

Fondový důchodový systém a hrubé národní úspory

Herbert Heissler

Affiliation: Department of Economics and International Affairs, University of Finance and Administration, Prague, Czech Republic, herbert@heissler.cz

Petr Wawrosz

Affiliation: Department of Economics and International Affairs, University of Finance and Administration, Prague, Czech Republic, petr.wawrosz@gmail.com

Abstrakt

Článek rozebírá vliv fondového penzijního systému na tvorbu hrubých národních úspor. Vyvrací argument, že zavedení fondového systému bude mít automaticky vliv na růst těchto úspor. Podrobně je rozebrán vztah mezi mírou úspor a HDP, přičemž je ukázáno, že od určité výše úspor (od určitého bodu) další zvýšení úspor vede k poklesu HDP. I pokud se míra hrubých národních úspor nachází před tímto bodem, nemusí růst národních úspor vést k růstu HDP, pokud dané úspory nejsou použity na produktivní investice. Článek rovněž upozorňuje, že v ekonomice ČR hrají významný vliv zahraniční investice a že při dalším růstu domácích úspor by hrozilo nebezpečí „přeinvestování“ v české ekonomice.

Abstract

The article describes influence of the fund pension systems on the creation of gross national savings. The argument that the establishing of fund systems automatically causes the increase of gross national savings is refuted. The relationship between rate of national savings and GDP is analyzed and it is shown that after some rate (point) of saving is achieved then other increasing of the rate leads to the decline GDP. Even if the rate of gross national savings lies under such point the increase of gross national savings cannot lead to the increase of GDP, if the savings are not used for the efficient investments. The article points out the flow of foreign investments: other increase of the gross national savings together with foreign investments could lead to „overinvestments“ of the Czech economy.

Klíčová slova:

Fondový penzijní systém, hrubé národní úspory, PAYG systém, produktivní investice

Key words:

Fund pension system, gross national savings, PAYG system, efficient investments

1. Úvod

Jedním z argumentů kritiků průběžného systému financování důchodového pojištění (PAYG systému) je, že tento systém působí negativně na domácí úspory. Logika tohoto argumentu je na první pohled jasná – tím, že občané v produktivním věku jsou nuceni do tohoto systému přispívat, nemohou již peníze, které do systému povinně odevzdaly, uspořit. Stimulaci k úsporám nepodporuje potom dle kritiků ani skutečnost, že PAYG systém, alespoň formálně, garantuje osobám, které do něj přispívaly, nějaký důchod. Dotyčné osoby si tak mohou říci, že ve stáří budou zabezpečeny z dávek důchodového pojištění, že jim tyto dávky postačí a že si tedy nemusí na stáří dále spořit. Daná argumentace kritiků je o to závažnější, že domácí úspory jsou ve většině zemí hlavním zdrojem pro investiční výdaje firem. Pokud tyto úspory jsou nízké, mají domácí firmy ztíženou pozici, jak získat zdroje na nákup kapitálových statků. Nedostatek těchto zdrojů může vést k růstu úrokové míry a to k tomu, že některé investiční projekty, jejichž odhadovaná výnosnost je nižší než (zvýšená) úroková míra, nebudou realizovány. Kapitálové statky jsou potom dle ekonomické teorie (viz např. Barro a Sala-i-Martin 2003) jedním z hlavních faktorů ekonomického růstu, nízký (fyzický i hodnotový) objem kapitálových statků tedy může způsobit nízký růst HDP dané země.

2. Feldstainova studie o vztahu PAYG systému a úspor

Pravděpodobně nejznámější studie, které se týkají vlivu průběžného systému na úspory, publikoval M. Feldstain (Feldstain 1974, Feldstein 1996) – texty se logicky týkaly ekonomiky USA a amerického systému sociálního zabezpečení. Ve své studii z roku 1974 Feldstein tvrdí, že dodatečný dolar z tzv. Social Security wealth¹ snižuje úspory o 2,1 centů (při standardní chybě 0,6 %). Je třeba si ovšem definovat co znamená dolar z Social Security wealth: je to současná hodnota dávek, na kterou mají pojištěnci daného systému nárok, přičemž tato současná hodnota je vypočtena nejen pomocí diskontování ale rovněž pomocí pojistných pravidel, čili zahrnuje rovněž očekávanou dobu dožití a z toho plynoucí pravděpodobnou výši dávek, která bude pojištěncům po odchodu do důchodu do jejich smrti vyplácena. Jinými slovy, dodatečný dolar z Social Security wealth neznámá dodatečný dolar do systému vložený (tj. zaplacený na pojistném), ale dodatečný dolar, který osoby

¹ Česky lze daný pojem asi nejpřesněji přeložit jako bohatství ze sociálního zabezpečení.

přispívající do systému, získají (respektive mají nárok získat, přičemž je třeba zdůraznit, že se jedná o současnou hodnotu tohoto dodatečného dolaru). Mohlo by se zdát, že rozlišovat dané pojmy nemá smysl – k tomu, aby v budoucnu mohly osoby, které se průběžného systému účastní, získat více, musí být do systému rovněž více vloženo. Nicméně právě vzhledem k průběžnému charakteru daného systému lze dodatečný dolar vložit až v budoucnu, tj. až v okamžiku, kdy bude vyplácena příslušná dávka. Pokud má být ale zachována ekvivalence mezi tím, co jednotlivé osoby do systému vložily, a jejich dávkami, je zřejmé, že automaticky nelze spoléhat pouze na to, že budoucí plátcí do systému budou přispívat více, aby ti, kteří do systému přispívají v současnosti, získali větší příjem – je zřejmé, že i budoucí plátcí by měli mít nárok na vyšší dávky, které by musely být kryty z vyšších příspěvků další (obrazně řečeno „třetí“) generace. Nicméně, přes tento argument nemusí nutně dodatečný dolar z Social Security wealth znamenat růst současných příspěvků do systému (pojistné). Pokud totiž roste produktivita práce, mohou budoucí generace díky svým vyšším výdělkům (a to i po jejich očištění o inflaci) přispívat více než současné generace, přičemž tyto dodatečné příspěvky mohou být použity ve prospěch osob, které jsou právě v důchodu. Za předpokladu neustálého růstu produktivity práce není dokonce nutno příspěvky (výši pojistného) nijak zvyšovat – každá další generace bude, díky růstu produktivity práce, přispívat do systému více než předcházející. Předpoklad neustálého růstu produktivity práce je samozřejmě silný předpoklad, empirické výzkumy ukazují, že např. v dobách krize produktivita práce klesá. Navíc růst příspěvků plynoucích z vyšší produktivity práce může být vyvažován poklesem příspěvků v důsledku nepříznivého demografického vývoje, atd.

Ve své studii z roku 1996, která rozšířila data, s kterými pracovala původní Feldsteinova studie z roku 1974 (konkrétně s roky 1929 – 1971) o dalších 21 let, dospěl Feldstein k podobným závěrům – dodatečný dolar z SSW snižuje úspory o 20 až 30 centů. Protože celková hodnota SSW v roce 1992 činila dle Feldsteina 14246 mld. USD, tak se Feldstein domnívá, že tato hodnota znamenala růst spotřeby o cca 400 mld a logicky tedy pokles úspor o stejnou částku. Úspory dle Feldsteina rovněž poklesly o dalších 16 mld. USD v důsledku existence některých daní, které jsou spojeny s příspěvkem do amerického systému sociálního zabezpečení. Celkový pokles úspor tak v roce 1992 dle Feldsteina (1994) činil 416 mld. USD. Protože osobní úspory v USA v tomto roce činily 248 mld. USD, dospívá Feldstein k závěru, že potenciální osobní úspory mohly dosáhnout až (664 mld. USD), respektive že v USA nebylo vytvořeno 62,65 % z potenciálního množství úspor.

Je třeba konstatovat, že již původní Feldsteinova studie z roku 1974 byla kritizována. Leimer a Lesnoy (1982) se kupř. domnívaly, že Feldsteinovy výpočty byly zatíženy chybou a ve svém textu, ve které protáhly časovou řadu původní Feldsteinovy studie do roku 1974, tvrdí, že 1 dodatečný dolar z SSW znamená pokles úspor pouze o 1,1 centu, přičemž statistická chyba jejich závěrů činí 0,010 %. Feldstein (1982, respektive 1996) tuto chybu odmítá, když tvrdí, že odlišné závěry práce Leimer a Lesnoy jsou dány právě rozšířením časové řady až do roku 1974, přičemž nebyly vzaty do úvahy podstatné změny ve vyplácení dávek, které byly schváleny v roce 1972. Tyto změny spočívaly ve zvýšení dávek o 20 % a v indexaci dávek v závislosti na inflaci. Ačkoliv Feldstein (1996) tyto změny zahrnul a podrobněji rovněž pracoval s mírou nezaměstnanosti a s úrokovou mírou, které také ovlivňují spotřebu a úspory, stále jeho studie neobsahovala demografické faktory, změny v jednotlivých druzích nezaměstnanosti. Z hlediska prodlužování doby dožití vzal do úvahy pouze zvyšování věku odchodu do důchodu. Nezabýval se dále růstem jiných sociálních programů (např. Medicare) a dalšími změnami v sociální oblasti.

Je samozřejmé, že ve většině případů platí, že určitá studie nemůže vzít do úvahy všechny faktory, které působí na zkoumanou proměnou. Svět je komplexní zpětnovazebný systém, zejména sociální jevy vznikají jako nezamýšlený důsledek lidského jednání – jinými slovy lidé sice sledují své cíle a k dosažení těchto cílů nějakým způsobem jednají, souhrnem jednání jednotlivých lidí však vznikají stavy, které jednotliví jednatelé nezamýšleli. Přes použité statistické metody jsou proto Feldsteinovy závěry zpochybnitelné – to, zda by úspory vskutku vzrostly, se nelze přesvědčit jinak, než že by systém sociálního zabezpečení byl zrušen. Jak ale uvádí Blanchard (2010), problém spočívá v tom, že daný systém slibuje výplatu dávek těm, které do tohoto systému přispívaly a již jsou v důchodu, respektive přispívají a do důchodu se teprve chystají. Jednoduše zrušit tento systém není možné. Zrušení by znamenalo výrazný zásah do důvěry občanů ve vládu, v její sliby a nepochybně by tento zásah vedl k příslušným změnám chování, přičemž je možné, že tento pokles důvěry by znamenal další pokles úspor – jak konstatují Lea, Tarpy a Webley (1994), v dobách s nízkou důvěrou občané často méně spoří, protože se obávají, že jejich úspory budou znehodnoceny, odebrány apod.

Není potom dále pravdou, že přechod k fondovému systému by automaticky znamenal růst úspor. Jak uvádí Blanchard (2010) jak PAYG systém, tak fondový systém přes podstatné odlišnosti mají společný základ – v obou systémech osoby v produktivním věku přispívají do

systemu a po odchodu do důchodu dostávají dávky. Povinný fondový systém potom také s sebou přináší pokles osobních úspor – i v tomto systému musí přispěvatelé do systému dávat peníze a tyto už nemohou použít na svoje osobní úspory. Obecně zde lze konstatovat, že povinný fondový systém mění strukturu úspor – osobní úspory klesají a veřejné úspory (zdroje v povinném fondovém systému jsou řazeny do veřejných úspor) rostou. Fondový systém neměl mít vliv na celkové úspory (které se skládají z osobních úspor domácností, veřejných úspor² a hrubých úspor firem. Navíc, pokud v PAYG systému nespoří přispěvatelé proto, že očekávají v době svého důchodu dávky z tohoto systému, tak ve fondovém systému nebudou spořit proto, že očekávají v době svého důchodu dávky z fondového systému.

3. Fondový systém a národní úspory

Závažný argument ve prospěch fondového systému říká, že na rozdíl od průběžného systému tento systém peníze, které jsou do něj vloženy, dokáže zhodnotit. V průběžném systému jsou aktuálně vybrané peníze prakticky ihned použity na výplatu současným důchodcům, takže zde zhodnocení není cílem systému – má ale smysl dodat, že v situaci, kdy suma vybraného pojistného je vyšší než vyplacené dávky, tak takto vzniklý přebytek může být zhodnocen. Z hlediska dávek, které jsou aktuálně vypláceny současným důchodcům, lze předpokládat, že tyto dávky budou použity zejména na jejich spotřebu – dotyčné osoby nemají zpravidla další příjem, respektive dané dávky obvykle tvoří rozhodující část jejich příjmu. Nicméně dotyčné osoby mohou vedle dávek důchodového pojištění disponovat bohatstvím z minulosti. Rovněž mohou mít z přirozených důvodů nižší spotřebu – jak ukazují závěry několika studií (např. Banks , Blundell a Tanner 1998; Bernheim , Skinner a Weinberg 2001, Miniaci, Monfardini a Weber 2007) které se zabývaly spotřebním chováním osob po odchodu do důchodu, tak spotřeba těchto osob klesla. Závěry daných studií odpovídají poznatkům psychologie, biologie apod. (viz např. Lee, Tarpy a Webley 1994; Wágnerová 2007; Gruss 2009), které říkají, že ve stáří se potřeby člověka snižují³. Jinými slovy nemusí

² Veřejné úspory zahrnují přebytky veřejných rozpočtů, respektive státní aktiva vzniklá kumulací těchto rozpočtů a přebytky dalších povinně vytvářených fondů.

³ Dalo by se zde protiargumentovat, že ačkoliv osoby v důchodovém věku nemají z biologického hlediska tak velké potřeby, zvyšují se náklady na zdravotní péči těchto osob. Pokud by tato péče byla hrazena přímo ze zdrojů důchodců, tak by nepochybně jejich spotřeba (alespoň) v dané oblasti zdravotní péče rostla. Nelze však zapomínat, že ve vyspělých zemích je většina nákladů na zdravotní péči hrazena prostřednictvím systémů veřejného zdravotního případně soukromého pojištění. Jinak řečeno, je hrazena z pojistného, které důchodci zaplatili - v případě veřejného zdravotního pojištění nyní odhlížíme od skutečnosti, že toto pojištění rovněž de

platit, že veškeré vyplacené dávky jsou použity na spotřebu – část z nich může být uspořena. Samozřejmě záleží, v jaké formě úspory existují – pokud by byly v hotovostní podobě, tak by nemohly sloužit jako zdroj na firemní investice, ve vyspělých zemích je ale hotovostní podoba krajně neobvyklá.

Ve fondovém systému jsou peníze vložené do systému primárně investovány (tj. jsou za tyto peníze nakoupena aktiva přinášející výnos). Na první pohled se zdá, že by příspěvky do fondů měly generovat další peníze. Nelze ale zapomínat, že i ve fondovém systému dříve nebo později nastane situace, kdy konkrétní fondy začnou vyplácet příslušné dávky. Ať už tyto dávky vyplácejí v hotovostní nebo bezhotovostní podobě, tak fondy musí mít na jejich výplatu dostatek zdrojů. To ovšem znamená, že i vybírané peníze musí fondy mít v likvidní podobě, aby je mohly použít na výplatu dávek. Lze samozřejmě protiargumentovat, že fondy si mohou na konkrétní výplatu osobám, jež mají nárok na dávku, půjčit, přičemž půjčku budou mít krytu majetek fondu - tedy aktivy, které byly za příspěvky do fondu nakoupeny. Nicméně potom daná aktiva musí nést vyšší výnos, než je úrok z dané půjčky. Tento úrok navíc nemůže být použit ve prospěch příspěvatele do systému. Fondy se navíc logicky nemohou spoléhat, že jim vždy bude půjčena celá částka, kterou potřebují vyplatit, čili musí udržovat alespoň nějakou rezervu. Množství peněz, které fondy mohou investovat, je tak vždy limitované a je zpravidla nižší než suma vybraných příspěvků do fondů.

U povinných fondových systémů je rovněž důležitým argumentem bezpečnost investic (viz např. Klvačová a kol. 2006) – příspěvatelé do fondů logicky očekávají, že se jim jejich příspěvky vrátí, že je fond neinvestuje do aktiv, která ztratí hodnotu apod. Jak z principu věci nemůže být žádná investice bezriziková⁴, protože vždy může nastat situace, se kterou žádná investiční strategie nepočítá⁵, je zřejmé, že některá aktiva jsou více riziková a jiná méně. Z hlediska finančních zdrojů podniku potom platí, že zdroje povinných penzijních fondů mohou být použity ve prospěch konkrétních podniků. Jak investice povinných penzijních fondů do jednotlivých aktiv jsou v různých zemích regulovány různě, obvykle platí, že tyto fondy mohou nakupovat akcie a dluhopisy pouze vybraných podniků, typu firem veřejně

facto funguje na průběžném principu. Obecně je důležité, že ve vyspělých zemích důchodci nejsou zpravidla nuceni výrazně zvyšovat své výdaje (a tedy i spotřebu) na zdravotní péči. Eventuální růst těchto výdajů hrazený prostřednictvím pojištění tak nemusí kompenzovat pokles spotřeby v důsledku biologických a dalších faktorů.

⁴ Podrobněji např. Pavlát a Kubíček (2010).

⁵ Ve finančním žargonu se hovoří o výskytu tzv. černé labutě. Odborně lze hovořit o systematickém riziku. Podrobněji viz např. Synek (2011)

obchodovaných na hlavních trzích největších burz, podniků, jejichž aktiva mají nejvyšší rating, atd. (viz rámeček „Možné investice fondů penzijního připojištění v ČR“). Obecně by se dalo říci, že povinné penzijní fondy mohou investovat pouze do aktiv podniků, které by zdroje k financování své činnosti získaly i bez penzijních fondů – jinak řečeno aktiva těchto podniků by si rády koupily i jiné subjekty než penzijní fondy.

Svým způsobem lze dokonce tvrdit, že skutečnost, že penzijní fondy mají dovoleno investovat do úzké skupiny aktiv, přispívá k růstu cen těchto aktiv a tudíž ke snižování jejich výnosu – poptávka po těchto aktivech může převyšovat jejich nabídku. Tato skutečnost může mít i negativní konsekvence: v důsledku růstu cen aktiv vybraných podniků a z toho plynoucího snižování jejich výnosu, mohou v případě investic do firemních akcií osoby, které tyto akcie nakoupily, tedy akcionáři (včetně penzijních fondů jako akcionářů) u těchto firem požadovat, aby se zabývaly riskantnějšími projekty, které by výnos (zisk) firmy (a tedy i výnos/dividendu) připadající na akcionáře zvýšily. Větší riziko spojené s takovými projekty se ovšem může v případě neúspěchu daného projektu (konkrétním projevem neúspěchu může být ekonomická ztráta dané firmy) obrátit proti akcionářům – v případě neúspěchu logicky cena daných akcií klesne a akcionáři v případě prodeje realizují ztrátu (rovněž ji logicky realizují z hlediska dividend, které za situace ekonomické ztráty podniku nemohou být vypláceny). V případě investic penzijních fondů do státních dluhopisů očekávaná vyšší cena dluhopisů, může vést k tomu, že investoři alespoň neformálně požadují vyšší výnos (kupón) z daného dluhopisu. Pokud státy na tento požadavek přistoupí, může to vést k růstu deficitu veřejných rozpočtů a veřejného dluhu s možnými negativními konsekvencemi – nutností zvyšovat daně, případně redukcí potřebných veřejných výdajů apod. (včetně možnosti státního bankrotu)⁶. Obecně se tedy ukazuje, že, pokud důsledně domýšlíme zavedení povinného fondového systému, tak tento systém může s sebou přinášet řadu negativ.

⁶ Je třeba připustit, že pro zde uvedené tvrzení, tj. že penzijní fondy vyžadují po státu vyšší výnos (kupón) z dluhopisu neexistuje empirické důkazy. Nicméně existují studie, které ukazují (jedná se o studii Blommestein 2007), že penzijní fondy poptávají dluhopisy s dlouhou dobou splatností (20-30 let) a že vlády na tuto poptávku reagují a dané dluhopisy emitují. Vlády pochopitelně oficiálně nechtějí přiznat, že při svém rozhodování o výši úroků z vládních dluhopisů, mohou podléhat tlaku soukromých investorů. Tento tlak ale nepochybně existuje, zřetelný je v případě problémů nějaké země – např. po roce 2008 Řecko a některé další země musely zvýšit úroky ze svých dluhopisů, aby si je investoři byly ochotni koupit (jak uvádí např. Němeček (2011), výnos 10letých řeckých dluhopisů je o 12,5 procentního bodu vyšší než výnos 10letých německých dluhopisů). Lze předpokládat, že tento tlak soukromých investorů při emisi vládních (veřejných) dluhopisů se projevuje i v jiných případech.

Rámeček 1: Možné investice fondů penzijního připojištění v ČR

V ČR přes diskuse o zavedení možnosti povinně spořit si na stáří ve speciálních fondech, zatím nebylo jednoznačně definováno, do kterých aktiv by mohly tyto fondy investovat (z aktuálních diskusí prezentovaných v médiích plyne, že některé fondy by měly investovat pouze do státních dluhopisů, oficiální stanovisko zde ale neexistuje). Obecně je ale zřejmé, že možnosti investic těchto fondů nebudou volnější než možnosti investic současných (již v ČR od roku 1994 existujících a podnikajících fondů penzijního připojištění. Má proto smysl připomenout, kam podle zákona č. 42/1994 Sb. ve znění pozdějších předpisů (zákon o penzijním připojištění se státním příspěvkem) mohou tyto fondy investovat. Zákon zde jednoznačně konstatuje:

„Peněžní prostředky shromážděné penzijním fondem mohou být umístěny zejména do

- a) dluhopisů, jejichž emitentem je členský stát Organizace pro ekonomickou spolupráci a rozvoj nebo centrální banka tohoto státu, a dluhopisů, za které převzal záruku členský stát Organizace pro ekonomickou spolupráci a rozvoj,
- b) dluhopisů vydaných Evropskou investiční bankou, Evropskou bankou pro obnovu a rozvoj nebo Mezinárodní bankou pro obnovu a rozvoj nebo jinou mezinárodní finanční institucí, jejíž je Česká republika členem,
- c) podílových listů otevřených podílových fondů,
- d) cenných papírů, s nimiž se obchoduje na regulovaném trhu země Organizace pro ekonomickou spolupráci a rozvoj, který je povolen příslušným úřadem členského státu,
- e) movitých věcí představujících záruku bezpečného uložení peněžních prostředků, kromě cenných papírů,
- f) nemovitostí poskytujících záruku spolehlivého uložení peněžních prostředků a sloužících zcela nebo převážně k podnikání nebo bydlení.

Peněžní prostředky shromážděné penzijním fondem mohou být uloženy i na vkladových účtech, vkladních knížkách a na vkladech potvrzených vkladovým certifikátem nebo vkladním listem, a to u banky nebo pobočky zahraniční banky na území České republiky nebo u banky se sídlem na území členských států Organizace pro ekonomickou spolupráci a rozvoj. Výše takto uložených prostředků u jedné banky nesmí tvořit více než 10 % majetku penzijního fondu nebo 20 000 000 Kč, popřípadě ekvivalent této částky v cizí měně.“

4. Vztah mezi mírou úspor a HDP

Z výše uvedeného plyne, že zavedením povinného fondového systému s velkou pravděpodobností nevzroste celková míra úspor v dané společnosti - jinak řečeno, že se celkové domácí úspory zahrnující osobní úspory domácností (PS), hrubé úspory firem (GBS) a deficit/přebytek veřejných rozpočtů (BS) nemusí zvýšit. Předpokládejme ale, že k tomuto růstu úspor dojde. Ekonomická teorie od průkopnických článků Roberta Solowa⁷ ví, že ačkoliv úroková míra nemá žádný efekt na dlouhodobou výši tempa růstu výstupu na

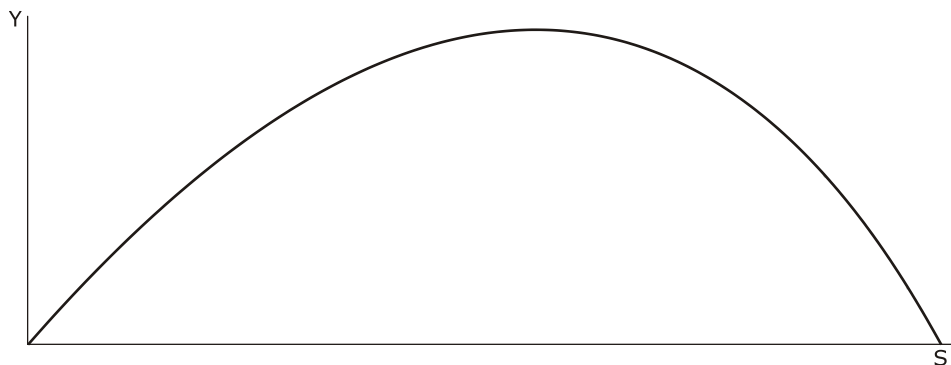
⁷ Blíže viz např. Solow (1956), respektive Solow (1957).

pracovníka (které je rovno 0), nicméně výše úrokové míry determinuje výši produktu (HDP) na pracovníka, přičemž platí, že zvýšení úrokové míry má po určitou dobu za následek zvýšení hodnoty výstupu na pracovníka (čili výše HDP roste)⁸. Ekonomická teorie zároveň ví, že podíl úspor na HDP se nemůže zvyšovat do nekonečna – růst úspor znamená pokles spotřeby o stejnou částku. Podíl úspor v žádné ekonomice nemůže dosáhnout 100 % - to by znamenalo, že ekonomika vůbec nespotřebovává. Navíc se zde uplatňují další zákonitosti, které stručně vysvětlíme. Předpokládáme přitom, že dodatečné úspory (tedy přírůstek úspor v důsledku růstu míry úspor) jsou použity na produktivní firemní investice do kapitálových statků, tedy že díky růstu úspor si firmy pořídily více kapitálových statků, které vyprodukovaly větší množství finálních statků, po kterých byla poptávka (tj. byly koupeny). Přes tento předpoklad dochází k následujícímu:

- přírůstek HDP, ke kterému dojde díky zvýšení množství kapitálových statků (investic, **I**), bude mít v důsledku zákona klesajících mezních výnosů klesající charakter,
- jak jsme výše uvedli, růst úspor o určitou částku znamená pokles spotřeby (**C**) o stejnou částku a tedy pokles HDP.

Dříve nebo později potom pokles HDP v důsledku poklesu spotřeby převýší růst HDP v důsledku růstu investic – právě proto, že se uplatňuje zákon klesajících mezních výnosů, bude dříve nebo později přírůstek HDP v důsledku růstu **I** malý (nebo dokonce roven 0), zatímco pokles HDP v důsledku poklesu **C** bude velký. Pokud se dostaneme do bodu, kdy přírůstek HDP v důsledku růstu **I** bude nižší než pokles HDP v důsledku poklesu **C**, potom by další zvyšování **S** vedlo jen k dalšímu poklesu HDP. Křivka závislosti výše HDP na výši úspor bude mít tedy tvar, který je znázorněn na obrázku 1.

Obrázek 1: Závislost výše HDP na výši úspor



⁸ Podrobněji např. Blanchard (2010).

Daný tvar závislosti HDP na výši úspor lze zdůvodnit ještě jednou logickou úvahou:

- pokud ekonomika vůbec nebude spořit (tj. veškeré úspory **S** budou nulové), tak vyprodukuje velmi málo, protože v ekonomice nebudou žádné kapitálové statky - pro jednoduchost lze uvažovat, že bez kapitálových statků ekonomika nevyprodukuje vůbec nic (HDP bude roven 0),
- pokud ekonomika použije všechny zdroje na úspory, nebudou domácnosti vůbec spotřebovávat. Potom ale firmy přestanou produkovat a HDP rovněž dříve nebo později klesne na 0.

Mezi těmito krajními body leží bod výše úspor, při které je HDP maximální – hodnotu úspor v daném bodě lze nazvat optimální výši úspor. Pokud je skutečná výše **S** nižší než tato optimální výše úspor, vyplatí se úspory zvyšovat, pokud je naopak skutečná výše **S** vyšší než tato optimální výše úspor, vyplatí se úspory snižovat.

5. Vliv zahraničních investic

Tvar závislosti výše HDP na výši úspor nápadně připomíná Lafferovu křivku znázorňující závislost mezi daňovým výnosem a daňovou sazbou. Stejně jako v případě Lafferovy křivky, kde je obtížné empiricky stanovit výši daňové sazby, pro kterou je daňový výnos maximální, zde je obtížné empiricky stanovit optimální výši úspor. Zejména se obtížně určuje, jaké budou skutečné přírůstky HDP v důsledku růstu úspor, a jde tak těžko určit, zda tyto přírůstky HDP budou vyšší nebo nižší než pokles HDP v důsledku poklesu spotřeby. Z hlediska české ekonomiky, kde se podle údajů Českého statistického úřadu míra hrubých národních úspor dlouhodobě pohybuje nad 20 % a míra hrubých úspor domácností dlouhodobě kolem 10 % (je potom otázkou, zda by případné zvýšení úspor mělo na růst HDP efekt, který některé teorie předpokládají (tj., že by došlo k růstu HDP). Nelze navíc zapomenout, že vedle domácích úspor přicházejí do české ekonomiky rovněž zahraniční investice, které jsou tak dalším významným zdrojem firem z hlediska jejich pořízení kapitálových statků.

Tabulka 1: Podíl úspor a PZI na HDP ČR

| Ukazatel | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|-----------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Míra hrubých národních úspor v % | 24,9 | 25,2 | 24,9 | 23,4 | 21,6 | 23,3 | 25,2 | 26,1 | 26,4 | 25,9 | 22,0 | 21,5 |
| Míra hrubých úspor domácností v % | 8,5 | 8,4 | 7,4 | 8,3 | 7,4 | 5,4 | 8,2 | 9,6 | 10,9 | 10,3 | 9,5 | 9,5 |
| Podíl PZI na HDP v % | - | - | - | - | - | - | 2,97 | 3,25 | 4,37 | 6,57 | 7,49 | 7,93 |

PZI = přímé zahraniční investice

Pramen: Český statistický úřad, vlastní výpočty

Z tabulky 1 je zřejmé, že celkový součet hrubých domácích úspor a přímých zahraničních investic od roku 2005 dosahuje cca 30 % českého HDP. Vzhledem k této výši lze vyslovit hypotézu, že další zvýšení úspor by nemělo výše zmíněné očekávané efekty, že by dané úspory byly investovány do neproduktivních investic (tj. investic, které by negenerovaly produkci dalších statků). Zdůrazněme zde, že, pokud by došlo k tomuto vývoji (tj. růstu úspor, jež by byly použity na neproduktivní investice), tak krátkodobě by HDP ČR rostl – nové investiční výdaje by hodnotu HDP zvyšovaly. Svým způsobem by se ale jednalo o bublinu v oblasti investic – poté, co by se ukázalo, že tyto investice negenerují produkci finálních statků, respektive negenerují ji v dostatečné míře (aby dané investiční výdaje mohly být uhrazeny), došlo by ke „splasknutí“ dané bubliny a poklesu HDP. Takovýto vývoj by nápadně připomínal vývoj na trhu nemovitostí v USA (respektive dalších zemích⁹) po propuknutí hypotéční krize. Zdůrazněme, že tato krize vznikla mj. proto, že investiční výdaje (v případě dané krize do nemovitostí) byly financovány z půjček, které ti, kdo si půjčovali, přestali být schopni splácet.

⁹ Zejména v Irsku a Španělsku.

6. Závěr

V případě ČR lze vyslovit hypotézu, že hrozí scénář, že penzijní fondy, které získají dodatečné úspory, tyto investice použijí na financování neproduktivních investic, takže subjekty, které od penzijních fondů zdroje získají, nebudou časem schopny tyto zdroje splácet. V takovém případě by samozřejmě vznikly v daném systému penzijních fondů vážné problémy. Zdůrazňujeme, že se jedná o hypotézu. Jsme si vědomi možných námitek, že pravidla regulace, do čeho budou smět penzijní fondy, které by dle uvažované penzijní reformy měly vzniknout, investovat, těmto fondům nedovolí investovat do rizikových firemních aktiv, tudíž že zde zmíněné nebezpečí je přehnané. Přesto jej pokládáme za možné, přičemž si nejsme vědomi, že by daná skutečnost byla zmiňována.

Literatura:

- Banks, J. Blundell, R. Tanner, S. (1998). Is there a retirement-savings puzzle. In: *American Economic Review*. 88(4), 769–788.
- Barro, R. Sala-i-Martin, X. (2003). *Economic Growth*. The MIT Press; 2nd edition.
- Bernheim, B. D. Skinner, J. Weinberg, S. (2001). What accounts for the variation in retirement wealth among U.S. households? In: *American Economic Review*. 91(4), 832–857.
- Blanchard, O. J. (2010). *Macroeconomics*. 5. Vydání. Boston: Pearson. 2010. ISBN 978-0-13-038771-4.
- Blommestein, H. J. (2007). Pension funds and the evolving market for (ultra-)long government bonds. *Pensions In: An International Journal*. 12. 4(Sep 2007), 175-184.
- Feldstein, M. (1974). Social Security, Induced Retirement and Aggregate Capital Accumulation. In: *Journal of Political Economy*. 82 No. 5 (September/October 1974), 905-26.
- Feldstein, M. (1982). Social Security and Private Saving: Reply. In: *Journal of Political Economy*. 90 No. 3 (June, 1982), 630-42.
- Feldstein, M. (1996). Social Security and saving: New time series evidence. In: *National Tax Journal*. 49. 2 (Jun 1996), 151-164
- Gruss, P. (2009). *Perspektivy stárnutí z pohledu psychologie celoživotního vývoje*. Portál.
- Klvačová, E. a kol. (2006). *Dobývání renty: teorie a praxe*. Professional Publishing. 2006. ISBN 80-86946-24-X.
- Lea, S. Tarpy, R. Webley, P. (1994). *Psychologie ekonomického chování*. Praha: Grada. 1994. ISBN 80-85623-93-5.
- Leimer, D. Selig, L. (1982). Social Security and Private Saving: New Time Series Evidence. In: *Journal of Political Economy*. 90 No. 3 (June, 1982), 606-29.
- Němeček J. (2011). *Vývoj dluhopisů je neslučitelný s měnovou unií*. Publikováno 13.5.2011. Dostupné on-line: <http://www.patria.cz/Zpravodajstvi/1824786/recky-premier-vyvoj-dluhopisu-je-neslucitelny-s-menovou-unii-na-pad-sazi-85-globalnich-investoru.html>
- Pavlát, V. Kubíček, A. (2010). *Regulace a dohled nad finančními trhy*. 2. přepracované vydání. Praha: vysoká škola finanční a správní, 2010.

- Miniaci, R. Monfardini, Ch. Weber, G. (2007). How does consumption change upon retirement? In: *Empir Econ* (2010) 38, 257–280.
- Solow, R. (1956). A Contribution to the Theory of Economic Growth. In: *Quarterly Journal of Economics*. (The MIT Press) 70(1), 65–94.
- Solow, R. (1957). Technical Change and the Aggregate Production Function. In: *Review of Economics and Statistics*. (The MIT Press) 39(3), 312–320.
- Synek, M. (2011). *Manažerská ekonomika*. 5. Aktualizované vydání. Praha: Grada.
- Vagnerova, M. (2007). *Vyvojova psychologie II*. Praha.