAPIA, WALDO., 2008a. “Private Pension Systems across Countries.” OECD Working Paper on Insurance and Private Pensions, No. 21. OECD, Paris.
- [6] TAPIA, WALDO., 2008B. “Comparing Aggregate Investment Returns in Privately Managed Pension Funds.” OECD Working Paper on Insurance and Private Pensions, No. 22. OECD, Paris.