

Finančné bohatstvo domácností na Slovensku

Pripravili: Tomáš Bielik, Lucia Šrámková

Úvod

Úroveň bohatstva a jeho vývoj je jedným zo základných indikátorov, ktorý ovplyvňuje správanie domácností. Popri disponibilnom príjme je to podľa ekonomickej teórie ďalší dôležitý indikátor, ktorý podmieňuje rozhodovanie o spotrebe a úsporách t.j. budúcej spotrebe. V podmienkach SR zatiaľ neexistujú oficiálne údaje, ktoré by boli uspokojujúcou aproximáciou vývoja bohatstva domácností na makroekonomickej úrovni. V nasledovnom komentári predstavíme návrh IFP slúžiaci pre aproximáciu informácie o finančnom bohatstve domácností¹. Následne na základe nášho indikátora bohatstva analyzujeme vývoj od roku 1999 a porovnávame štruktúru bohatstva s krajinami EÚ a USA. Odznievajúca globálna hospodárska kríza mala najväčší negatívny vplyv na finančnú bilanciu domácností už v druhej polovici roka 2008. Počas krízy slovenské domácnosti uprednostnili bezpečný prístav bankových vkladov a vyberali investície z cenných papierov. V ekonometrickej analýze spotreby domácností sa navrhnutý indikátor bohatstva preukázal ako významný faktor podmieňujúci rozhodovanie o spotrebe v dlhodobom horizonte. Do budúcnosti bude IFP zverejňovať indikátor bohatstva na svojej webovej stránke².

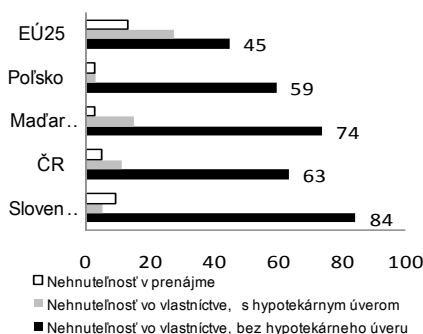
Metodika merania
finančného bohatstva na
Slovensku

Pri zostavovaní návrhu pre časový rad veličiny bohatstva sme mali na zreteli hneď niekoľko kritérií. Na jednej strane sme požadovali, aby zostavené údaje zachytili všetky kľúčové zložky bohatstva, avšak tak, aby bolo možné zostaviť metodologicky správne čo najdlhší historický časový rad³. Na strane druhej, sme požadovali jednoduchosť aktualizácie údajov s prijateľným časovým oneskorením na kvartálnej báze. Bohatstvo domácností môžeme klasifikovať na **finančné** (vklady v bankách, podielových fondoch, dôchodkovom sporení atď.) a **nefinančné** (nehnutelnosti, pozemky).

Nefinančné bohatstvo
domácností je na Slovensku
vysoké

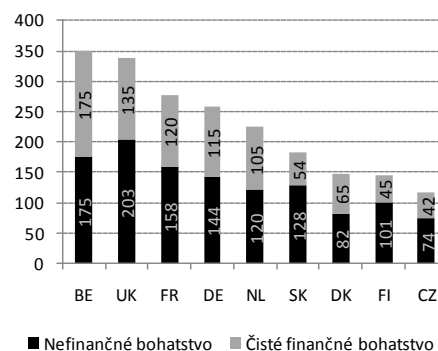
Na základe vyššie popísaných kritérií sme nefinančnú zložku bohatstva v nasledovnej práci zanedbali, nakoľko na Slovensku sú k dispozícii len ročné údaje o nefinančných aktívach domácností s veľmi veľkým časovým oneskorením⁴. Nefinančná zložka bohatstva je však spravidla vyššia ako finančná. Z údajov Eurostatu vyplýva, že **Slováci vlastnia bez hypotekárneho úveru až 84,2% nehnuteľností, kým priemer EÚ25 je len 44,8%**. Uvedený fakt vyplýva najmä z historického dedičstva spred roka 1989, ktoré sa doposiaľ mení len miernym tempom a dá sa povedať, že Slováci stále preferujú bývať vo „svojom“ namiesto prenájmu. Vo forme prenájmu býva len 10% Slovákov, zatiaľ čo priemer EÚ25 dosahuje 28%. Nehnuteľnosť zaťaženú hypotekárnym úverom vlastní necelých 5% Slovákov, kým priemer EÚ25 dosiahol v roku 2009 vyše 27% (Graf 1).

Graf 1 Nehnuteľnosti domácností podľa formy bývania, (% zo všetkých nehnuteľností)



Zdroj: Social Situation in the European Union 2009, Eurostat, údaje zo zisťovania EU-SILC 2007. EÚ25 priemer bez Malty

Graf 2 Bohatstvo domácností – finančná a nefinančná zložka (% z HDP)



Pozn.: Nefinančné bohatstvo zahŕňa iba nehnuteľnosti okrem pozemkov. Zdroj: OECD, ŠÚSR, výpočty IFP

¹Inšpirovali sme sa štúdiou Tóth J., Koršňák L.: Finančné správanie sa domácností: Vplyv krízy a trendy, február 2010, UniCredit Bank.

²Časový rad bohatstva bude pravidelne zverejňovaný na internetovej stránke IFP www.finance.gov.sk/ifp

³Dostupnosť čo najdlhšej historickej databázy údajov je nutná pre potreby ekonometrickej analýzy.

⁴Sektorové ročné národné účty, ŠÚSR, oneskorenie 1,5 roka.

Definície a základné pojmy

Dostupnosť a expertná úprava údajov

Nefinančná zložka bohatstva je teda na Slovensku oproti iným krajinám významne vysoká. Vlastníctvo nefinančných aktív zmierňuje zaostávanie finančnej zložky bohatstva oproti západoeurópskym krajinám a zvyšuje bohatstvo Slovákov napr. oproti českým domácnostiam (Graf 2). V ďalšej analýze, je teda nutné mať na pamäti, že pohľad iba na finančnú zložku bohatstva domácností vedie k podhodnocovaniu celkového bohatstva Slovákov voči iným krajinám.

Pre účely tejto analýzy definujeme niekoľko základných pojmov. **Hrubé finančné bohatstvo** domácností predstavuje všetky finančné úspory (aktíva), ktorými domácnosti disponujú. Finančné záväzky (pasíva) resp. **zadlženosť domácností** predstavujú úvery domácností poskytnuté bankovým sektorom. Nakoľko štatistiky za leasingové spoločnosti a splátkové predaje nie sú úplné, v analýze s nimi nepracujeme. **Čisté bohatstvo** domácností definujeme ako rozdiel medzi finančnými aktívami a pasívami. Pre analytické účely je však správnejšie používať tzv. **skutočné (upravené) čisté finančné bohatstvo** domácností, kde hrubé finančné bohatstvo je znížené iba o nehypotekárnu zložku dlhu domácností⁵ a úspory v DSS. Dôvodom pre sledovanie skutočného čistého bohatstva je, že samotná istina úveru na bývanie založeného nehnuteľnosťou neznižuje celkové bohatstvo domácností, keďže v jeho protihodnote sa zvyšuje nefinančná zložka bohatstva domácností kúpou nehnuteľnosti či pozemku. Vyňatím hypotekárnej zložky dlhu teda čiastočne kompenzujeme vypustenie nefinančnej zložky bohatstva domácností v analýze (aj keď na Slovensku v oveľa nižšej miere ako v iných krajinách). Motivácia vyňatia úspor v druhom dôchodkovom pilieri je podobná, nakoľko ich zvýšenie znižuje nároky na dôchodky plynúce z prvého piliera a teda ich nárast nemá vplyv na celkové bohatstvo domácností.

Podrobná klasifikácia aktív ako aj záväzkov domácností je zhrnutá v Tabuľke 1. Tabuľka zároveň obsahuje informácie o zdroji a časovej dostupnosti údajov a informáciu o ich expertnej úprave. S výnimkou dvoch kategórií, údajov o držbe cenných papierov okrem akcií a akcií a ostatných podielov sa nám prostredníctvom expertných úprav podarilo skompletizovať databázu údajov od roku 1999. Nakoľko v rokoch 1999-2003 tvorila držba cenných papierov len nepatrný zlomok z finančného bohatstva domácností, môžeme proxy veličiny bohatstva aj s vyňatím týchto dvoch kategórií považovať za spoľahlivé. Od roku 2004 však budeme pre analytické účely pracovať s kompletnou štruktúrou bohatstva vrátane držby cenných papierov.

Tabuľka 1 Údaje pre výpočet finančného bohatstva domácností		
Aktíva domácností	Zdroj a dostupnosť údajov	Expertná úprava údajov
Obeživo domácností	NBS, od 2004	Extrapolácia dát pre roky 1999-2003 podľa dynamiky vývoja agregátneho obeživa v ekonomike
Bankové vklady	NBS, od 1999	
Cenné papiere okrem akcií	NBS, od 2004	
Akcie a ostatné podiely	NBS, od 2004	
Poistnotechnické rezervy životného poistenia	NBS od 2004, SLASPO od 1999	Údaje od SLASPO pre roky 1999-2003 boli interpolované z polročnej na kvartálnu frekvenciu
Majetok v podielových fondoch	SASS od 1999	
Majetok v DSS	NBS, ADSS, od 2005	Pred zavedením druhého piliera dôchodkového sporenia bol majetok v DSS nulový.
Majetok v DDP	NBS od 2007, ADDS od 1999	Údaje od ADDS pre roky 1999-2006 boli interpolované z ročnej na kvartálnu frekvenciu.
Záväzky domácností		
Úvery obyvateľstvu	NBS, od 1999	
- z toho úvery na bývanie	NBS, od 1999	

Pozn: Úvery na bývanie sú definované ako agregát hypotekárnych úverov, úverov a medziúverov od stavebných sporiteľní, iných úverov na bývanie a ostatných dlhodobých úverov, ktoré reálne obsahujú spotrebiteľské úvery zaručené nehnuteľnosťou (americké hypotéky). Zdroj: IFP,

Základné trendy vo vývoji a štruktúre finančného bohatstva domácností na Slovensku od roku 1999

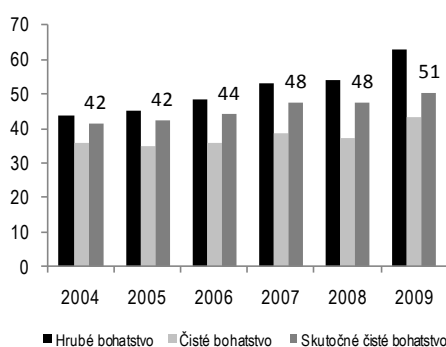
Z nasledujúceho Grafu 3 vyplýva, že hrubé bohatstvo domácností (t.j. finančné aktíva) významne vzrástlo zo 44% / HDP v roku 2004 na 63%/HDP v roku 2009, kým čisté bohatstvo domácností sa zvýšilo iba mierne z 36% v roku 2004 na 43% v roku 2009, nakoľko s rastom aktív sa zvyšoval (miernejšie) aj dlh. **Skutočné čisté finančné bohatstvo narástlo podobne zo 42% v roku 2004 na 51% z HDP v roku 2009**⁶. Miera zadlženosti sa zvýšila z 8% HDP v roku 2004 na 21% v roku 2009.

⁵ Analyticky úplne správne by bolo znížiť hrubé finančné bohatstvo domácností o nehypotekárnu zložku dlhu vrátane úrokov z hypotekárnej zložky dlhu, avšak k tomuto konceptu nepristúpime kvôli nedostatku údajov.

⁶ Priestor pre ďalšiu konvergenciu finančného bohatstva domácností voči krajinám západnej Európy ukážeme neskôr.

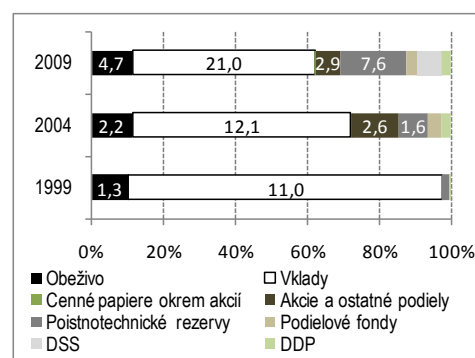
V štruktúre finančných aktív držaných domácnosťami tiež došlo k dynamickým zmenám (Graf 4). Kým v roku 1999 držali slovenské domácnosti až 97% všetkých svojich úspor v hotovosti alebo v bankových vkladoch, v roku 2004 to bolo už len niečo vyše 70%, s pokračujúcim poklesom na 60% v roku 2009. Pod túto dynamickú zmenu sa podpísal rozmach trhu s dlhodobými nástrojmi finančnými nástrojmi vrátane poisťného trhu, povinného a dobrovoľného dôchodkového sporenia. Slovenské domácnosti tak dnes už držia vo forme dlhodobých nástrojov približne štvrtinu všetkých svojich aktív, zatiaľ čo v roku 1999 to bolo len 2,4%. V uvedenom období došlo aj k výraznému rozvoju podielových fondov. Napriek posunu k menej likvidným a rizikovejším aktívam sú slovenské domácnosti naďalej pomerne konzervatívne. V roku 2009 investovali len necelých 10% svojich finančných prostriedkov do cenných papierov (vrátane investovania prostredníctvom podielových fondov). Historické maximum pritom boli dosiahnuté v roku 2007, kedy v nich slovenské domácnosti mali investovaných až 17% svojich úspor. Uvedenú realokáciu aktív spôsobenú globálnou finančnou krízou považujeme iba za dočasnú.

Graf 3 Vývoj indikátorov finančného bohatstva domácností (% z HDP)



Zdroj: Výpočty IFP

Graf 4 Štruktúra finančných aktív domácností



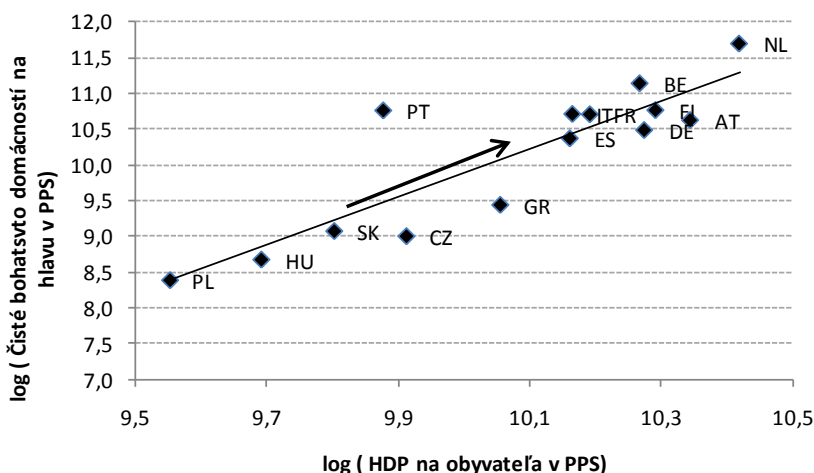
Zdroj: Výpočty IFP

Medzinárodné porovnanie
skutočného finančného
bohatstva domácností –
Slováci sa majú lepšie ako
obyvatelia okolitých krajín

Ako sú však na tom slovenské domácnosti v kontexte medzinárodného porovnania? Graf 5 dokladuje priestor pre ďalšiu reálnu konvergenciu ku krajinám pôvodnej EÚ15 (na grafe smerom nahor a doprava). Na základe vzťahu výkonnosti ekonomiky na jedného obyvateľa vyjadrenej v parite kúpnej sily a skutočného čistého finančného bohatstva domácností na obyvateľa (rovnako v PKS), sa dá konštatovať, že distribúcia ovocia konvergencie bola mierne nespravodlivá voči domácnostiam (body sú pod priamkou s výnimkou Poľska). Pozícia slovenských domácností (vzdialenosť od priamky a poloha na zvislej osi) voči iným krajinám stredoeurópskeho regiónu je priaznivá a netreba navyše zabúdať na vyššie uvedený fakt vysokého nefinančného bohatstva.

Priestor pre konvergenciu
skutočného čistého
finančného bohatstva
domácností

Graf 5 Skutočné čisté finančné bohatstvo domácností na obyvateľa v PKS vs. HDP na obyvateľa v PKS (medzinárodné porovnanie)

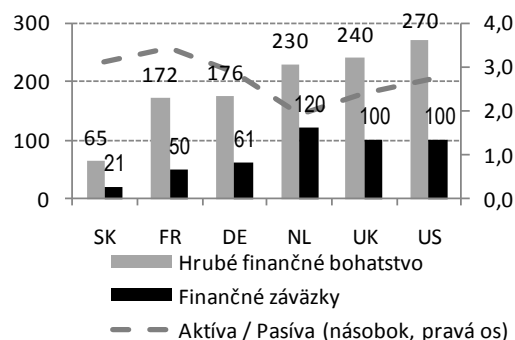


Pozn.: Výpočty k roku 2008. Zdroj: Eurostat, OECD, ECB, IFP.

Nemci a Francúzi majú
trikrát viac „peňazí“ ako
Slováci

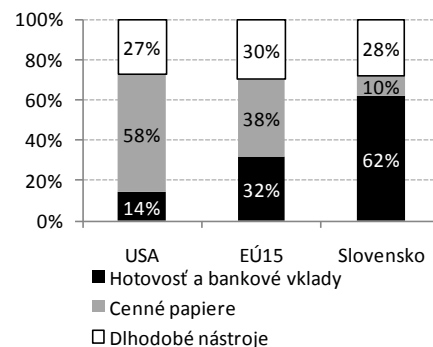
Medzinárodné porovnanie základných ukazovateľov finančného bohatstva v pomere k HDP je zobrazené na Grafe 6. Výška hrubého bohatstva ako aj zadlženosti ukazuje priestor pre ďalšiu konvergenciu analyzovaných veličín. Nemci a Francúzi majú v pomere k HDP takmer trikrát viac „peňazí“ ako Slováci a americké domácnosti dokonca až štyrikrát. Podobný nepomer je však možné pozorovať aj na strane zadlženosti. Napríklad dlh nemeckých domácností tvorí približne 60% HDP, v Holandsku až 120%, oproti dlhu slovenských domácností vo výške 21% z HDP. Zaujímavosťou je pritom fakt, že nehypotekárna zložka dlhu už dosiahla priemernej úrovne krajín EÚ15, takže priestor pre konvergenciu sa zužuje len na úvery na bývanie. Jeho veľkosť je však otázna, vzhľadom na vyššie ukázané vysoké vlastníctvo nehnuteľností domácnosťami.

Graf 6 Hrubé finančné bohatstvo a finančné záväzky domácností, medzinárodné porovnanie (% z HDP)



Pozn: Pre všetky krajiny s výnimkou Slovenska údaje k roku 2008, pre Slovensko za rok 2009. Zdroj: OECD, ECB, IFP

Graf 7 Štruktúra finančných aktív domácností, medzinárodné porovnanie (% z HDP)



Zdroj: OECD, ECB, údaje k roku 2008, pre Slovensko údaje p rok 2009, IFP

Pomer pasív a aktív slovenských domácností je podobný krajinám s kontinentálnou investičnou tradíciou

Z hľadiska pomeru aktív a pasív, čo je vhodný indikátor solventnosti (Graf 6), slovenské domácnosti sú na tom porovnateľne ako obyvateľstvo s kontinentálnou investičnou tradíciou (DE, FR). V týchto krajinách finančné aktíva dosahujú približne trojnásobok celkového zadĺženia. Druhú skupinu krajín tvoria štáty s anglosaskou tradíciou (NL, UK, US), v ktorých je pomer aktív a pasív mierne nepriaznivejší. Domácnosti v takýchto krajinách sú teda oveľa viac vystavené rizikám vyplývajúcim z hospodárskeho cyklu a teda aj potenciálnemu finančnému stresu v recesiách.

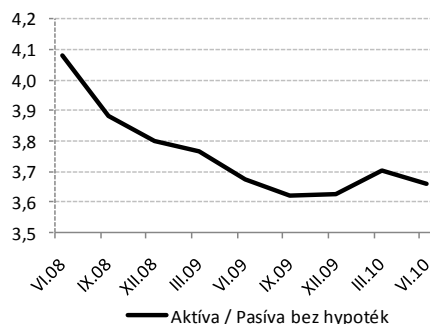
Slovenské domácnosti majú veľa peňazí v hotovosti a bankových vkladoch, málo v cenných papieroch

V štruktúre finančných aktív domácností naďalej pretrvávajú rozdiely oproti bohatším ekonomikám (Graf 7). Domácnosti EÚ15 držia iba niečo vyše 30% svojich úspor v hotovosti a v bankových vkladoch a americké domácnosti len 14% (oproti SK 62%). Po boome trhu s dlhodobými nástrojmi (životné poistenie, povinné a dobrovoľné dôchodkové sporenie), podiel najmenej likvidných aktív na úsporách už dosiahol úrovne vo vyspelých ekonomikách, čo predstavuje približne štvrtinu všetkých „peňazí“ domácností. Na druhej strane, Slováci oproti iným krajinám málo investujú do cenných papierov, vrátane investovania v rámci podielových fondov (necelých 10% aktív). Obyvatelia EÚ15 investujú do cenných papierov až štyrikrát viac svojich „peňazí“ a v USA dokonca až šesťkrát viac.

Vplyv krízy na finančnú bilanciu domácností

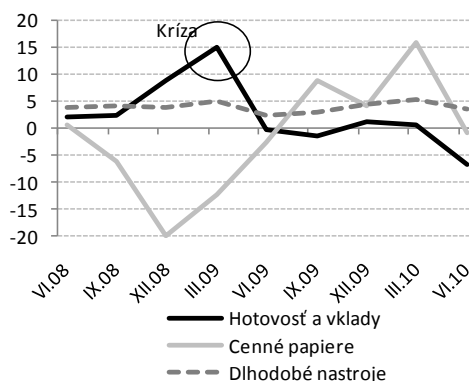
Slovenská ekonomika zažila dno súčasnej hospodárskej svetovej krízy v prvom kvartáli roka 2009, pričom hlavným transmisným mechanizmom ktorý na ňu pôsobil bol kanál medzinárodného obchodu. Z makroekonomického pohľadu teda ako prví utrpeli exportéri, ktorí následkom straty dopytu začali upravovať produkciu smerom nadol, čo zákonite viedlo k poklesu odpracovaných hodín. Slovenské domácnosti tak zažili negatívny efekt krízy prostredníctvom domáceho trhu práce až s odstupom ďalších dvoch kvartálov, kedy výrobcovia pristúpili aj k redukcii zamestnanosti. Na druhej strane, finančná bilancia domácností bola zasiahnutá krízou priamo transmisíou zo svetových finančných trhov prakticky ihneď, tj. počnúc 3Q2008, rovnako ako aj v iných krajinách.

Graf 8 Indikátor solventnosti (Aktíva bez DSS / pasíva bez hypoték, násobok)



Zdroj: Výpočty IFP

Graf 9 Vývoj zložiek finančných aktív domácností počas krízy (medzikvartálne zmeny, %)



Zdroj: Výpočty IFP

Vzrástla averzia k riziku

Hlavným efektom krízy bol presun z rizikovejších aktív (cenných papierov vrátane investovania cez podielové fondy) do najmenej rizikových bankových vkladov a hotovosti (Graf 9). Držba cenných papierov medzikvartálne poklesla už v treťom štvrťroku 2008 a dno dosiahla až v 2Q 2009. Kumulovaný pokles za toto obdobie dosiahol vysokých 43%. Ak očistíme tento prepád o efekt z precenenia aktív (pokles hodnôt akcií na svetových burzách), **držba cenných papierov a podielových fondov sa znížila o 34%**. V 2Q2010 bola držba CP domácnosťami ešte stále 18% pod predkrízovými úrovňami.

Slováci vsadili na banky

Naopak, z efektu zvýšenia averzie k riziku benefitovali vkladové produkty bánk, ktoré vzrástli za rovnaké obdobie až o 5,7 mld. EUR. Toto číslo je však z veľkej časti ovplyvnené prísunom „ponožkových peňazí“ do bankového systému spôsobených zavedením eura. Ak zoberieme do úvahy výbery z cenných papierov a podielových fondov, dá sa odhadnúť že „ponožkové peniaze“ domácností dosiahli približne 3,9mld EUR. Prekvapujúco, dynamika dlhodobých finančných nástrojov nebola krízou zasiahnutá a zachovala si stabilný medzikvartálny rast.

Finančná solventnosť domácností sa odrazila od dna

Na základe vývoja indikátora solventnosti (Graf 8), je možné vyvodit' záver, že finančná situácia domácností zažila najväčší negatívny šok spôsobený globálnou ekonomickou krízou už v druhom a treťom kvartáli 2008. Indikátor klesal až po 4Q2009 a situácia sa mierne zlepšuje počnúc prvým kvartálom roka 2010. IFP očakáva ďalšie postupné zlepšovanie finančnej solventnosti domácností.

Modelovanie spotreby domácností v SR

Predstavená aproximácia skutočného čistého bohatstva bola použitá v ekonometrickej analýze spotreby domácností v SR. V modeloch bez dynamickej optimalizácie sa tradične spotreba modeluje pomocou bežného príjmu (hrubý disponibilný dôchodok domácností), čo korešponduje s Keynesiánskou teóriou, ktorá predpokladá, že domácnosť spotrebúva len svoj bežný príjem⁷. Avšak podľa moderných teórií spotreby⁸, domácnosť optimalizuje svoju spotrebu vzhľadom na svoj (očakávaný) celoživotný príjem. V modeli nedynamického charakteru, je tak možné celoživotný príjem aproximovať veličinou bohatstva a pomocou ňou odhadnúť tzv. welfare effect.

Bohatstvo určuje spotrebu domácností v dlhodobom horizonte, v krátkodobom na ňu však vplyv nemá

Zahrnutie indikátora skutočného čistého bohatstva do dlhohodovej rovnice spotreby naozaj viedlo k zlepšeniu ekonometrických vlastností rovnice a bol identifikovaný kointegračný vzťah so spotrebou domácností a hrubým disponibilným príjmom (HDD). Podľa výsledkov, zmena HDD o jednotku vedie k zmene spotreby o 0,93 (dlhodobá elasticita spotreby vzhľadom k HDD), kým zmena skutočného čistého bohatstva o jednotku má vplyv na spotrebu len 0,07 (dlhodobá elasticita – welfare efekt). Odhadnuté elasticity sú v súlade so zahraničnou literatúrou. Naopak, skutočné čisté bohatstvo nemá vplyv na spotrebu domácností v krátkodobom horizonte, čo je tiež v súlade s očakávaniami.

Záver

Vývoj bohatstva domácností prešiel za ostatných desať rokov významnými zmenami, ktoré je možné zhrnúť do niekoľkých bodov:

- Slováci majú vysokú zložku nefinančného bohatstva (oproti iným krajinám EÚ).
- Finančné aktíva v pomere k HDP sa zvýšili takmer o tretinu a podobne zadlženosť narastla z nuly na 21%/HDP. Konvergencia oboch strán finančnej bilancie domácností však mala vyvážený charakter.
- Slovenské domácnosti majú však stále výrazne menej „peňazí“ ako obyvatelia vyspelých ekonomík a existuje priestor pre pokračovanie nárastu tak finančných aktív, ako aj pasív domácností.
- Výrazne sa menila aj štruktúra finančných aktív, kde došlo k redukcii podielu držby peňazí v hotovosti a bankových vkladoch (t.j. v nerizikových produktoch), avšak **ich podiel zostáva naďalej vysoký oproti krajinám EÚ15**. Slováci „objavili“ dlhodobé finančné nástroje (poistný trh, dôchodkové poisťovníce) a ich podiel na celkových finančných aktívach už dosiahol priemernú úroveň krajín EÚ15. Na druhej strane, **domácnosti sú stále pomerne konzervatívne a držia málo „peňazí“ v cenných papieroch vrátane podielových fondov**.
- Z hľadiska finančnej solventnosti (aktíva ku pasívam), možno slovenské domácnosti priradiť skôr ku krajinám s kontinentálnou investičnou kultúrou, v ktorej sú **domácnosti relatívne menej vystavené rizikám plynúcim zo zmien v príjme**.

Odznievajúca hospodárska kríza sa odzrkadlila na finančnej bilancii slovenských domácností nasledovným spôsobom:

- Domácnosti pocítili krízu najprv už v 3Q 2008 a dno bolo dosiahnuté až v 4Q 2009.
- Na strane aktív bolo hlavnou črtou zvýšenie averzie k riziku, ktorá viedla k výberom finančných prostriedkov z rizikovejších produktov a ich presmerovaním do bezpečných bankových vkladov. Tento trend pretrvával až do 2Q2009.
- Indikátor solventnosti naznačuje, že z hľadiska finančnej bilancie sú na tom slovenské domácnosti stále horšie ako v predkrízovom období.

Aproximácia finančného bohatstva viedla k zlepšeniu ekonometrického modelovania spotreby domácností v podmienkach Slovenska a potvrdila welfare efekt podobný ostatným krajinám.

⁷Teória predpokladá jednotkovú elasticitu spotreby vzhľadom na bežný dôchodok domácností.

⁸ Teória permanentného príjmu, Milton Friedman (1957)

Upozornenie

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