

Abstrakt práce

- 1. Téma práce :** Štruktúra aktív domácností v SR
- 2. Meno autora :** Soňa Priščáková
- 3. Ročník a odbor štúdia :** 2., FBI
- 4. Konzultant/vedúci práce :** Ing. Tomáš Virdzek, PhD.
- 5. Obsah**

Slovenská republika prešla od svojho vzniku v roku 1993 veľkou ekonomickou transformáciou, vďaka pôsobeniu rôznych endogénnych a exogénnych faktorov. Ich vplyvom dochádzalo aj k zmenám vo vývoji štruktúry aktív slovenských domácností. Viaceré štúdie poukazujú na skutočnosť, že nielenže sporíme na Slovensku málo, ale aj štruktúra aktív domácnosti vo svete, Európe, alebo napr. len v okolitých krajinách je iná ako na Slovensku. Cieľom práce je preto bližšie analyzovať tendencie vo vývoji štruktúry aktív slovenských domácností.

Kľúčové slová: Štruktúra aktív domácností, vklady v bankách, II. pilier, III. pilier, kolektívne investovanie.

OBSAH

OBSAH.....	2
ÚVOD.....	3
1. Teoretické vymedzenie skúmanej problematiky	4
2. Analýza štruktúry aktív domácností.....	8
ZÁVER.....	15
ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY	16

ÚVOD

Slovenská republika prešla od svojho vzniku v roku 1993 veľkou ekonomickou transformáciou, vďaka pôsobeniu rôznych endogénnych a exogénnych faktorov. Ich vplyvom dochádzalo aj k zmenám vo vývoji štruktúry aktív slovenských domácností.

V roku 2005 bola na Slovensku implementovaná reforma dôchodkového systému, ktorým sa mal dovtedy výlučne poisťný systém doplniť kapitalizačným systémom, v ktorom dochádza ku investovaniu časti úspor obyvateľstva. Od tejto veľkej reformy už prebehlo na Slovensku viac ako 10 rokov, pričom sa čoraz častejšie stretávame s názormi o nízkej výkonnosti fondov, zlom rozmiestnení úspor, alebo dokonca o tom, že priemernými úsporami pripadajúcimi na hlavu sa Slovensko zaraďuje na chvosty rozličných „rebríčkov“, a preto bude mať náš dôchodkový systém na pozadí očakávanej demografie v budúcnosti problém.

Viacere štúdie poukazujú na skutočnosť, že nielenže sporíme na Slovensku málo, ale aj štruktúra aktív domácnosti vo svete, Európe, alebo napr. len v okolitých krajinách je iná ako na Slovensku. Iná najmä v tom, že naša typická domácnosť by sa dala označiť pojmom „konzervatívna“ z pohľadu alokácie úspor.

Úlohou a cieľom našej práce je preto bližšie analyzovať tendencie vo vývoji štruktúry aktív slovenských domácností.

1. TEORETICKÉ VYMEDZENIE SKÚMANEJ PROBLEMATIKY

Po vzniku Slovenskej republiky sa stalo najdostupnejším a najviac vyhľadávaným spôsobom zhodnocovania úspor domácností využitie jednoduchých vkladových produktov v bankách, a takýto spôsob je u nás dominantný dodnes. Podľa štúdie Allianz Global Wealth Report (2016), až 64 percent svojich úspor majú slovenské domácnosti uložené na bankových účtoch, termínovaných a sporiacich vkladoch, čo je najviac spomedzi východoeurópskych krajín, ktoré v priemere držia iba 45 percent svojich aktív v bankách.

Pre širokú verejnosť je najbežnejšou formou zhodnocovania finančných aktív ich úročenie na účtoch, vkladných knižkách a rôznych typoch termínovaných vkladov v bankách, ktoré poskytujú z jednej strany vysoký stupeň bezpečia, no z druhej strany aj nízky výnos. Oproti tomu investovanie do cenných papierov ponúka vysoký výnos, no zároveň nesie so sebou aj určité riziko straty. Medzi týmito dvoma spôsobmi zhodnocovania finančných prostriedkov, ktoré v sebe spájajú požiadavku bezpečnosti investície a zároveň vysoký výnos sa rozvinula myšlienka kolektívneho investovania. (Ručinský, 2002, s. 128)

Využívanie produktov kolektívneho investovania začína na Slovensku pred rokom 2000 so vznikom prvých podielových fondov. „Kolektívne investovanie má vo svete hlboké korene, jeho vznik siaha už do 18. storočia. Nezvyčajný boom v tejto oblasti priniesol najmä koniec minulého a začiatok tohto storočia.“ (Beňová a kol., 2005, s. 128) Kolektívne investovanie ako alternatíva ku klasickým bankovým produktom, vzniklo najmä na myšlienke sprístupnenia možnosti zhodnocovania úspor prostredníctvom investovania na svetových finančných trhoch aj pre širokú verejnosť (výhoda: možnosť investovania aj pri malých sumách).

Kolektívne investovanie je podnikateľskou činnosťou, predmetom ktorej je zhromažďovanie peňažných prostriedkov od fyzických a právnických osôb neurčitého a neobmedzeného okruhu. Základnou črtou kolektívneho investovania je rozptýlenie rizika na princípe diverzifikácie. (Chovancová, Bačišin, 2005, s. 45) Podľa Tkáčovej (2009) pod pojmom rozptýlenie rizika na princípe diverzifikácie rozumieme „rozloženie rizika medzi väčší súbor cenných papierov, resp. iných aktív, čím sa eliminujú straty.“ Paulík definuje podielový fond ako „formu kolektívneho investovania, kedy získané finančné prostriedky správca zhodnocuje investovaním do rôznych nástrojov finančného trhu.“ (Paulík, 2012, s. 127)

História kolektívneho investovania v praxi vyspelých krajín overila rôzne formy kolektívneho investovania, s ktorými sa v súčasnosti stretávame. Sú to najmä:

1. Podielové fondy rôzneho typu (otvorené, uzavreté, špeciálne), ktoré nemajú právnu subjektivitu. Spravujú ich buď investičné spoločnosti alebo známe správcovské spoločnosti.
2. Investičné spoločnosti (otvorené, uzavreté) typu akciových spoločností s premenlivou alebo pevnou výškou základného imania,
3. Kombinácia kolektívneho investovania a poistenia – v posledných rokoch sa objavujú nové formy kolektívneho investovania ako je aj takáto kombinácia. Spočíva najmä v možnosti získať vyššiu kapitálovú hodnotu pri dožití sa konca poistnej doby. Umožnené je to investovaním časti poistných rezerv, ktorá neslúži na krytie rizika smrti poisteného, do vybraného podielového fondu alebo skupiny fondov podľa konštrukcie poistného produktu. (Chovancová a kol., 2006, s. 548)

Po roku 2005 sa s prvkami kolektívneho investovania môžeme stretnúť nielen pri podielových fondoch. V tomto roku totiž na Slovensku prebiehala zásadná reforma dôchodkového systému, ktorá na princípe kolektívneho investovania do praxe zaviedla aj ďalšie dve nové schémy – II. a III. pilier.

Dôchodkový systém je možné vo všeobecnosti charakterizovať ako socioekonomický systém. V prvom rade je nutné vymedziť cieľ systému, ktorým je zabezpečenie penzie. Penzia poskytuje bezpečie celoživotného príjmu v čase dosiahnutia dôchodkového veku a odchodu z trhu po dobu ukončenia života. (Bodie, 1990)

Trojpilierový dôchodkový systém je na Slovensku zavedený od januára roku 2005. Je výsledkom rozsiahlej reformy dôchodkového systému, ktorá začala už v roku 2003. Od roku 1996 fungoval dôchodkový systém, založený z dvoch pilierov. Prvý – povinný a poistný, a tretí pilier, označený ako doplnkové dôchodkové poistenie. Spomínanou reformou platnou od roku 2005 sa zmenil dovtedy platný jednopilierový systém so stálymi príspevkami na viacpilierový systém.

Prvý pilier je dnes povinný pre každého ekonomicky aktívneho jednotlivca. Tento pilier je financovaný odvodmi ekonomicky aktívnych jednotlivcov vo výške 13,75% (18% ak

sporiteľ nie je v II. pilieri) z vymeriavacieho základu, čiže z hrubej mzdy. Tieto odvody smerujú do Sociálnej poisťovne, ktorá ich prerozdeľuje poberateľom dávok, súčasným dôchodcom. Prvý pilier je právne vymedzený zákonom č. 461/2003 Z. z. o sociálnom poistení v znení neskorších predpisov. Ide o **povinné poistenie** dávkovo definované, financované priebežne, vykonávané Sociálnou poisťovňou.

Druhý pilier predstavuje **starobné dôchodkové sporenie**. Vstup je dnes dobrovoľný a na uvážení každého potenciálneho sporiteľa s vekom pod 35 rokov, no po vstupe sa stáva systém povinným. Druhý pilier predstavuje kapitalizačný (sporivý) systém, pričom každý sporiteľ mesačne prispieva na svoj osobný dôchodkový účet spravovaný vybranou dôchodkovou správcovskou spoločnosťou 4,25% z vymeriavacieho základu. Sporitelia môžu dobrovoľne prispievať aj vyššiu sumu, avšak len 2% zo základu dane budú mať možnosť si uplatniť ako odpočítateľnú položku. Tento pilier je príspevkovo definovaný a dávky sú financované individuálne prostredníctvom akumulácie úspor a ich zhodnocovania či kapitalizácie na osobných dôchodkových účtoch. Správcami piliera sú dôchodkové správcovské spoločnosti, ktoré vykonávajú svoju činnosť na základe zákona č. 43/2004 Z. z. o starobnom dôchodkovom sporení. Zákon definuje starobné dôchodkové sporenie ako sporenie, ktorého účelom je spolu s dôchodkovým poistením podľa osobitného predpisu zabezpečiť príjem sporiteľovi v starobe a pozostalým pre prípad smrti.

Tretí pilier je dnes **dobrovoľné doplnkové dôchodkové sporenie** a príspevky obyvateľov sú zasielané ich doplnkovým dôchodkovým spoločnostiam. Dobrovoľné doplnkové sporenie je financované prostredníctvom kapitalizácie, vykonávané doplnkovými dôchodkovými spoločnosťami na základe zákona č. 650/2004 Z. z. o doplnkovom dôchodkovom sporení.

Vo svete existuje veľké množstvo fondov a ich počet neustále narastá. Pre lepšiu orientáciu ich zaradujeme do rôznych skupín podľa určitých podobných špecifik. Poznáme množstvo kritérií, podľa ktorých ich môžeme triediť do určitých kategórií. „Najčastejšie používané kritériá pri klasifikovaní fondov sú: riziko investície, predmetné aktívum, teritoriálne hľadisko a rôzne kombinácie.“ (Chovancová, Bačíšín, 2005, s. 53)

Fondy peňažného trhu (money markets funds) sú typom fondov, ktoré trvalo investujú na peňažnom trhu do cenných papierov s vopred stanoveným úrokom. Priemerná splatnosť

portfólia fondu je maximálne jeden rok. Peňažné otvorené podielové fondy svoje zverené peňažné prostriedky investujú najmä do krátkodobých dlhopisov, štátnych pokladničných poukázok, terminovaných vkladov v bankách, depozitných certifikátov, medzibankových depozitov so splatnosťou do jedného roka.

Dlhopisové fondy (bonds funds) sú typmi fondov, ktoré trvale investujú do pevne úročných cenných papierov s priemernou splatnosťou portfólia fondu vyššieho ako jeden rok. Do tohto typu fondov zaraďujeme aj indexové a garantované fondy viazané na dlhopisové indexy. Sú konzervatívnejšími investíciami s vyšším výnosom ako fondy peňažného trhu. Zároveň sú rizikovejšími, a to v dôsledku závislosti od ovplyvnenia rizikovosti emitenta dlhopisov.

Akciové fondy (equity funds) sú fondy, ktoré trvalo investujú na akciovom trhu minimálne 2/3 svojich aktív do akcií alebo iných nástrojov, pričom nesú charakteristické riziko pre akcie. Medzi tento typ fondov zaraďujeme aj indexové a garantované fondy viazané na akciové indexy. Akciové fondy sú najrizikovejšími zo všetkých fondov, ale zároveň majú najvyšší potenciál rastu.

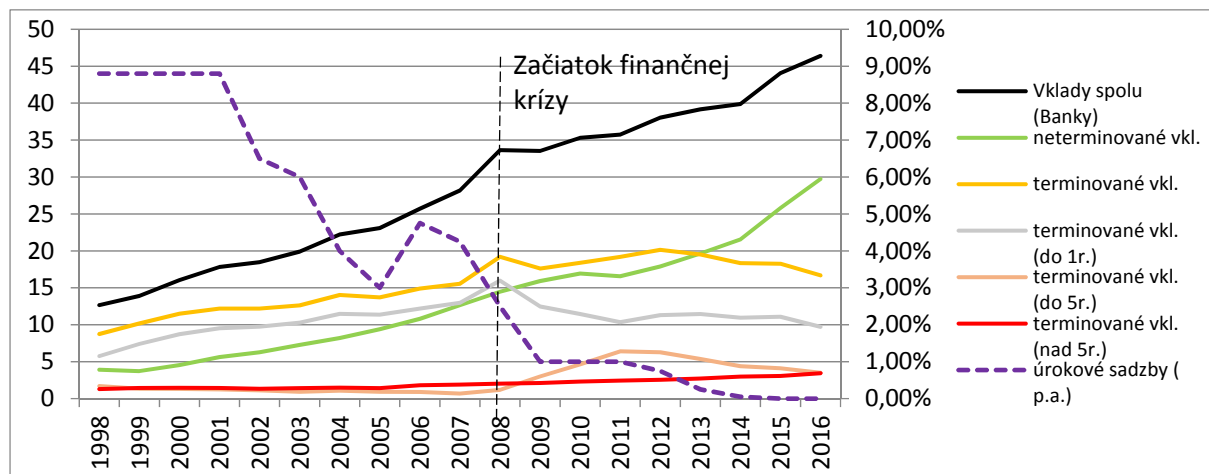
Zmiešané fondy (mixed funds) týmto fondom investujeme do rozličných aktív na rozličných trhoch. Zmiešané fondy sú hybridným typom akciových a dlhopisových fondov. Portfólio zmiešaných fondov pozostáva z akciovej zložky, na dosahovanie vysokých ziskov a dlhopisovej zložky na stabilizovanie výnosov fondu. Zmiešané fondy strednou cestou medzi akciovými a dlhopisovými fondmi, čo sa týka rizika a výnosu.

2. ANALÝZA ŠTRUKTÚRY AKTÍV DOMÁCNOSTÍ

Úspory predstavujú funkciu dôchodku. Sú však tou časťou dôchodku, ktorá sa nespotrebovala. S rastom dôchodku rastú aj úspory a ich podiel na celom dôchodku sa zvyšuje, to znamená, že úspory predstavujú rastúcu funkciu dôchodku. (Lisý, 2005)

Najväčšiu časť celkového objemu úspor obyvateľstva na Slovensku majú vklady v bankách, a to či už ide o terminované alebo neterminované vklady. Tieto vklady sa sumárne zvyšujú kontinuálne takmer každým rokom, čo svedčí o tom, že Slovenské obyvateľstvo neustále a v globále preferuje pocit bezpečia pred potenciálom dosiahnutia vyššieho výnosu. Bankové vklady tvoria podstatnú časť pasívnych operácií bánk. So začiatkom finančnej krízy v roku 2008 prestali obyvatelia preferovať terminované vklady a začali vo väčšej miere využívať neterminované. Túto zmenu si vysvetľujeme tak, že pri aj tak nízkych úrokových sadzbách, sa obyvateľstvo nechcelo viazať na dlhšie obdobie v čase ekonomickej neistoty. Domácnosti tak radšej preferovali neterminované vklady, kde mali svoje úspory v prípade núdze kedykoľvek k dispozícii. Jedným z momentov, ktoré si však nevieme nijak zdôvodniť a vysvetliť je ten, že v kategórii terminované vklady, mali tie do piatich rokov po začiatku krízy úplne inú tendenciu a začali rapídne rásť oproti svojmu dovtedajšiemu priebehu.

Graf 1 Vývoj štruktúry vkladov v bankách od roku 1998 (údaje sú v mld. Eur)

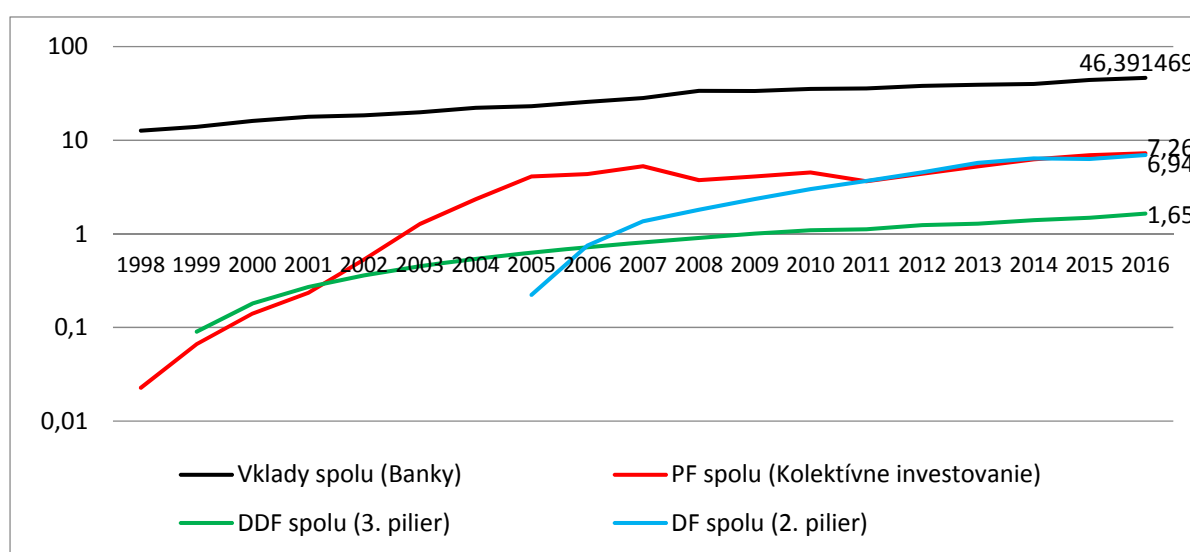


Zdroj: Vlastné spracovanie na základe dát z www.nbs.sk, 2017.

Medzi kolektívnym investovaním a druhým pilierom v posledných rokoch nie je badateľný výrazný rozdiel v objeme spravovaných úspor (údaje z druhého piliera vieme

analyzovať až od vzniku v roku 2005). Predpokladáme, že relatívne rovnaké hodnoty kolektívneho investovania a druhého piliera sú spôsobené tým, že ekonomicky aktívne obyvateľstvo má záujem zhodnocovať svoje úspory a investovať ich pre prípad zabezpečenia sa do budúcnosti aj inou formou, ako iba využitím bankových produktov. Najmenšiu časť z pohľadu objemu úspor tvorí na Slovensku tretí pilier. Veľkú časť z tohto objemu tvoria príspevky od obyvateľov ktorí vykonávajú rizikové povolania, a pre ktorých je tretí pilier povinným. Na Grafe 2 je zobrazený vývoj celkových úspor obyvateľstva v jednotlivých „schémach“ (pre lepšiu prehľadnosť je použitá logaritmická stupnica).

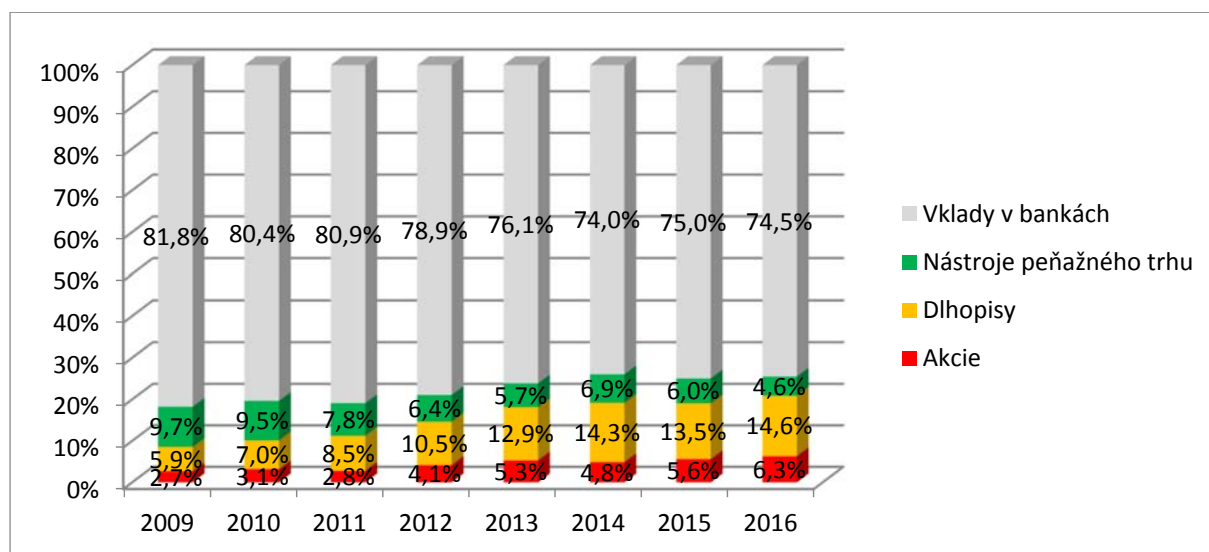
Graf 2 Vývoj objemu úspor obyvateľstva od roku 1998 (údaje sú v mld. Eur)



Zdroj: Vlastné spracovanie na základe dát z www.nbs.sk, www.ass.sk a www.manazeruspor.sk, 2017.

Z hľadiska rozloženia úspor obyvateľstva na Slovensku máme stále najväčší podiel bankových úspor, no zároveň je evidentné, že postupne rastie aj význam cenných papierov. Grafu 3 ilustruje, že slovenské domácnosti sú stále veľmi konzervatívne. Peniaze na bežných a terminovaných účtoch zohrávajú naďalej dominantnú formu sporenia a zhodnocovania úspor (vklady v bankách dnes tvoria až 74,5% zo všetkých úspor, ktoré sa nachádzajú v nami analyzovaných schémach). Zároveň však z uvedeného grafu vyplýva, že postupom času sa na Slovensku zvyšuje aj percento úspor investovaných do cenných papierov, pričom evidentne najviac do dlhopisov. Stále nízky podiel majú investície do akcií, aj keď toto číslo časom postupne takisto narastá.

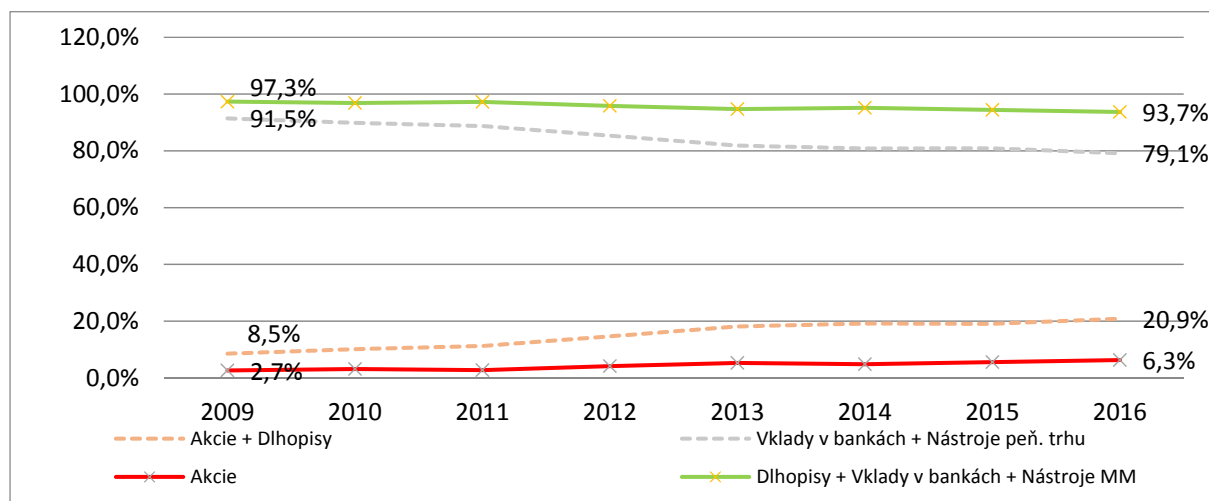
Graf 3 Vývoj rozloženia úspor obyvateľstva na Slovensku po roku 2009



Zdroj: Vlastné spracovanie na základe dát z www.nbs.sk, www.ass.sk a www.manazeruspor.sk, 2017.

Predchádzajúci graf hovorí o tom, že postupom času sa v globále menia aj slovenské domácnosti na menej konzervatívne. Takmer každý rok sa zväčšuje podiel akcií a dlhopisov, resp. znižuje sa podiel konzervatívnych aktív na úsporách domácností. Pokles podielu konzervatívnych aktív demonštruje aj nasledujúci graf, kde sme proti sebe postavili dve hraničné skupiny aktív (konzervatívne versus rizikové).

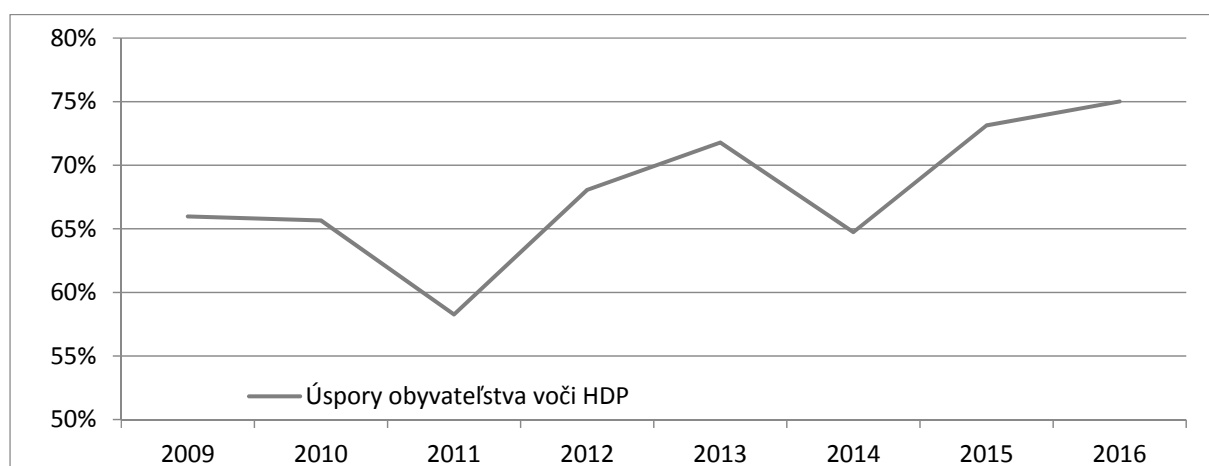
Graf 3 Pokles podielu konzervatívnych aktív po roku 2009



Zdroj: Vlastné spracovanie na základe dát z www.nbs.sk, www.ass.sk a www.manazeruspor.sk, 2017.

Nasledujúci graf zobrazuje pomer celkových úspor z analyzovaných štyroch schém voči HDP Slovenska. Z grafu vyplýva, že pomer na svojej hodnote po roku 2009 narastá, pričom v minulom roku dosiahol svoju najvyššiu hodnotu. Tomuto vývoju určite prospieva nielen rast záujmu o kolektívne investovanie (podielové fondy) na Slovensku, ale rovnako aj reforma dôchodkového systému, teda samotné zavedenie II. a III. piliera (dôchodkových a doplnkových dôchodkových fondov).

Graf 4 Vývoj úspor obyvateľstva voči HDP od roku 2009

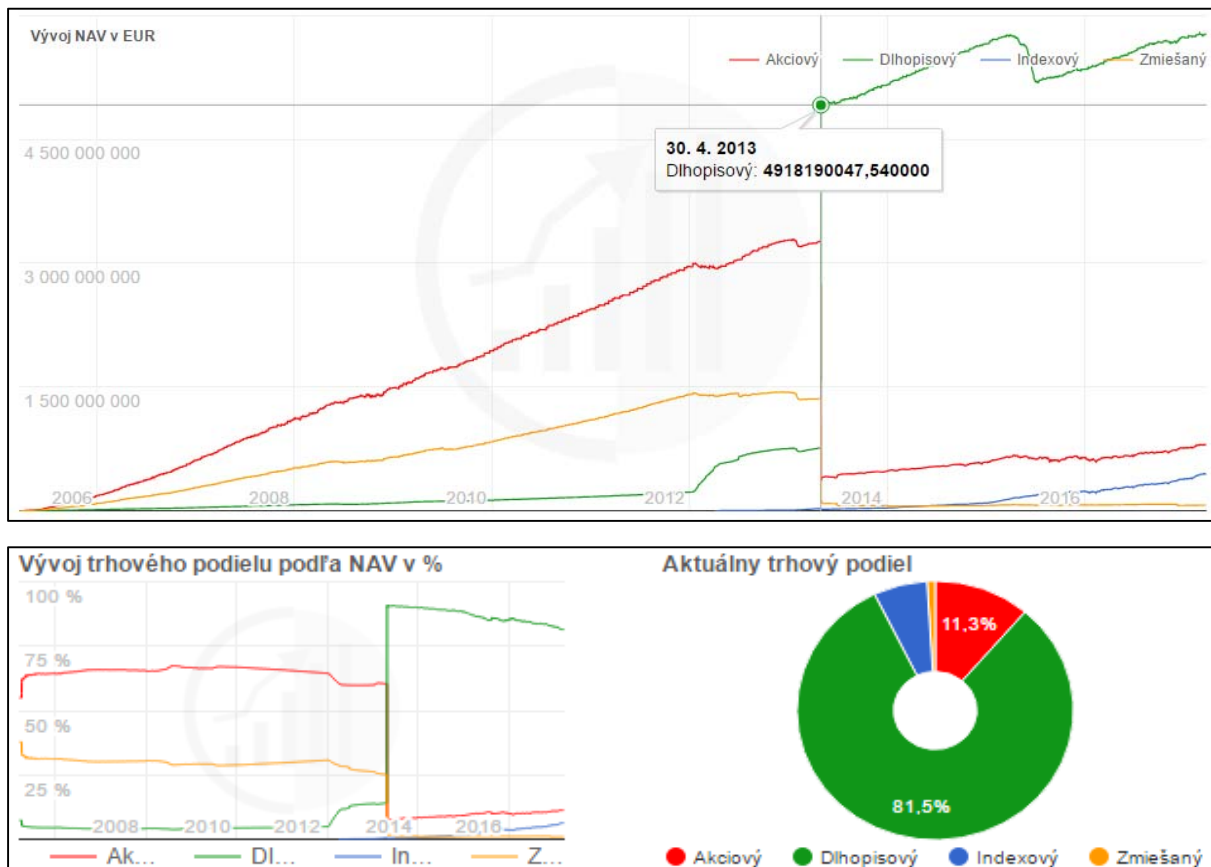


Zdroj: Vlastné spracovanie na základe dát z www.nbs.sk, www.ass.sk a www.manazeruspor.sk, <http://www.tradingeconomics.com/slovakia/gdp>, 2017.

22. marca 2015 druhý pilier na Slovensku dosiahol métu 10 rokov svojej existencie. Počas tohto obdobia prešiel viacerými a dokonca zásadnými legislatívnymi zmenami. Mnoho z nich ovplyvňovalo najmä sporiteľov. Tí mali od vzniku druhého piliera možnosť výberu jednej dôchodkovej správcovskej spoločnosti (DSS) a jedného dôchodkového fondu (DF) – akciového DF, zmiešaného d. f. alebo dlhopisového d. f.. V apríli 2012 boli vytvorené aj nové indexové DF a sporitelia získali možnosť rozloženia svojich úspor do dvoch fondov (z ktorých jeden musel byť garantovaný dlhopisový DF) v rámci jednej DSS. Ku koncu apríla 2013 mali sporitelia z druhého pilieri zaslať návratku do svojej DSS a potvrdiť tak svoj predchádzajúci výber dôchodkového fondu, do ktorého chceli v minulosti investovať, a týmto spôsobom aktívne prejaviť vôľu, že v ňom chcú naďalej alokovať svoje úspory. Väčšina sporiteľov túto možnosť nevyužila a automaticky bola preto presunutá do dlhopisových fondov (Graf 5). Momentálne preto dlhopisové fondy tvoria až 81,5%-ný podiel na čistej hodnote aktív

v druhom pilieri. Pred touto legislatívnou zmenou to boli akciové fondy, ktoré mali najvyšší podiel z jednotlivých kategórií dôchodkových fondov.

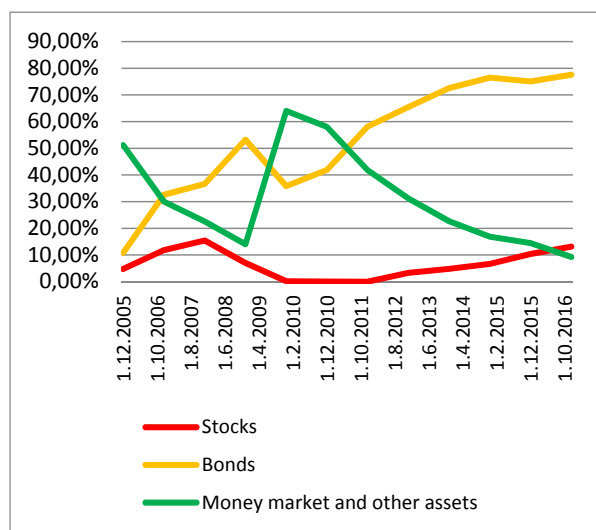
Graf 5 Vývoj podielu jednotlivých kategórií DF od vzniku II. piliera



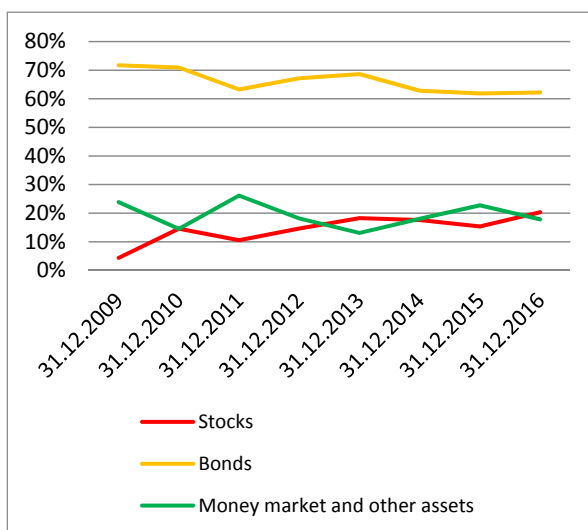
Zdroj: www.manazeruspor.sk

Zavedenie II. a III. piliera začalo významnou mierou prispievať nielen k rastu celkového objemu úspor (Graf 4), ale takisto aj k rozdeleniu, resp. štruktúre úspor domácností na Slovensku. Nasledujúce dva grafy jednoducho vysvetľujú, prečo aj napriek rastúcemu významu týchto sporiacich schém z hľadiska celkových úspor, nedochádza k výraznejšiemu poklesu konzervatívnych aktív na celkových úsporách obyvateľstva (Graf 3).

Graf 6 Zastúpenie aktív v II. pilieri



Graf 7 Zastúpenie aktív v III. pilieri

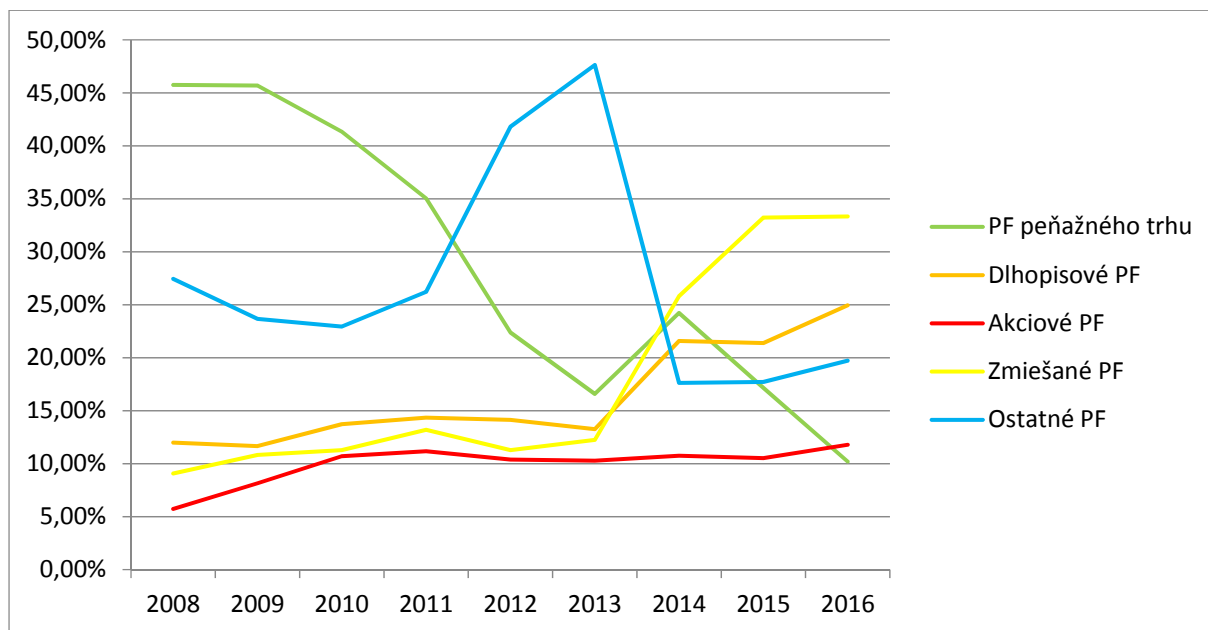


Zdroj: Vlastné spracovanie na základe dát z www.manazeruspor.sk, 2017.

Z oboch grafov je zjavné, že uvedené schémy síce investujú napr. aj do akcií, avšak len vo veľmi malej miere. Najviac investícií v nich totiž smeruje do dlhopisov.

Kolektívne investovanie predstavuje na Slovensku jednu z najviac využívaných schém k prístupu na svetové finančné trhy, resp. na investovanie úspor (z dôvodu existencie vysokých nákladov spojených s priamym investovaním). Na Slovensku je dnes ponúkaných viac ako 500 podielových fondov, ktoré sú rozdelené na základe investičnej „politiky“ do určitých základných kategórií. Z nasledujúceho Grafu 8 vyplýva, že ani v kolektívnom investovaní (pri podielových fondoch) domácnosti zďaleka nepreferujú tie, ktoré patria do skupiny „akciové“. Väčšina úspor domácností sa nachádza v zmiešaných a dlhopisových PF, ktoré majú výraznú alebo väčšinovú časť investícií umiestnenú v dlhopisoch.

Graf 8 Vývoj podielu jednotlivých kategórií PF od roku 2008



Zdroj: Vlastné spracovanie na základe dát z www.ass.sk, 2017.

ZÁVER

Naša práca sa zaoberala bližšou analýzou vývoja štruktúry aktív slovenských domácností. Medzi najdôležitejšie schémy, prostredníctvom ktorých môžu domácnosti zhodnocovať svoje úspory, sme metodicky zaradili 4 najvýznamnejšie (z pohľadu objemu) – bankové vklady v bankách, podielové fondy v kolektívnom investovaní, dôchodkové fondy v II. pilieri a doplnkové dôchodkové fondy v III. pilieri. Ešte detailnejšiu analýzu by sme mohli docieľiť aj pridaním produktov, ktoré sú vytvárané a ponúkané pre širokú verejnosť domácimi obchodníkmi s cennými papiermi. Avšak vzhľadom na nemožnosť získania relevantných údajov, sme sa nakoniec v práci zaoberali iba uvedenými štyrmi.

Akokoľvek, naša analytická práca nás priviedla k týmto najdôležitejším zisteniam:

- Až takmer 75% zo všetkých úspor slovenských domácností tvoria bankové vklady v bankách,
- Z pohľadu objemu úspor sú druhé najdôležitejšie Kolektívne investovanie a II. pilier,
- Postupne sa v čase zväčšuje podiel akcií a dlhopisov, resp. znižuje sa podiel konzervatívnych aktív na úsporách domácností,
- Z grafu vyplýva, že pomer celkovej hodnoty úspor na HDP Slovenska po roku 2009 narastá, pričom v minulom roku 2016 dosiahol svoju najvyššiu hodnotu,
- II. pilier, III. pilier aj podielové fondy v kolektívnom investovaní smerujú väčšinu svojich investícií do dlhopisov.

ZOZNAM POUŽITEJ LITERATÚRY

1. BEŇOVÁ, E. a kol. 2005. *Financie a mena*. Bratislava : Iura Edition, 2005. 128 s. ISBN 80-8078-031-5
2. CHOVANCOVÁ, B. a kol. 2005. *Finančný trh : Nástroje. Transakcie. Inštitúcie*. Bratislava : Iura Edition 2006. 611 s. ISBN 80-8078-089-7
3. CHOVANCOVÁ, B. BAČIŠIN, V. 2005. *Kolektívne investovanie : Podielové a penzijné fondy*. Bratislava : Iura Edition, 2005. 219 s. ISBN 80-8078-062-5
4. CHOVANCOVÁ, B. Žofčák, S. 2012. *Kolektívne investovanie*. Bratislava : Iura Edition, 2012. 388 s. ISBN 978-80-8078-449-2
5. LISÝ, J. a kol. 2005. *Ekonomia v novej ekonomike*. Bratislava : Iura Edition, 2005. 622 s. ISBN 80-8078-063-3
6. PAULÍK, D. 2012: *Základy financií a meny*. IAM Press, 2012. 218 s. ISBN 978-80-89600-06
7. RUČINSKÝ, R. 2002. *ABC o financiách*. Košice : Oriens. 2002. 243 s. ISBN 80-88828-26-0
8. VIRDZEK, T. 2012. *Výkonnosť kapitalizačných systémov dôchodkového sporenia: dizertačná práca*. Banská Bystrica, 2012. Univerzita Mateja Bela (Banská Bystrica, Slovensko).
9. Allianz Global Wealth Report, 2016 (dostupná na: https://www.allianz.com/v_1474281539000/media/economic_research/publications/specials/en/AGWR2016e.pdf)