

KATARZYNA KOCHANIAK

katarzyna.kochaniak@uek.krakow.pl

*Portfele aktywów finansowych gospodarstw domowych krajów  
strefy euro – podobieństwa i różnice*

---

Household Portfolios of Financial Assets in the Euro Area Countries – Similarities and Dissimilarities

**Słowa kluczowe:** finanse gospodarstw domowych; portfele aktywów finansowych gospodarstw domowych; depozyty

**Keywords:** household finance; financial asset portfolio; deposits

**Kod JEL:** D14; D12; E21

## Wstęp

Dynamiczny rozwój rynków finansowych i wprowadzenie wspólnej waluty w państwach członkowskich Unii Europejskiej sprzyjały niwelowaniu różnic w dostępności aktywów finansowych dla gospodarstw domowych. Destabilizacja lat 2008–2015 przyczyniła się jednak do zahamowania tego procesu, ograniczając możliwości skutecznego oddziaływania na dysproporcje występujące w zasobności poszczególnych populacji.

Celem pracy<sup>1</sup> jest dokonanie analizy porównawczej przeciętnych portfeli aktywów finansowych gospodarstw domowych 15 krajów Europejskiej Unii Monetarnej<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Artykuł prezentuje wyniki badań stanowiących część projektu badawczego finansowanego ze środków Narodowego Centrum Nauki, przyznanych na podstawie decyzji numer DEC-2013/11/D/HS4/04056. Analiza została przeprowadzona na podstawie danych liczbowych pochodzących z bazy Eurosystemu Household Finance and Consumption Survey.

<sup>2</sup> Europejska Unia Monetarna jest określana w pracy jako strefa euro.

Za ważny uznano problem heterogeniczności państw pod względem decyzji inwestycyjnych podejmowanych przez gospodarstwa. Ujęte w analizie aktywa finansowe odnoszą się do: depozytów (bieżących i oszczędnościowych) w instytucjach kredytowych, depozytów podlegających specjalistycznemu zarządzaniu w instytucjach kredytowych i innych podmiotach finansowych, jednostek funduszy inwestycyjnych, obligacji, akcji notowanych na giełdach papierów wartościowych, pożyczek udzielonych innym gospodarstwom domowym, jednostek funduszy emerytalnych i zawartych umów ubezpieczeń na życie, udziałów w podmiotach gospodarczych oraz pozostałych zaangażowań, takich jak instrumenty pochodne.

W pracy poszukiwano odpowiedzi na następujące pytania badawcze:

1. Czy przeciętne portfele aktywów finansowych gospodarstw domowych krajów strefy euro można uznać za homogeniczne pod względem ich wartości oraz struktury czy też kształtują się one indywidualnie, na poziomie krajowym?
2. Czy istnieje składnik portfeli aktywów finansowych gospodarstw domowych, który można uznać za dominujący na obszarze całej grupy krajów strefy euro?

Weryfikacji poddano następującą hipotezę badawczą: kraje Europejskiej Unii Monetarnej cechują się zróżnicowaną zasobnością gospodarstw domowych, wyrażoną niejednorodnym przeciętnym poziomem oraz strukturą portfeli aktywów finansowych. Pomimo występowania owej heterogeniczności, można jednak wskazać w badanym obszarze geograficznym podgrupy państw o populacjach cechujących się podobnymi preferencjami lokacyjno-inwestycyjnymi.

## 1. Przegląd literatury

W XX w. tematyka zasobności finansowej gospodarstw domowych pozostawała poza głównym nurtem rozważań o sytuacji materialno-finansowej gospodarstw domowych ze względu na brak adekwatnych danych ilościowych i jakościowych odnoszących się do populacji poszczególnych krajów. Problem ten początkowo wynikał z ograniczonej oferty produktowej kierowanej przez podmioty finansowe do osób fizycznych, a następnie – w okresie rozwoju rynków finansowych i aktywizacji gospodarstw jako ich uczestników – z obawy o niechęć do przekazywania szczegółowych informacji na temat posiadanego majątku. Prowadzone badania ankietowe pomijały zatem ten obszar finansów gospodarstw domowych lub nawiązywały do niego w ograniczonym zakresie.

Początek obecnego stulecia przyniósł zmiany w postrzeganiu problematyki zasobności finansowej osób fizycznych, tworząc warunki do jej podejmowania w pracach badawczych. Od 2007 r. ewoluującemu zjawisku destabilizacji towarzyszyło bowiem w Europie przekonanie o istotnej roli gospodarstw domowych w zakresie stymulowania ożywienia na rynku finansowym i w gospodarkach narodowych.

Badania porównawcze nad kształtowaniem się preferencji inwestycyjnych w zakresie aktywów finansowych w populacjach krajów i wybranych grupach społecznych

prowadzili m.in. Harasim [2010], Christelis, Georgarakos i Haliassos [2012, s. 1–49], Arrondel i in. [2014, s. 1–47], Korzeniowska [2015, s. 105–115] czy Korzeniowska i Lewicka [2016, s. 25–27]. Pomimo dynamicznego rozwoju rynku finansowego w ostatnich dwóch dekadach, w literaturze podkreślano utrzymywanie się słabej dywersyfikacji indywidualnych portfeli [Barasinska, Schafer, Stephan, 2012, s. 1–14].

Większość badań dotyczących portfeli aktywów finansowych koncentrowała się na ich ryzykownych komponentach. Znaczenie takich składników dla ogólnej aktywności lokacyjno-inwestycyjnej osób fizycznych analizowali m.in. Guiso, Haliassos i Jappelli [(eds.) 2002, s. 1–24], Guiso, Haliassos i Jappelli [2003] i Gradoń [2010]. W literaturze podjęto też próbę określenia profilu ryzyka dla detalicznych aktywów finansowych, dokonując ich klasyfikacji. W opinii Carroll [2002, s. 389–429] taki podział należało jednak uznać za ogólnikowy, ponieważ nie ma aktywów całkowicie bezpiecznych ani całkowicie ryzykownych. W pracach wskazywano także na uzupełniające znaczenie instrumentów finansowych, takich jak akcje czy jednostki funduszy inwestycyjnych, dla wartości i struktury portfeli posiadanych przez gospodarstwa domowe [Haliassos, Bertaut, 1995, s. 1110–1129].

Bezpieczne lub względnie bezpieczne aktywa finansowe stanowiły do niedawna drugorzędny temat badawczy, niepoddawany wnikliwym analizom [Gollier, 2002]. Globalny kryzys finansowy i będące jego efektem regulacje sektorów bankowych zwróciły uwagę na ważne znaczenie depozytów gospodarstw domowych dla stabilności finansowania banków [Kochaniak, 2015, s. 487–522]. W publikacjach podkreślano również ich istotny udział w portfelach aktywów finansowych osób fizycznych [Du Caju, 2013, s. 41–62; ECB, 2013b, s. 1–112; Teppa i in., 2015, s. 1–62].

## 2. Dane i metoda badawcza

Badanie portfeli aktywów finansowych w krajach strefy euro zostało przeprowadzone z wykorzystaniem danych jednostkowych na temat gospodarstw domowych, pochodzących z bazy Eurosystemu Household Finance and Consumption Survey<sup>3</sup> (HFCS)<sup>4</sup>. Informacje liczbowe obejmowały następujące zbiorowości gospodarstw deklarujących posiadanie takiego zaangażowania: w Austrii (AT) – 2315, Belgii (BE) – 2275, na Cyprze (CY) – 1108, w Niemczech (DE) – 3474, Hiszpanii (ES) – 5956, Finlandii (FI) – 10989, we Francji (FR) – 14 868, w Grecji (GR) – 2219, we Włoszech (IT) – 6590, w Luksemburgu (LU) – 936, na Malcie (MT) – 814,

<sup>3</sup> Okres ankietowania różnił się między krajami. W większości państw badanie prowadzone było w latach 2010–2011. Szczegółowe informacje na temat okresów badawczych zawarto w: [ECB, 2013a].

<sup>4</sup> Badanie przeprowadzono w następujących okresach: 09.2010–05.2011 w Austrii; 04.2010–10.2010 w Belgii; 04.2010–01.2011 na Cyprze; 01.2010–05.2010 w Finlandii; 10.2009–02.2010 we Francji; 06.2009–09.2009 w Grecji; 11.2008–07.2009 w Hiszpanii; 04.2010–12.2010 w Holandii; 09.2010–04.2011 w Luksemburgu; 10.2010–02.2011 na Malcie; 09.2010–07.2011 w Niemczech; 04.2010–07.2010 w Portugalii; 09.2010–10.2010 na Słowacji; 10.2010–12.2010 w Słowenii; 01.2010–05.2010 we Włoszech.

w Holandii (NL) – 1261, Portugalii (PT) – 4143, Słowenii (SI) – 300, na Słowacji (SK) – 1910. W analizie ujęto łącznie 59 158 przypadków z obszaru Europejskiej Unii Monetarnej<sup>5</sup>.

Wykorzystany w badaniu zbiór zmiennych odnosił się do następujących kategorii aktywów finansowych (w EUR) gospodarstwa domowego [ECB, 2013a]:

- depozytów bieżących (DB) – sumy środków zgromadzonych na rachunkach oszczędnościowo-rozliczeniowych (ROR) w bankach, instytucjach kredytowych i firmach ubezpieczeniowych,
- depozytów oszczędnościowych (DO) – sumy depozytów oszczędnościowych, lokat terminowych i certyfikatów depozytowych,
- całkowitych depozytów (D) – sumy depozytów bieżących i depozytów oszczędnościowych,
- depozytów podlegających specjalistycznemu zarządzaniu (DS) – wartości środków zdeponowanych w bankach i podmiotach zajmujących się inwestowaniem, w których specjaliści (tj. doradcy klienta lub maklerzy) samodzielnie podejmują decyzje inwestycyjne lub konsultują je z właścicielem środków,
- funduszy inwestycyjnych (FI) – rynkowej wartości jednostek funduszy inwestycyjnych,
- obligacji (O) – wartości rynkowej obligacji wyemitowanych przez: rządy, banki, instytucje finansowe, podmioty niefinansowe lub organizacje,
- akcji dopuszczonych do publicznego obrotu (A) – wartości rynkowej akcji notowanych na giełdach papierów wartościowych lub innych formach zorganizowanego rynku wtórnego,
- udziałów w podmiotach gospodarczych (U) – wartości netto podmiotów (różnicy między sumą aktywów a całkowitą wartością zobowiązań),
- pożyczek udzielonych innym gospodarstwom domowym (P) – środków pieniężnych przekazanych innym gospodarstwom domowym i podlegających zwrotowi w określonym terminie, w tym pożyczek udzielonych znajomym i krewnym,
- udziałów w dobrowolnych programach emerytalnych i wartości polis ubezpieczenia na życie (E) – całkowitej wartości zaangażowania,
- innych aktywów (I) – wartości instrumentów pochodnych, certyfikatów opartych na indeksach i metalach szlachetnych itp.
- całkowitych aktywów finansowych (CAF) – całkowitej wartości depozytów, depozytów podlegających specjalistycznemu zarządzaniu, jednostek funduszy inwestycyjnych, obligacji, akcji notowanych w obrocie publicznym, udziałów w podmiotach gospodarczych bez samozatrudnienia, pożyczek udzielonych innym gospodarstwom domowym, dobrowolnych planów emerytalnych i polis ubezpieczeń na życie, innych aktywów.

<sup>5</sup> Należy zauważyć, iż w badaniu nie uczestniczyły gospodarstwa domowe z: Estonii, Irlandii, Litwy i Łotwy.

Analizę porównawczą portfeli w indywidualnych krajach i całej ich grupie przeprowadzono na podstawie średnich wartości aktywów finansowych posiadanych przez gospodarstwa domowe. Związki między udziałami poszczególnych aktywów w jednostkowych portfelach zostały wyrażone wartościami współczynnika korelacji liniowej Pearsona. Klasyfikację krajów pod względem podobieństwa struktur przeciętnych portfeli przeprowadzono zaś metodą Warda [Pociecha i in., 1988, s. 83–84].

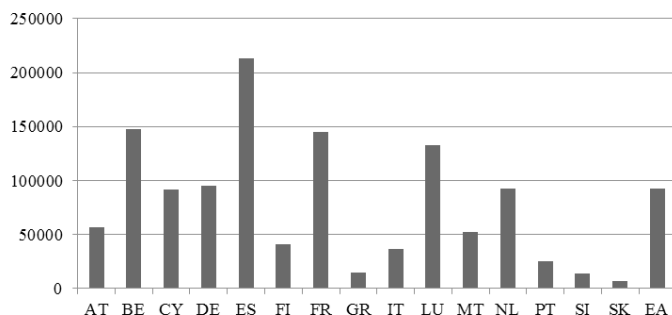
### 3. Wyniki analizy empirycznej

Aktywność lokacyjno-inwestycyjna gospodarstw domowych na rynku finansowym w krajach strefy euro cechowała się istotnym zróżnicowaniem. Odsetek respondentów deklarujących posiadanie przynajmniej jednego składnika aktywów finansowych kształtował się od 75% (w Grecji) do 100% (w Finlandii)<sup>6</sup>, osiągając w całej zbiorowości państw poziom 95%. Do krajów o największych frakcjach gospodarstw domowych niezaangażowanych w owe aktywa zaliczono oprócz Grecji: Cypr, Portugalię, Słowację, Słowenię i Włochy. Należy zauważyć, iż Finlandia była jedynym państwem badanego obszaru, w którym wszyscy ankietowani deklarowali posiadanie co najmniej jednej kategorii aktywów finansowych. W niniejszej pracy analiza kształtowania się wartości i struktury zaangażowań została przeprowadzona na podstawie danych liczbowych odnoszących się wyłącznie do respondentów, którzy je deklarowali.

Kraje strefy euro charakteryzowały się istotnym zróżnicowaniem pod względem przeciętnych wartości portfeli aktywów finansowych gospodarstw domowych (rys. 1). Największą zasobnością wyróżniały się zbiorowości gospodarstw mieszkające w Belgii, we Francji, w Hiszpanii i Luksemburgu, osiągając średni poziom aktywów z przedziału od 132 424,35 EUR do 213 065,17 EUR. Dla reszty krajów wyniki wskazały na co najwyżej 5-cyfrowe wartości przeciętnych zaangażowań, przy czym najniższe cechowały: Grecję (15 028,46 EUR), Słowację (6 897,18 EUR) i Słowenię (13 839,75 EUR).

Heterogeniczność portfeli aktywów finansowych była wyrażona także istotnymi różnicami w ich strukturach. Uznano, iż kształtowały się one lokalnie, ponieważ obraz otrzymany dla całego obszaru nie znalazł odzwierciedlenia w tych charakteryzujących pojedyncze kraje. W przypadku całej grupy państw najważniejszym składnikiem przeciętnego portfela były depozyty, stanowiące 71,7% jego wartości. Należy zauważyć, iż ich dominujący udział utrzymał się pomimo dynamicznego rozwoju rynków finansowych w okresie poprzedzającym globalny kryzys finansowy. Większą część całkowitych depozytów tworzyły te oszczędnościowe. Jako

<sup>6</sup> Udziały gospodarstw domowych posiadających aktywa finansowe w badanych populacjach: AT – 97,3%; BE – 97,8%; CY – 89,6%; DE – 97,4%; ES – 96,1%; FI – 100%; FR – 99,1%; GR – 74,7%; IT – 82,9%; LU – 98,5%; MT – 96,6%; NL – 96,9%; PT – 94,1%; SI – 87,5%; SK – 92,9%; EA – 94,6%.

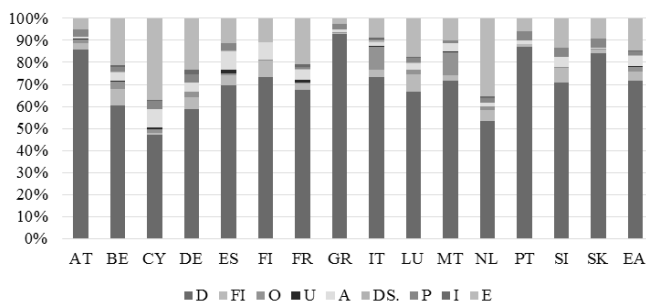


Rys. 1. Przepiętne wartoœci portfeli aktywów finansowych gospodarstw domowych (w EUR) w krajach strefy euro oraz caiej ich grupie w okresie ankietywania

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurosystemu HFCS.

proste, względnje bezpieczne produkty i niegenerujące kosztów związanych z ich zakładaniem oraz utrzymywaniem, stanowiły w okresie destabilizacji alternatywę dla ryzykownych produktów rynku finansowego. Zaangażowanie w dobrowolne programy emerytalne i polisy ubezpieczeń na życie były drugim co do ważności składnikami przeciętnego portfela w całej grupie krajów, o udziale wynoszącym 14,5%. Oba powyższe składniki były dopełniane przede wszystkim przez akcje notowane w publicznym obrocie (4,6%) i jednostki funduszy inwestycyjnych (4,1%).

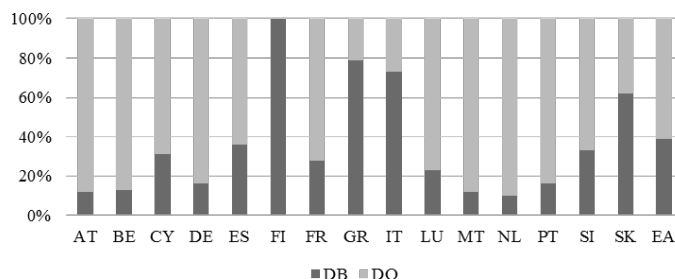
Analiza struktur przeciętnych portfeli gospodarstw domowych, przeprowadzona dla poszczególnych krajów, zwróciła uwagę na depozyty wyróżniające się największymi udziałami. Ponadto wszędzie, z wyjątkiem Cypru (47,3%), można było im przypisać dominującą pozycję. Preferencje gospodarstw domowych w zakresie rodzaju posiadanych depozytów okazały się przestrzennie zróżnicowane. Greckie, słowackie i włoskie gospodarstwa wykazywały zainteresowanie przede wszystkim depozytami bieżącymi, podczas gdy w pozostałych krajach głównie lokowano te



Rys. 2. Struktura przeciętnego portfela aktywów finansowych (w %) w krajach strefy euro oraz caiej ich grupie w okresie ankietywania

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurosystemu HFCS.

oszczędnościowe<sup>7</sup>. Drugi wskazany pod względem ważności składnik przeciętnego portfela w strefie euro – dobrowolne programy emerytalne i polisy ubezpieczeń na życie – stanowiły szczególnie ważną kategorię aktywów finansowych dla gospodarstw domowych Cypru (udział 37,3%) i Holandii (udział 35,6%). W przypadku pozostałych komponentów portfeli udziały przekraczające 10% odnotowano wyłącznie dla obligacji na Malcie i we Włoszech.



Rys. 3. Przeciętna struktura depozytów ogółem gospodarstw domowych (w %) w krajach strefy euro oraz całej ich grupie w okresie ankietywania

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurosystemu HFCS.

Wyniki przeprowadzonej analizy wykazały zgodność z publikowanymi w literaturze wnioskami o ograniczonej dywersyfikacji portfeli aktywów finansowych gospodarstw domowych. Na całym obszarze geograficznym 78% gospodarstw deklaroowało posiadanie co najwyżej dwóch kategorii aktywów (tab. 1). Zaledwie 12% charakteryzowało się zatem portfelami o bardziej rozbudowanych strukturach. W indywidualnych krajach portfele złożone z nie więcej niż dwóch składników były w posiadaniu od 65% gospodarstw w Niemczech do 99% w Grecji. Oznacza to, iż w grupie badanych państw największą skłonnością do dywersyfikacji aktywów finansowych wykazały się niemieckie gospodarstwa domowe, podczas gdy struktura portfeli greckich pozostawała ograniczona pod wpływem szczególnie trudnych warunków rynku finansowego i gospodarki.

Tab. 1. Struktura gospodarstw domowych (%) według liczby komponentów portfeli aktywów finansowych w krajach strefy euro oraz całej ich grupie w okresie ankietywania

Kraj	1–2 składniki (w %)	3 i więcej (w %)
AT	89	11
BE	71	29
CY	70	30
DE	65	35
ES	78	22

<sup>7</sup> Dla Finlandii brak danych o depozytach oszczędnościowych.

Kraj	1–2 składniki (w %)	3 i więcej (w %)
FI	73	27
FR	73	27
GR	99	1
IT	86	14
LU	74	26
MT	80	20
NL	72	2
PT	95	5
SI	86	14
SK	95	5
EA	78	22

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurosystemu HFCs.

Do identyfikacji współzależności między poszczególnymi rodzajami aktywów finansowych w portfelach gospodarstw domowych, zarówno na poziomie krajowym, jak i całym obszarze geograficznym, wykorzystano wartości współczynnika korelacji Pearsona. Ze względu na analizę powiązań występujących między udziałami statystycznie istotne zależności przyjęły wyłącznie wartości ujemne, tzn. większy udział jednego z komponentów mógł być realizowany wyłącznie przez pomniejszenie udziału innego bądź innych składników. Tab. 2 wskazuje na statystycznie istotne związki między składnikami indywidualnych portfeli gospodarstw domowych w badanych zbiorowościach. Te wyrażone bezwzględną wartością współczynnika nie niższą niż 0,45 zostały uznane za ważne dla celów niniejszej analizy. W strefie euro najsilniejsze związki zaobserwowano między całkowitymi depozytami a dobrowolnymi programami emerytalnymi i polisami ubezpieczeń na życie ( $r=-0,68$ ). W poszczególnych krajach siła wzajemnego oddziaływania składników nie była jednakowa. W przypadku austriackich gospodarstw domowych wyższe udziały depozytów były realizowane przez mniejsze zaangażowanie w dobrowolne programy emerytalne i polisy ubezpieczeń na życie ( $r=-0,52$ ), pożyczki udzielone innym gospodarstwom ( $r=-0,47$ ), inne aktywa ( $r=-0,47$ ), a także jednostki funduszy inwestycyjnych ( $r=-0,45$ ). W Belgii depozyty okazały się być istotnym substytutem wyłącznie dobrowolnych programów emerytalnych i polis ubezpieczeń na życie ( $r=-0,64$ ). Taki wniosek sformułowano również w odniesieniu do Cypru ( $r=-0,76$ ), Niemiec ( $r=-0,64$ ), Francji ( $r=-0,78$ ), Holandii ( $r=-0,84$ ) i Słowenii ( $r=-0,65$ ). W Hiszpanii ujemne wartości współczynnika uzyskano między depozytami a akcjami notowanymi w publicznym obrocie ( $r=-0,50$ ) oraz depozytami a dobrowolnymi programami emerytalnymi i polisami ubezpieczeń na życie ( $r=-0,54$ ). W Finlandii gospodarstwa domowe, koncentrując się na depozytach, wykazywały mniejsze udziały dobrowolnych programów emerytalnych, polis ubezpieczeń na życie ( $r=-0,60$ ), akcji ( $r=-0,55$ ) i jednostek funduszy inwestycyjnych ( $r=-0,51$ ). Większe udziały depozytów oznaczały ograniczoną pozycję pożyczek udzielonych innym gospodarstwom, dobrowolnych programów emerytalnych i polis ubezpieczeń na życie w portfelach gospodarstw domowych Grecji ( $r=-0,60$ ;  $r=-0,60$ ),



Portugalii ( $r=-0,57$ ;  $r=-0,66$ ) i Słowacji ( $r=-0,45$ ;  $r=-0,74$ ). We Włoszech i na Malcie, oprócz dobrowolnych programów emerytalnych i polis ubezpieczeń na życie (odpowiednio:  $r=-0,52$ ;  $r=-0,55$ ), posiadanie w portfelach znacznych udziałów depozytów odbywało się kosztem obligacji (odpowiednio  $r=-0,60$ ;  $r=-0,57$ ). Luksemburskie gospodarstwa domowe traktowały depozyty jako alternatywę dla jednostek funduszy inwestycyjnych ( $r=-0,43$ ) oraz dobrowolnych programów emerytalnych i polis ubezpieczeń na życie ( $r=-0,67$ ).

Tab. 2. Statystycznie istotne wartości współczynnika korelacji Pearsona dla udziałów aktywów finansowych w portfelach gospodarstw domowych w okresie ankietowania w krajach strefy euro i całej ich grupie

	D/CAF	FI/CAF	O/CAF	U/CAF	A/CAF	DS/CAF	P/CAF	I/CAF	E/CAF
AT									
D/TFA	1	-0,45	-0,37	-0,15	-0,27	-0,05	-0,47	-0,15	-0,52
BE									
D/TFA	1	-0,36	-0,25	-0,10	-0,26	-0,09	-0,19	-0,13	-0,64
CY									
D/TFA	1	-0,08	-0,14	-0,10	-0,25	x	-0,20	x	-0,76
DE									
D/TFA	1	-0,33	-0,23	-0,08	-0,29	-0,05	-0,24	-0,19	-0,64
ES									
D/TFA	1	-0,37	-0,17	-0,24	-0,50	-0,12	-0,29	x	-0,54
FI									
D/TFA	1	-0,51	-0,11	x	-0,55	x	x	x	-0,60
FR									
D/TFA	1	-0,28	-0,13	-0,18	-0,39	-0,04	-0,16	-0,16	-0,78
GR									
D/TFA	1	-0,26	-0,19	-0,18	-0,38	x	-0,60	x	-0,57
IT									
D/TFA	1	-0,35	-0,60	-0,11	-0,25	-0,16	-0,09	-0,16	-0,52
LU									
D/TFA	1	-0,43	-0,20	-0,09	-0,27	-0,07	-0,21	-0,13	-0,67
MT									
D/TFA	1	-0,24	-0,57	-0,08	-0,36	-0,10	-0,16	-0,07	-0,55
NL									
D/TFA	1	-0,19	-0,16	x	-0,14	x	-0,14	-0,09	-0,84
PT									
D/TFA	1	-0,26	-0,09	-0,11	-0,30	-0,05	-0,57	-0,04	-0,66
SI									
D/TFA	1	-0,38	-0,11	x	-0,30	x	-0,35	x	-0,65
SK									
D/TFA	1	-0,35	-0,07	-0,09	-0,08	-0,14	-0,45	x	-0,74
EA									
D/TFA	1	-0,36	-0,25	-0,15	-0,39	-0,08	-0,22	-0,13	-0,68

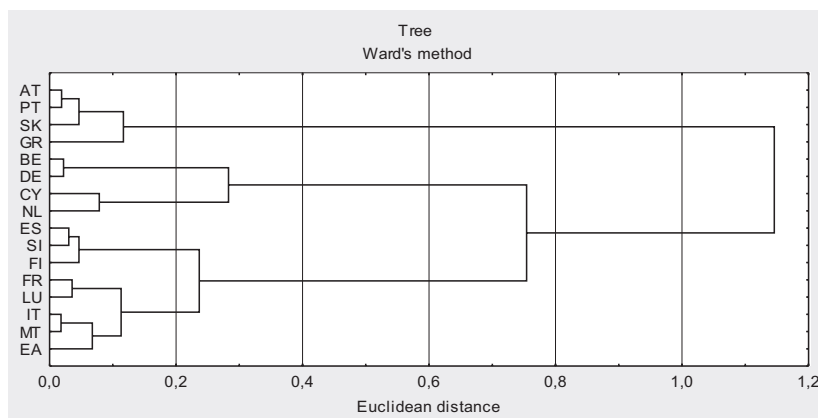
x – brak statystycznie istotnego związku

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych Eurosystemu HFCS.

Heterogeniczności struktur portfeli aktywów finansowych gospodarstw domowych w grupie krajów strefy euro dowiodła również klasyfikacja krajów metodą Warda.

Przy jej pomocy podjęto próbę identyfikacji podgrup państw cechujących się podobieństwem w powyższym zakresie. Rys. 4 dowodzi występowania odrębnych zbiorowości złożonych z: 1) Austrii, Grecji, Portugalii i Słowacji, 2) Belgii, Cypru, Holandii i Niemiec, 3) Finlandii, Francji, Hiszpanii, Luksemburga, Malty, Słowenii i Włoch.

Porównując odległości wiązań między wyodrębnionymi podzbiorami krajów, stwierdzono, iż największe różnice w strukturach przeciętnych portfeli wystąpiły między krajami tworzącymi pierwszy podzbiór a tymi zaliczonymi do dwóch pozostałych. W przypadku przeciętnego portfela w strefie euro analiza wykazała podobieństwo jego struktury do struktur charakteryzujących kraje z ostatniej podgrupy. W ramach poszczególnych podzbiorów uwagę zwróciły bliskie podobieństwa pod względem analizowanej cechy pomiędzy: 1) Austrią a Portugalią, 2) Belgią a Niemcami, 3) Maltą a Włochami.



Rys. 4. Drzewko połączeń – struktura przeciętnych portfeli aktywów finansowych w krajach strefy euro oraz całej ich grupie w okresie ankietywania

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurosystemu HFCS.

## Podsumowanie

W grupie 15 państw Europejskiej Unii Monetarnej zasobność gospodarstw domowych, wyrażona posiadanymi aktywami finansowymi, wykazała istotne zróżnicowanie. Dowiodły tego heterogeniczne wartości i struktury przeciętnych portfeli na poziomie krajowym oraz frakcje ankietowanych wykluczonych z podejmowania decyzji na rynku finansowym.

Pomimo dostępności zróżnicowanych produktów o charakterze lokacyjno-inwestycyjnym dla gospodarstw domowych w badanym obszarze geograficznym, najważniejsze znaczenie w przeciętnym portfelu, zarówno na poziomie krajowym, jak i w całej grupie, przypisano depozytom będącym najprostszym i najmniej ryzykow-

nym jego komponentem. Z kolei potrzeba zabezpieczenia bytu na starość przyczyniła się do silnej pozycji dobrowolnych programów emerytalnych i polis ubezpieczeń na życie w zasobach aktywów finansowych gospodarstw. Pozostawały one jednak ewidentnym substytutem depozytów, zarówno na poziomie grupy, jak i indywidualnych państw. W badanym obszarze geograficznym istotne okazały się przeciętne udziały akcji i jednostek funduszy inwestycyjnych. W przypadku wybranych krajów za ważną dla gospodarstw domowych formę inwestowania uznano obligacje. Analizując współzależności między składnikami portfeli aktywów finansowych w poszczególnych państwach, zjawisko substytucyjności odniesiono do zróżnicowanych ich składników. Wyraźnie zaznaczyło się ono (poza wspomnianymi wyżej udziałami depozytów oraz dobrowolnych programów emerytalnych i polis ubezpieczeń na życie), także między udziałami depozytów a udziałami: obligacji, jednostek funduszy inwestycyjnych, pożyczek udzielonych innym gospodarstwom czy akcji.

Podsumowując, należy stwierdzić, iż zasobność gospodarstw domowych 15 krajów strefy euro, mierzona wartością i strukturą posiadanych portfeli aktywów finansowych, charakteryzowała się istotną heterogenicznością. O ewentualnych podobieństwach w tym zakresie można było wnioskować jedynie w ich podgrupach. Składnikiem wyróżniającym się pod względem udziału w przeciętnych portfelach były depozyty, stanowiące jedną z najbezpieczniejszych form zaangażowania na rynku finansowym. Preferencje gospodarstw domowych w zakresie ich rodzaju pozostawały jednak geograficznie zróżnicowane. Powyższe wnioski pozwalają uznać zaprezentowaną we wstępie pracy hipotezę badawczą za prawdziwą.

## Bibliografia

- Arrondel L., Bartiloro L., Fessler P., Lindner P., Matha T.Y., Rampazzi C., Savignac F., Schmidt T., Schurz M., Vermeulen P., *How Do Households Allocate Their Assets? Stylized Facts from the Eurosystem Household Finance and Consumption Survey*, "Deutsche Bundesbank Discussion Paper" 2014, No. 12.
- Barasinska N., Schafer D., Stephan A., *Individual Risk Attitudes and the Composition of Financial Portfolios: Evidence from German Household Portfolios*, "Quarterly Review of Economics and Finance" 2012, Vol. 52 (1), DOI: <https://doi.org/10.1016/j.qref.2011.10.001>.
- Carroll C.D., *Portfolios of the Rich*, [w:] L. Guiso, M. Haliassos, T. Jappelli (eds.), *Household Portfolios*, MIT Press, Cambridge 2002.
- Christelis D., Georgarakos D., Haliassos, M., *Differences in Portfolios Across Countries: Economic Environment versus Household Characteristics*, 2012, <http://ssrn.com/abstract=1089802> [data dostępu: 01.02.2016].
- Du Caju P., *Structure and Distribution of Household Wealth: An Analysis Based on the HFCS*, "National Bank of Belgium Economic Review" 2013, No. 9.
- ECB, *HFCS Country Surveys Metadata Information*, European Central Bank, Frankfurt am Main 2013a.
- ECB, *The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey – Results from the First Wave*, "ECB Statistics Paper Series" 2013b, No. 2.
- Gollier C., *What Does Theory Have to Say about Household Portfolios?*, [w:] L. Guiso, M. Haliassos, T. Jappelli (eds.), *Household Portfolios*, MIT Press, Cambridge 2002.

- Gradoń W., *Lokowanie nadwyżek finansowych w papiery wartościowe*, [w:] J. Harasim (red.), *Oszczędzanie i inwestowanie w teorii i praktyce*, PTE, Katowice 2010.
- Guiso L., Haliassos M., Jappelli T., *Stockholding in Europe*, Palgrave Macmillan Publishers, Basingstoke 2003.
- Guiso L., Haliassos M., Jappelli T. (eds.), *Household Portfolios*, MIT Press, Cambridge 2002.
- Haliassos M., Bertaut C., *Why Do So Few Hold Stocks?*, "Economic Journal" 1995, Vol. 105 (432),  
**DOI: <https://doi.org/10.2307/2235407>**
- Harasim J., *Oszczędzanie i inwestowanie nadwyżek finansowych przez ludność*, [w:] J. Harasim (red.), *Oszczędzanie i inwestowanie w teorii i praktyce*, PTE, Katowice 2010.
- Kochaniak K., *Stabilność depozytów gospodarstw domowych w zmiennych uwarunkowaniach rynku finansowego i gospodarek państw strefy euro – regulacje a rzeczywistość*, „Bank i Kredyt” 2015, nr 46 (5).
- Korzeniowska A., *Struktura oszczędności finansowych gospodarstw domowych w Polsce na tle wybranych krajów*, „Studia Ekonomiczne – ZN Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach” 2015, z. 239.
- Korzeniowska A., Lewicka B., *Długoterminowe oszczędności finansowe w Polsce – Raport 2016*, Alterum, Warszawa 2016.
- Pociecha J., Podolec B., Sokołowski A., Zając K., *Metody taksonomiczne w badaniach społeczno-ekonomicznych*, PWN, Warszawa 1988.
- Teppa F., Porpiglia A., Ziegelmeyer M., Le Blanc J., Zhu J., *Household Saving Behaviour and Credit Constraints in the Euro Area*, "ECB Working Paper" 2015, Vol. 1790.

### **Household Portfolios of Financial Assets in the Euro Area Countries – Similarities and Dissimilarities**

This paper presents the average financial asset portfolios of households in 15 countries of the euro area, identifying differences and similarities between them. Attention is also paid to the non-equal scale of financial exclusion of individuals from acquisitions of investment products. The households possessing such assets were characterised by diverse preferences in terms of their values and structures. Despite existing differences, the results allowed to identify the most important component of the portfolio on a supranational scale, which turned out to be deposits. The focus on this category of financial assets led to a poor diversification of portfolios, usually constituted by up to two components. There was observed a substitutability between certain products, however, not the same in the entire group of countries. Despite the multifaceted differences, the subgroups of countries with similar components were identified.

### **Portfele aktywów finansowych gospodarstw domowych krajów strefy euro – podobieństwa i różnice**

W pracy scharakteryzowano wzorcowe portfele aktywów finansowych gospodarstw domowych w 15 krajach strefy euro, wskazując na występujące między nimi różnice i podobieństwa. Uwagę zwrócono na niejednorodność na badanym obszarze skalę zjawiska wykluczenia finansowego w zakresie nabywania instrumentów o charakterze lokacyjnym i inwestycyjnym. Dla zbiorowości gospodarstw domowych posiadających takie zaangażowanie, określono ich preferencje wyrażone wartościami i strukturami całkowitych aktywów. Pomimo identyfikacji istotnych różnic między krajami, wyniki badania pozwoliły ustalić najważniejszy w skali ponadnarodowej składnik portfela, którym okazały się depozyty. Koncentracja uwagi i ukierunkowanie działań na posiadanie tej kategorii aktywów finansowych skutkowało słabą dywersyfikacją portfeli, składających się najczęściej z co najwyżej dwóch komponentów. W analizowanych krajach potwierdzono występowanie zjawiska substytucyjności między wybranymi składnikami portfeli, lecz nie były one tożsame w całej grupie krajów. Pomimo różnic występujących w badanym obszarze geograficznym, możliwe było zidentyfikowanie podgrup państw, w których portfele aktywów finansowych cechowały się podobieństwem.