

# Struktura finančních aktiv domácností ve vyspělých státech<sup>#</sup>

*Petr Musílek\**

Cílem příspěvku je vysvětlit různé přístupy k alokaci úspor domácností ve vybraných vyspělých státech. Úvodní část příspěvku se zaměřuje na podstatné charakteristiky nejvýznamnějších finančních aktiv domácností. Pozornost je postupně věnována bankovním depozitům, cenným papírům, instrumentům životního pojištění a penzijních fondů. V následující části textu je proveden rozbor struktury finančních aktiv domácností ve vybraných zemích (USA, Velká Británie, Německo, Itálie a Japonsko). V závěrečné části příspěvku jsou diskutovány fundamentální důvody výrazné odlišnosti struktury finančních aktiv domácností ve zkoumaných vyspělých státech.

## **Alokační příležitosti domácností**

Domácnosti pravidelně rozdělují svůj příjem podle zvolených priorit. Část svého příjmu používají na úhradu běžných životních nákladů, občasných životních potřeb a vynucených finančně-investičních instrumentů (např. obligatorních instrumentů penzijního charakteru). Zbývající prostředky používají na nákup statků dlouhodobého užití, ukládají do bankovních depozitních instrumentů, instrumentů životního pojištění a na vytváření investičně-penzijního portfolia (dluhopisy, akcie, instrumenty kolektivního investování, instrumenty penzijních fondů). Domácnosti tedy využívají buď finanční, nebo reálné instrumenty, které slouží k rozmnožování bohatství. Je pro ně typické, že jejich užitkem je nárok na budoucí, často nejistý, příjem. I když dynamický rozvoj finančního inženýrství v posledních dekáдах umožnil domácnostem podstatné rozšíření alokačních příležitostí, rozhodující roli stále mají tradiční instrumenty, které jsou reprezentovány především depozitními instrumenty, cennými papíry (dluhopisy, akciemi, instrumenty kolektivního investování), životním pojištěním a penzijními instrumenty.

---

<sup>#</sup> Příspěvek je zpracován jako jeden z výstupů specifického výzkumu Fakulty financí a účetnictví VŠE v Praze, který je realizován v rámci IG F1/87/2014 *Chování cen investičních a úvěrových instrumentů*.

<sup>\*</sup> Prof. Ing. Petr Musílek, Ph.D. – profesor; Katedra bankovníctví a pojišťovnictví, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <musilek@vse.cz>.

**Bankovní depozita** představují nejjednodušší formu alokace volných peněžních prostředků. Vystupují zejména ve formě termínovaných vkladů<sup>1</sup> nebo úsporných vkladů<sup>2</sup>, které jsou poměrně málo rizikové, poněvadž se na ně nejen vztahuje do určité výše systém pojištění depozit<sup>3</sup>, ale i jejich hodnota v nominálním vyjádření nepodléhá tržním výkyvům. Termínované nebo úsporné vklady nejsou však obchodovány na sekundárních trzích, což omezuje jejich likviditu, která pak závisí na smluvených obchodních podmínkách (sjednaná lhůta uložení nebo délka výpovědi a výše sankčních poplatků za předčasný výběr). Atraktivita zvláštních forem vkladů může být navíc zvyšována státními dotacemi. Mezi nejvýznamnější prameny rizika vkladatelů bezesporu patří inflační znehodnocení. Reálná výnosová míra z termínovaných nebo vkladových instrumentů totiž závisí nejen na výši nominálního zúročení po zdanění, ale také na vývoji inflace. Efektivní výnosová míra z vkladů denominovaných v zahraničních měnách je pak navíc ovlivňována pohybem měnových kursů. Problematice bankovních depozit se podrobně věnuje specializovaná bankovní literatura (např. Dvořák, 1999 nebo Revenda, 2011).

**Cenné papíry** jsou tradičním nástrojem alokace volných peněžních prostředků domácností s vyspělou a stabilní tržní ekonomikou, která disponuje likvidním trhem cenných papírů. K významnému rozvoji trhů cenných papírů přispěl jak rozmach akciové formy podnikání, tak i po druhé světové válce velmi rozšířená politika deficitního financování. Z široké palety cenných papírů používají domácnosti ve vyspělých státech zejména akcie, dluhopisy a instrumenty kolektivního investování. **Akciové instrumenty** se poprvé objevily již v roce 1610 na Amsterdamské burze. V současné době jsou akciové společnosti převládající právní formou firem s naprosto rozhodujícím podílem na průmyslové výrobě, obchodu a finančnictví. Je však rovněž nutné uvést, že ve většině vyspělých států je jen malá část akciových společností charakteru veřejných společností, tzn. takových, jejichž akcie jsou pravidelně obchodovány na sekundárních trzích. Akcionářem (investorem) se může stát kdokoli tím, že si koupí akcii na sekundárním trhu. Naopak akcie soukromých (uzavřených) akciových společností jsou ve vlastnictví omezeného okruhu osob a majitelé neumožňují volný oběh akcií. Akcie veřejných společností mají tedy pro domácnosti obvykle charakter vysoce likvidních prostředků, poněvadž je lze za poměrně nízkých transakčních nákladů přeměnit na disponibilní finanční prostředky. Na světových akciových trzích došlo od poloviny osmdesátých let

<sup>1</sup> Termínované vklady znějí na určitou pevnou peněžní částku, která je vkladatelům k dispozici bez sankcí po vypršení sjednané lhůty nebo výpovědi.

<sup>2</sup> Úsporné vklady umožňují průběžné vkládání volných peněžních prostředků. Dispozice s vklady bez sankcí je omezena prostřednictvím výpovědních lhůt. Úsporné vklady ve formě vkladních knížek na doručitele byly ve Střední Evropě ještě donedávna významným instrumentem alokace volných peněžních prostředků.

<sup>3</sup> Riziko bonity depozitní instituce se však výrazně zvyšuje u velkých a institucionálních vkladatelů.

minulého století nejen k obrovskému cenovému boomeru, ale rovněž dramaticky vzrostl objemu obchodů, počet kótovaných akciových společností, počet vlastníků akcií, počet a objem nových veřejných nabídek. Mezi nejvýznamnější zdroj rizika domácností, které investují do akcií, patří přirozeně tržní riziko. Toto riziko je generováno neočekávanými ekonomickými, politickými, psychologickými, technologickými a přírodními událostmi. Na druhé straně prakticky pouze akciové instrumenty (přirozeně i akciové fondy, částečně pak balancované fondy a penzijní fondy) z široké palety finančních aktiv umožňují domácnostem participovat na ekonomickém rozvoji, který se projevuje růstem hrubého domácího produktu, zvyšováním produktivity práce, zásadními technologickými inovacemi či skokovými změnami rentability kapitálu růstových sektorů či jednotlivých firem.

K rozmachu dluhových cenných papírů dochází v období středověku. Značného a rozhodujícího významu však doznávají dluhové cenné papíry až s rozvojem tržních ekonomik. Postupně dochází ke zdokonalování techniky bankovních operací a k institucionalizaci úvěrových vztahů do různých dluhových cenných papírů. Z hlediska podstatných investičních charakteristik rozlišujeme krátkodobé dluhové instrumenty a dluhové instrumenty dlouhodobé povahy. Trh krátkodobých dluhových instrumentů má však obvykle charakter velkoobchodního trhu, poněvadž předmětem obchodování jsou instrumenty o vysokých nominálních hodnotách, a proto dominantní roli na něm hrají komerční a investiční banky, institucionální investoři, velké korporace a centrální banky. Domácnosti mají možnost nakupovat tyto instrumenty buď nepřímo prostřednictvím fondů peněžního trhu, nebo investovat do instrumentů s dobou splatnosti delší než 1 rok, které mají charakter **dluhopisů**. Jedná se o cenné papíry, které vyjadřují dlužnický závazek emitenta vůči každému vlastníku tohoto dokumentu. Dluhopisy mají zpravidla pevně stanovenou dobu splatnosti. Před emisí dluhopisů zveřejňuje emitent prospekt, který poskytuje potenciálním investorům důležité informace pro investiční rozhodnutí. Významným parametrem pro rozhodování domácností je i bonita emitentů, kterou pravidelně více či méně spolehlivě hodnotí ratingové agentury. Z hlediska emitentů rozdělujeme dluhopisy na dluhopisy veřejného sektoru, bankovní dluhopisy nebo dluhopisy korporací. Na světových investičních trzích v současné době obíhá tisíce emisí o různých charakteristikách (např. dluhopisy s pevným zúročením, dluhopisy s proměnlivým zúročením, konvertibilní dluhopisy nebo vypověditelné dluhopisy). Z hlediska investičních příležitostí domácností největší význam mají americké nebo evropské dluhopisové trhy, v posledních letech dochází i k rychlému rozvoji nově vznikajících dluhopisových trhů (např. Mexiko, Brazílie nebo Indie).

**Kolektivní investování** je založeno na společném zájmu většího počtu individuálních investorů co možná nejefektivněji zhodnotit své volné peněžní prostředky při současné snaze minimalizovat investiční rizika dostatečnou diverzifikací společného portfolia. I když první zárodky kolektivního investování

vznikají již v druhé polovině 18. století v Holandsku, k výraznému rozmachu kolektivního investování ve vyspělých státech dochází až v posledních dvou dekádách, kdy se enormně zvýšila popularita kolektivního investování, což dokumentují následující tabulky.

**Tab. 1: Celková hodnota aktiv institucí kolektivního investování (v mld. USD, svět, 1998, 2013)**

<b>Země</b>	<b>1998</b>	<b>2013</b>
<b>Francie</b>	626	1 531
<b>Japonsko</b>	377	774
<b>Lucembursko</b>	508	3 031
<b>Německo</b>	190	383
<b>Velká Británie</b>	278	1 167
<b>USA</b>	5 525	15 018
<b>Svět celkem</b>	<b>9 595</b>	<b>30 050</b>

Zdroj: ICI (2006, s. 114); ICI (2014, s. 219).

**Tab. 2: Počet otevřených fondů (svět, 1992, 2013)**

<b>Země</b>	<b>1992</b>	<b>2013</b>
<b>Itálie</b>	255	661
<b>Japonsko</b>	5 701	4 922
<b>Lucembursko</b>	860	9 500
<b>Německo</b>	463	2 012
<b>Velká Británie</b>	1 373	1 910
<b>USA</b>	3 850	7 707
<b>Svět celkem</b>	<b>22 033</b>	<b>76 200</b>

Zdroj: ICI (1997, s. 105); ICI (2014 s. 220).

Stále rostoucí popularita kolektivního investování je vyvolána větším počtem faktorů, přičemž mezi nejdůležitější patří profesionální správa úspor, efektivnější diverzifikace rizika, dosahování úspor z rozsahu a ze sortimentu při správě majetku, což umožňuje domácnostem spravovat aktiva za nižších nákladů oproti individuálnímu investování do dluhopisů či akciových instrumentů. Kolektivní investování tak otevírá domácnostem možnost investovat do široké palety investičních instrumentů, které by jim jinak byly obtížně dostupné. Typickým příkladem jsou instrumenty peněžního trhu, nemovitosti, finanční deriváty nebo zahraniční cenné papíry. Motivem

využívání kolektivního investování je často sociální odpovědnost domácností, která spočívá v akumulaci úspor pro období penzijního věku a odkládání části disponibilního důchodu za účelem financování soukromé zdravotní péče nebo vzdělání svých dětí. Kolektivní investování je založeno na jednoduchosti, což výrazně ulehčuje správu úspor domácností. Instituce kolektivního investování nabízejí svým klientům širokou paletu služeb (např. automatické reinvestování, konstrukce akumulačního nebo distribučního plánu, emise platebních instrumentů atd.). Instituce kolektivního investování vytvářejí rodiny fondů s různými charakteristikami, což umožňuje domácnostem přesouvat peněžní prostředky mezi jednotlivými fondy za minimálních transakčních nákladů. Kolektivní investování je samozřejmě spojeno nejen s výhodami, ale i s určitými riziky. Mezi největší rizika kolektivního investování patří tržní způsob ohodnocování instrumentů kolektivního investování, což může znamenat pro domácnosti nebezpečí kapitálových ztrát, neexistence státních systémů pojištění instrumentů kolektivního investování a potenciální konflikt zájmů mezi investory a správci portfolia (např. nadměrné obchodování nebo poplatková netransparentnost). Na vyspělých trzích jsou v současné době nejrozšířenější **otevřené fondy**, které jsou charakteristické tím, že počet emitovaných cenných papírů není předem stanoven. Nové cenné papíry jsou emitovány podle poptávky investorů, přičemž investoři mají právo jejich zpětného prodeje emitentům, což výrazně zvyšuje jejich likviditu. Tržní cena emitovaných cenných papírů otevřených fondů není určena na základě nabídky a poptávky na sekundárních trzích, ale vyplývá z každodenního ohodnocování čisté hodnoty aktiv připadající na jeden cenný papír. Naopak **uzavřené fondy** se vyznačují tím, že mají přesně stanoven počet emitovaných cenných papírů. Počáteční nabídku cenných papírů zpravidla organizují ručitelským způsobem investiční prostředníci. Po umístění cenných papírů uzavřených fondů pak existuje omezený počet investorů, kteří však nedisponují právem zpětného prodeje. S těmito cennými papíry se však obchoduje na sekundárních trzích, přičemž jejich tržní cena kolísá nejen s výší čisté hodnoty aktiv, ale i na základě dalších faktorů. Tradičně se fondy kolektivního investování rozlišují podle předmětu investování (např. fondy peněžního trhu, dluhopisové fondy, akciové fondy, balancované fondy, nemovitostní fondy nebo komoditní fondy), způsobu rozdělování dosažených výnosů investorům (např. důchodové fondy, růstové fondy nebo smíšené fondy) a podle aplikované správy portfolia (např. aktivně spravované fondy, indexované fondy nebo garantované fondy).

Z výše rozebraných základních definičních charakteristik cenných papírů a depozitních instrumentů je zřejmé, že pro domácnosti existuje výrazný ekonomický rozdíl mezi expozicemi v cenných papírech či v depozitních instrumentech. Portfoliová složka v cenných papírech je zejména vystavena riziku kolísání tržní hodnoty těchto instrumentů. Naopak vkladatel ukládá své volné peněžní prostředky do depozitních instrumentů, kterými zprostředkovatelé bankovního typu potvrzují převzetí peněžních prostředků

vkladatelů a současně jim slibují, že uložené peněžní prostředky rozmnoží o definovanou úrokovou sazbu. Vkladatel je zejména vystaven bonitnímu riziku bankovního zprostředkovatele, přičemž toto riziko je do určité výše kryto systémem pojištění depozit. Tradiční rozdělování finančních instrumentů na cenné papíry a depozitní instrumenty začalo být v posledním období na globálních finančních trzích komplikováno tím, že finanční instituce často kombinují depozitní instrumenty s některými prvky cenných papírů (např. investiční certifikáty nebo zajištěné fondy).

Instrumenty **životního pojištění** jsou smlouvami mezi klientem a pojišťovnou, ve které se pojišťovna (pojistitel) zavazuje zaplatit určenou finanční částku pojištěné osobě v případě výskytu pojistné události (např. pracovní neschopnost, úraz, smrt atd.). Domácnosti pak za tyto smlouvy musí pravidelně platit smluvené pojistné. Na trzích životního pojištění je nabízena široká paleta instrumentů životního pojištění, které se odlišují výší pojistné ochrany a mírou flexibility. Životní pojišťovny nabízejí nejen životní pojištění bez rezervotvorné složky (např. rizikové životní pojištění, úvěrové životní pojištění nebo úrazové pojištění), ale i životní pojištění s rezervotvornou složkou (např. kapitálové životní pojištění nebo investiční životní pojištění). Instrumenty životního pojištění bez rezervotvorné složky jsou pro domácnosti poměrně transparentním finančním produktem, poněvadž zaplacené pojistné slouží na pokrytí nákladů za sjednaná rizika. Naopak kapitálové životní pojištění nebo investiční životní pojištění patří mezi kombinované finanční instrumenty, přičemž pojistné se skládá jak z krytí nákladů za ochranu před nepříznivými dopady výskytu sjednaných rizik, tak i z finanční rezervy, která je investována na trzích cenných papírů. Bohužel reálná investiční výkonnost těchto nástrojů bývá často záporná. Navíc u těchto instrumentů se domácnosti obvykle potýkají s výskytem výrazné informační asymetrie (např. nesrozumitelný systém poplatků a tzv. daňových výhod nebo nejasné pojistné podmínky).

V některých vyspělých státech mají v posledních dekáдах enormní význam pro finanční alokaci domácností **penzijní fondy**. Ve srovnání s komerčními a investičními bankami, životními pojišťovnami nebo institucemi kolektivního investování však mají mnohem kratší historii, poněvadž zpravidla vznikají až po druhé světové válce. Postavení penzijních fondů se v posledních letech ve vyspělých státech neustále zvyšuje a dokonce se v některých státech stávají vůbec nejdůležitějšími účastníky finančních trhů (např. ve Velké Británii). Penzijní fondy mají charakter finančních zprostředkovatelů, shromažďujících peněžní prostředky za účelem akumulování a správy kapitálu pro výplatu budoucích penzijních dávek. Penzijní fondy jsou vytvářeny a spravovány státem (státní penzijní fondy), zaměstnavateli (zaměstnanecké penzijní fondy), finančními institucemi (nezávislé penzijní fondy) nebo ve formě partnerství veřejného a soukromého sektoru (Public Private Partnership). Penzijní fondy pak sestavují penzijní plány, přičemž převládají penzijní plány s definovaným příspěvkem a penzijní plány s definovanou dávkou. Penzijní plán

s definovaným příspěvkem znamená, že účastníci pravidelně investují do penzijního plánu, přičemž za účastníky zpravidla přispívají i zaměstnavatelé, kteří mohou příspěvky do určité výše vykázat jako daňový náklad. Penzijní fond negarantuje určitou výši penzijních dávek, poněvadž jejich výše závisí na tržní hodnotě penzijních úspor. Hodnota penzijních aktiv je individuálně evidována na účtech jednotlivých členů. Svoji podstatou se penzijní plány s definovaným příspěvkem velmi podobají instrumentům kolektivního investování, a to i předmětem investování. Některé investují velmi agresivně, jiné naopak preferují konzervativní investiční strategii. Penzijní plán s definovanou dávkou vychází ze závazku penzijního fondu, který garantuje účastníkům po splnění nároku na odchod do důchodu výplatu penzijních dávek, jež se stanoví buď jako podíl na dosažených výdělcích za určité období násobených počtem odpracovaných let, nebo jako fixní částka za každý odpracovaný rok. Účastníci penzijního plánu s definovanou dávkou tedy bezprostředně nenesou investiční rizika, jež jsou přenesena na penzijní fond. Největším rizikem účastníků penzijního plánu s definovanou dávkou je buď pokles výdělků, nebo insolventnost penzijního plánu. Skutečná realizovaná výnosová míra klientů penzijních fondů nezávisí pouze na dlouhodobé výkonnosti penzijního portfolia, ale také na nákladech, které jsou spojeny se správou a administrací penzijních portfolií a vyplácených penzijních dávek.

V období zvýšené ekonomické a politické nejistoty domácnosti často omezují participaci na finančních trzích a zaměřují se na **reálné investiční instrumenty**, poněvadž se snaží diverzifikovat jak ekonomická rizika (zejména tržní a kreditní riziko), tak i neekonomická rizika. Z této kategorie alokačních možností pro domácnosti tradičně mezi nejpobulárnější patří nemovitosti, umělecké předměty nebo komodity. Vzhledem k neúplným a nespolehlivým statistikám z obchodování s reálnými investičními instrumenty budeme v další části příspěvku zkoumat pouze finanční aktiva.

### **Rozbor finančních aktiv domácností**

Metodologie rozboru struktury finančních instrumentů domácností v analyzovaných státech vychází z agregátních makroekonomických údajů, zachycených zejména v národním účetnictví. Mezi definiční charakteristiky tohoto přístupu patří nejen relativní přesnost a použitelnost pro mezinárodní komparaci, ale také poměrně nízká podrobnost. Prozkoumal jsem v období 2006 – 2013 strukturu finančních aktiv domácností v USA, Velké Británii, Německu, Itálii a v Japonsku. Jako základní zdroj dat byly použity statistiky Organizace pro ekonomickou spolupráci a rozvoj (OECD). Níže uvedené tabulky demonstují strukturu finančních aktiv domácností ve vybraných vyspělých zemích.

**Tab. 3: Finanční instrumenty amerických domácností z celkových finančních aktiv (v procentech, 2006, 2008, 2010, 2013)**

Instrumenty	2006	2008	2010	2013
Bankovní depozita	11,52	14,35	13,13	12,95
Dluhopisy	6,47	9,20	8,91	5,65
Akcie	37,72	28,80	29,48	33,68
Instrumenty kolektivního investování	10,30	10,52	10,84	12,48
Životní pojištění	6,42	6,75	6,58	6,22
Penzijní fondy	25,12	27,53	28,72	26,95

Zdroj: OECD (2015).

**Tab. 4: Finanční instrumenty britských domácností z celkových finančních aktiv (v procentech, 2006, 2008, 2010, 2013)**

Instrumenty	2006	2008	2010	2013
Bankovní depozita	23,98	28,09	25,79	25,87
Dluhopisy	10,64	7,89	11,31	9,11
Akcie	13,63	17,51	19,36	19,63
Instrumenty kolektivního investování	4,63	2,47	3,54	3,45
Životní pojištění	14,23	12,63	12,11	11,23
Penzijní fondy	41,53	43,28	42,33	45,12

Zdroj: OECD (2015).

**Tab. 5: Finanční instrumenty německých domácností z celkových finančních aktiv (v procentech, 2006, 2008, 2010, 2013)**

Instrumenty	2006	2008	2010	2013
Bankovní depozita	35,74	39,31	38,83	39,27
Dluhopisy	6,55	6,33	5,58	4,30
Akcie	13,29	9,42	9,39	9,91
Instrumenty kolektivního investování	10,58	9,01	9,55	8,95
Životní pojištění	15,93	16,45	16,78	16,84
Penzijní fondy	11,94	13,10	13,48	14,06

Zdroj: OECD (2015).



**Tab. 6: Finanční instrumenty italských domácností z celkových finančních aktiv (v procentech, 2006, 2008, 2010, 2013)**

Instrumenty	2006	2008	2010	2013
Bankovní depozita	25,55	28,96	29,90	30,94
Dluhopisy	18,70	21,18	19,14	16,00
Akcie	26,12	25,07	22,41	23,47
Instrumenty kolektivního investování	10,56	5,89	7,17	7,74
Životní pojištění	9,69	9,02	11,20	11,75
Penzijní fondy	5,32	5,63	5,93	6,09

Zdroj: OECD (2015).

**Tab. 7: Finanční instrumenty japonských domácností z celkových finančních aktiv (v procentech, 2006, 2008, 2010, 2013)**

Instrumenty	2006	2008	2010	2013
Bankovní depozita	48,44	53,71	53,79	52,92
Dluhopisy	3,90	4,27	3,87	2,47
Akcie	13,61	6,38	6,65	9,72
Instrumenty kolektivního investování	3,98	3,15	4,12	4,67
Životní pojištění	13,93	14,57	14,02	13,96
Penzijní fondy	11,77	13,75	12,98	12,07

Zdroj: OECD (2015).

Z výše uvedených tabulek jednoznačně vyplývá, že struktura finančních aktiv domácností se v jednotlivých zkoumaných státech poměrně výrazně odlišuje. V současné době jsou tradiční bankovní produkty ve formě depozitních instrumentů klíčovým instrumentem pouze pro japonské a německé domácnosti. Naopak tato tradiční finanční aktiva již příliš nevyužívají americké domácnosti, které se zejména zaměřují na investiční příležitosti na trzích cenných papírů. Významná část jejich portfolií je totiž tvořena nejen akciemi, ale i dluhopisy a instrumenty kolektivního investování. Překvapivě významné postavení mají cenné papíry v portfoliích italských domácností, a to především ve formě akciových nebo dluhopisových instrumentů. Kolektivní investování však v Itálii není zdaleka tak populární jako přímé investování na akciových nebo dluhopisových trzích. I portfolia britských domácností jsou poměrně značně tvořena z různých druhů cenných papírů, a to zejména z akciových instrumentů. Britské domácnosti nemají příliš v oblibě instrumenty kolektivního investování.

Oproti tomu německé a japonské domácnosti jsou mnohem konzervativnější a v cenných papírech nemají výrazné expozice. Instrumenty životního pojištění tvoří ve všech zkoumaných státech pouze doplňkový instrument. Nejvýznamnější zastoupení mají instrumenty životního pojištění z celkových finančních aktiv domácností v Německu a Japonsku. Naopak zřídka využívají tato nízkovýnosná a netransparentní finanční aktiva americké domácnosti. Postavení penzijních produktů v portfoliích domácností ve vyspělých státech především závisí na zvoleném modelu důchodového systému. V těch státech, kde již došlo k transformaci v současných podmínkách neefektivního státního důchodového pilíře na moderní, převážně kapitalizovaný, důchodový systém, je význam instrumentů penzijních fondů v portfoliích domácností značný. Jedná se především o britské a americké domácnosti. Naopak v Itálii, Japonsku a částečně i v Německu, kde klíčovou roli v důchodovém systému hraje stále průběžně a nákladně financovaný státní důchodový pilíř, nepředstavují instrumenty penzijních fondů významnou složku z celkových finančních aktiv domácností. Prudký pokles tržních cen akciových instrumentů po propuknutí globální finanční krize v roce 2008 přirozeně přechodně snížil podíl akciových instrumentů a dalších instrumentů spojených s akciovým trhem (tzn. akciové fondy a částečně balancované fondy kolektivního investování a penzijní fondy) z celkových finančních aktiv domácností. Po zotavení globálních akciových trhů však postupně dochází k návratu na předkrizové hodnoty podílů akcií, instrumentů kolektivního investování a penzijních fondů z celkových finančních aktiv domácností.

### **Důvody odlišnosti struktury finančních aktiv domácností**

Jsem toho názoru, že výrazně odlišná struktura finančních aktiv domácností ve zkoumaných vyspělých státech má multi-faktorový charakter, přičemž mezi nejdůležitější faktory pravděpodobně patří:

**I. Hodnota celkového majetku domácností.** Jestliže je vysoká hodnota naakumulovaného finančního a reálného majetku, navíc nedávno došlo k jeho vzestupu a domácnosti mají pozitivní očekávání o jeho dalším vývoji, pak jsou domácnosti ochotny alokovat finanční majetek do rizikovějších finančních aktiv (cenné papíry nebo penzijní fondy), přičemž tato ochota (poptávka) se zvyšuje rychleji než po méně rizikových instrumentech (bankovní depozita, instrumenty životního pojištění). Citlivost změny poptávky po jednotlivých finančních instrumentech finanční ekonomie kvantifikuje pomocí elasticity poptávky ve vztahu k hodnotě bohatství. Tento ukazatel vyjadřuje, o kolik procent se změní poptávka po určitých finančních aktivech, jestliže dojde k jednorázové změně hodnoty bohatství. Podle stupně elasticity jednotlivých finančních aktiv je rozdělujeme na nezbytná finanční aktiva, jejichž procentní růst poptávaného množství při růstu hodnoty bohatství je menší než procentní růst hodnoty bohatství (např. bankovní depozita) nebo luxusní finanční aktiva, jejichž

elasticita poptávky ve vztahu k hodnotě bohatství je větší než jedna (např. akcie, podnikové dluhopisy nebo akciové fondy). Empirické studie (např. Boersch-Supan a Eymann, 1999, Starr-McCluer a Bertaut, 2000 nebo Becker, 2014) potvrzují silný vztah mezi hodnotou majetku domácností a strukturou poptávky po finančních aktivech s různým stupněm investičního rizika. Luxusní finanční aktiva jsou domácnostmi ve vyspělých státech poptávána až po akumulaci dostatečného majetku v nezbytných finančních aktivech, což právě potvrzuje struktura portfolií domácností v USA nebo ve Velké Británii.

**II. Příjem domácností.** Vliv příjmu domácností ve zkoumaných vyspělých státech na strukturu finanční alokace je v tradičním pojetí zcela shodný s předchozím analyzovaným faktorem.

**III. Model důchodového systému.** Klíčovým faktorem, který ovlivňuje strukturu finančních aktiv domácností, je způsob financování životních potřeb osob v období důchodového věku. Mezi základní způsoby financování osob v důchodovém věku patří rodinné financování, příjmy z individuálně vytvořených aktiv, státní dávky důchodového zabezpečení a příjmy z kapitálově financovaného penzijního pilíře. Rozsáhlý a štědrý pilíř státního financování důchodů má přirozeně negativní vliv nejen na poptávku domácností po instrumentech penzijních fondů, ale i nepříznivě ovlivňuje ochotu domácností alokovat peněžní prostředky do cenných papírů, což se např. projevuje v poměrně konzervativním investičním stylu německých domácností. Naopak značnou poptávku po penzijních instrumentech a cenných papírech mají domácnosti v ekonomikách s již reformovaným důchodovým systémem (tzn. s výrazným podílem kapitalizovaných pilířů), což je opět patrné na struktuře finančních aktiv amerických nebo britských domácností.

**IV. Historická, aktuální a očekávaná výnosová míra finančních aktiv.** Racionálně se chovající domácnosti se snaží maximalizovat celkovou výnosovou míru ve vztahu k riziku a likviditě celkového finančního majetku. Historická výnosová míra slouží především ke zhodnocení zvolené finančně-investiční strategie a lze ji využít jako určité vodítko pro budoucí rozhodnutí. Aktuální výnosová míra signalizuje současnou situaci na finančních trzích a vyjadřuje investiční náladu aktivních participantů. Naopak očekávaná výnosová míra je plánované zhodnocení finančního majetku, které domácnosti předpokládají, že dosáhnou ve stanoveném investičním horizontu. Tato očekávání jsou založena na globálních a makroekonomických prognózách, sektorových, specifických a politických faktorech, zkušenostech z minulosti, zohlednění aktuální situace, subjektivních a psychologických představách a mnoha dalších faktorech. Odlišné zdanění výnosů z různých finančních aktiv přirozeně podstatně ovlivňuje čistou výnosovou míru z finančních instrumentů, což má výrazný dopad na strukturu finančních aktiv domácností. Historické, aktuální a očekávané výnosové míry alternativních finančních aktiv tedy výrazně ovlivňují finančně-investiční chování domácností s výrazným dopadem

na formování poptávky po různých finančních příležitostech. Zdá se, že na finančních trzích mají tendenci přetrvávat dlouhodobější vlny zájmu domácností o určitá investiční aktiva (např. technologické akcie, nemovitostní aktiva nebo komodity), což může být způsobeno módností nebo psychologickými faktory.

**V. Riziko.** Riziko finančních aktiv představuje nebezpečí, že domácnosti nedosáhnou očekávaných výnosových měr, poněvadž budoucí peněžní toky z jednotlivých instrumentů jsou velmi nejisté. Riziko finančních aktiv je funkcí více faktorů, přičemž za základní považujeme tržní, úrokové, inflační, kreditní, likviditní, podnikatelské, technologické, politické nebo psychologické riziko. Většina domácností má na finančních trzích averzi k riziku; domácnosti proto dávají zpravidla přednost výběru méně rizikového finančního instrumentu. Proto platí, že růst rizika určitého finančního instrumentu snižuje poptávku po těchto instrumentech.

**VI. Likvidita.** I domácnosti ve vyspělých státech podléhají likvidním šokům, a proto obvykle preferují takové finanční instrumenty, které mohou snadno transformovat na disponibilní peněžní prostředky, a to s minimálními finančními i časovými náklady.

Výnosová míra, riziko a likvidita jednotlivých finančních aktiv na základě tržní konkurence by měly být v delším období více či méně v rovnovážném vztahu. Nejen domácnosti, ale především institucionální investoři vyhledávají taková finanční aktiva, která jim slibují co nejvyšší výnosovou míru, nejnižší riziko a nejvyšší likviditu, a to ve vztahu k alternativním investičním aktivům. Cílem ziskově orientovaných investorů (včetně domácností) je překonávat „magický“ investiční trojúhelník, čímž však způsobují, že „neviditelná investiční ruka“ směřuje trh k tržní rovnováze. Zejména na vyspělých a likvidních akciových trzích, které jsou ekonomicky efektivní, se díky racionální tržní konkurenci v delším období obvykle spontánně vytváří výměna mezi výnosovou mírou, rizikem a likviditou obchodovaných akciových instrumentů. Tato výměna se však vždy nevytváří na trzích, které nemají dostatečně konkurenční charakter a neumožňují rozsáhlé arbitrážní obchody při nízkých transakčních nákladech (např. depozitní, pojistné nebo penzijní trhy). Převážná většina odborných textů (např. Šimáček, 2004) uvádí, že investor si musí vybrat a preferovat určitý cíl či cíle z „magického“ investičního trojúhelníku. Rovněž v dřívějších textech (Musílek, 1999, s. 75) jsem také zastával tento názor. Postupem času jsem však dospěl k přesvědčení, že nemusí vždy platit identita mezi tržním trojúhelníkem a individuálními investičními trojúhelníky, koncipovanými na základě specifických investičních strategií a hodnotě lidského investičního kapitálu (investiční nadání a talent, investiční vzdělání, investiční trénink a prestiž v investiční komunitě), což umožňuje využívat krátkodobé tržní poruchy nebo významnou kapitálovou sílu na trzích cenných papírů (např. preferenční postavení v obchodních systémech, což umožňuje realizaci mimořádně výnosného vysokofrekvenčního obchodování).

**VII. Efektivní ochrana práv vnějších investorů.** Vnější investoři, mezi které patří i domácnosti, vyžadují efektivní práva podílet se na dosažených výnosech. Dostatečná a efektivně vynutitelná práva vnějších investorů jsou základním předpokladem poptávky domácností po rizikových finančních instrumentech (zejména cenných papírech nebo instrumentech penzijních fondů). Nedostatečná a neúčinná ochrana práv vnějších investorů pak zvyšuje rizikovou aversnost domácností. Jsem toho názoru, že právě efektivní právní ochrana amerických a britských domácností patří mezi významnou skutečnost, která vysvětluje výrazně rizikovější strukturu jejich finančních portfolií v komparaci s těmi domácnostmi, které nepožívají tak efektivní právní ochranu, což zejména platí pro německé domácnosti.

**VIII. Fáze životního cyklu domácností.** Rozdílnou poptávku domácností po různých finančních instrumentech vysvětluje i teorie životního cyklu. Východiskem zkoumání je odlišné rozložení bohatství podle různých věkových skupin. Nejnižší hodnota bohatství je typická pro nejmladší domácnosti. S postupným zapojováním domácností do ekonomických aktivit dochází k pozvolné akumulaci finančních aktiv, poněvadž disponibilní příjmy převyšují jejich běžné výdaje. Naopak post-produktivní domácnosti postupně rozpouštějí finanční aktiva, a to vzhledem k tomu, že disponibilní příjmy již nepostačují na pokrytí běžných výdajů. Efekt bohatství a důchodový efekt výrazně ovlivňují poptávku domácností po různých finančních instrumentech v různých fázích životního cyklu. Rozdílnou strukturu finančních aktiv domácností lze tedy i přisuzovat odlišné demografické struktuře obyvatel ve zkoumaných vyspělých státech. Z různých empirických studií (např. Campbell, 2006 nebo Wachter a Yogo, 2010) totiž vyplývají následující závěry v oblasti vlivu životního cyklu na strukturu finančního portfolia domácností:

- mladé domácnosti zejména poptávají nezbytné finanční instrumenty (např. bankovní depozita nebo životní pojištění),
- domácnosti středního a pozdně-středního věku investují více do luxusních (rizikových) finančních instrumentů (např. akcie, dluhopisy, instrumenty kolektivního investování nebo penzijní fondy),
- domácnosti předdůchodového a důchodového věku převážně poptávají nezbytné (bezpečné) finanční instrumenty (např. bankovní depozita nebo instrumenty životního pojištění).

**IX. Investiční gramotnost domácností.** Rozdílná úroveň investiční gramotnosti obyvatel zkoumaných států také může výrazně ovlivňovat strukturu finančních aktiv domácností. Domníváme se, že americké nebo britské domácnosti s dlouhodobě výrazně vyšší investiční gramotností mají nejen více informací ohledně možností alokace úspor, ale také mají vyšší schopnost precizně analyzovat investiční prostředí, což jim umožňuje sofistikovaně spravovat jejich finanční aktiva. Dostatečně investičně gramotné anglosaské domácnosti pak více poptávají rizikové investiční instrumenty než domácnosti

s nižší investiční gramotností, což platí pro kontinentální Evropu (především Německo) nebo Japonsko.

**X. Tradice, historické události a národní specifika.** Charakteristickým znakem finančně-investičního chování domácností v jednotlivých státech je velmi podobný (často stádní) přístup občanů k poptávce po finančních instrumentech, který je často vytvářen významnými ekonomickými či politickými událostmi (např. války, zestátnění, ekonomické a finanční krize, finanční podvody a skandály či hyperinflace). Tyto významné historické události mohou poměrně dlouhodobě ovlivňovat finanční chování domácností.

### **Závěr**

Struktura finančních aktiv domácností se ve vyspělých státech výrazně odlišuje, což je dáno nejen celkovou hodnotou majetku zkoumaných národů a jejich příjmů, vývojem výnosových měr finančních instrumentů, rizikovou aversností a likviditou finančních instrumentů, ale i modelem důchodového systému, demografickou strukturou, účinností ochrany práv vnějších investorů, finanční gramotností a tradičními vzorci chování obyvatel. Z makroekonomického přístupu k rozboru finančního chování domácností můžeme vyvodit poznatek, že v některých státech jsou domácnosti poměrně vysoce rizikově aversní, a proto významný podíl v jejich portfoliu mají stále tradiční depozitní instrumenty (Německo nebo Japonsko). Naopak americké, italské nebo britské domácnosti převážně preferují různé druhy cenných papírů. V prostředí reformovaných důchodových systémů domácnosti výrazně využívají i instrumenty penzijních fondů. V před-lehmanovském období byl zřetelný dlouhodobý růst podílu akcií, instrumentů kolektivního investování a penzijních instrumentů na celkových finančních aktivech domácností. Po propuknutí globální finanční krize došlo k přechodnému poklesu podílu rizikových aktiv na celkových finančních aktivech domácností. Vzhledem k postupnému zotavování globálních akciových trhů však opět dochází k návratu k před-krizovým hodnotám podílu rizikových aktiv na celkové hodnotě finančních aktiv domácností v analyzovaných státech.

### **Literatura:**

- [1] Becker, G. (2014): *The Portfolio Structure of German Households: A Multinomial Fractional Response Approach with unobserved Heterogeneity*. [on-line], Tübingen, University Tübingen, c2014, [cit. 29. 8. 2015],  
<<https://publikationen.uni-tuebingen.de/xmlui/bitstream/handle/10900/57464/WPEF74Becker.pdf?sequence=1>>.

- [2] Boersch-Supan, A. – Eymann, A. (1999): *Household Portfolios in Germany*. [on-line], Mannheim, University of Mannheim, c1999, [cit. 29. 8. 2015], <<http://www.vwl.uni-mannheim.de/institut/discussionpapers/603.pdf>>.
- [3] Campbell, J. Y. (2006): *Household Finance*. [on-line], Journal of Finance, 2006, roč. 61, č. 4, s. 1553-1604.
- [4] Dvořák, P. (1999): *Komerční bankovníctví pro bankéře a klienty*. Praha, Linde, 1999.
- [5] ICI (1997): *Annual Report 1997*. [on-line], Washington, D. C., Investment Company Institute, c1997, [cit. 29. 8. 2015], <[https://www.ici.org/pdf/97\\_ici\\_annual.pdf](https://www.ici.org/pdf/97_ici_annual.pdf)>.
- [6] ICI (2006): *Fact Book 2006*. [on-line], Washington, D. C., Investment Company Institute, c2006, [cit. 29. 8. 2015], <[https://www.ici.org/pdf/2006\\_factbook.pdf](https://www.ici.org/pdf/2006_factbook.pdf)>.
- [7] ICI (2014): *Fact Book 2014*. [on-line], Washington, D. C., Investment Company Institute, c2014, [cit. 29. 8. 2015], <[https://www.ici.org/pdf/2014\\_factbook.pdf](https://www.ici.org/pdf/2014_factbook.pdf)>.
- [8] Šimáček, M. (ed.) (2004): *Průvodce kapitálovým trhem*. Praha, Fortuna, 2004.
- [9] Musílek, P. (1999): *Finanční trhy & investiční bankovníctví*. Praha, ETC Publishing, 1999.
- [10] OECD (2015): *Household Financial Assets (Indicator)*. [on-line], Paris, Organisation for Economic Co-operation and Development, c2015, [cit. 20. 8. 2015], <<https://data.oecd.org/hha/household-financial-assets.htm>>.
- [11] Revenda, Z. (2011): *Centrální bankovníctví*. Praha, Management Press, 2011.
- [12] Starr-McCluer, M. – Bertaut, C. (2000): *Household Portfolios in the United States*. [on-line], Washington, D. C., Board of Governors of the Federal Reserve System, c2000, [cit. 20. 8. 2015], <<http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2000/200026/200026pap.pdf>>.
- [13] Wachter, J. A. – Yogo, M. (2010): *Why do household portfolio shares rise in wealth?* [on-line], Review of Financial Studies, 2010, roč. 23, č. 11, s. 3929-3965.

## **Struktura finančních aktiv domácností ve vyspělých státech**

*Petr Musílek*

### **ABSTRAKT**

Tento příspěvek rozebírá různé přístupy k alokaci úspor domácností ve vybraných vyspělých státech. Diskutujeme nejen podstatné charakteristiky finančních instrumentů, ale pozornost je zejména věnována vlastnímu rozboru struktury finančních aktiv domácností v USA, Velké Británii, Německu, Itálii a Japonsku. V závěrečné části příspěvku jsou diskutovány nejdůležitější faktory odlišnosti struktury finančních aktiv domácností ve zkoumaných vyspělých státech. Tato rozdílná struktura finančních portfolií domácností v analyzovaných státech je pravděpodobně způsobena nejen celkovou hodnotou jejich majetku a příjmů, kolísavostí výnosů finančních instrumentů, rizikovou aversností a likviditou finančních instrumentů, ale také i zvoleným modelem důchodového systému, demografickou strukturou, účinností ochrany práv vnějších investorů, finanční gramotností a tradičními vzorci chování obyvatel.

**Klíčová slova:** Bankovní depozita; Cenné papíry; Penzijní fondy; Životní pojištění.

## **The Structure of Household Financial Assets in Developed Countries**

### **ABSTRACT**

This paper analyzes the different approaches to the allocation of household savings in selected developed countries. We discuss not only the essential characteristics of financial instruments, but attention is also devoted to the analysis of the structure of household financial assets in the US, UK, Germany, Italy and Japan. Finally, the article explores the most important factors that cause the structure of the financial assets of households in developed countries. To sum up, among the main factors having influence on structure of households' financial portfolios in the analyzed countries belong: total value of their assets and income, returns volatility of financial instruments, risk aversion and liquidity of financial instruments, chosen model of the pension system, demographic structure, effective protection of the rights of outside investors, financial literacy and traditional behavior patterns of the population.

**Key words:** Bank Deposits; Securities; Pension Funds; Life Insurance.

**JEL classification:** G11.