

ПОВЕДІНКОВІ ФІНАНСИ: ІНВЕСТИЦІЇ ДОМОГОСПОДАРСТВ ТА ПРИЙНЯТТЯ РІШЕНЬ ПРО ПОЗИЧКИ

■ Павло Ілляшенко

Талліннський університет технологій, Школа бізнесу та управління

Email: pailli@ttu.ee

АНОТАЦІЯ

Поведінкові фінанси ще й досі сприймаються як сфера, присвячена виключно вивченню формування цін на фінансові активи та поведінки приватних інвесторів. Це трактування значною мірою є оманливим, тому що в ньому не враховано постійно зростаючого масиву емпіричної роботи у сфері фінансів домогосподарств – підгалузі поведінкових фінансів, яка стосується інвестицій та запозичень домогосподарств. Приділяючи особливу увагу питанню недостатнього рівня заощаджень, участі й диверсифікації, а також помилкам у виборі боргових контрактів та в управлінні борговими зобов'язаннями, автор ставить за мету ознайомити широкий загал з останніми дослідженнями у сфері фінансів домогосподарств. Даний огляд відрізняється від уже існуючих тим, що зосереджується на сукупності невзаємовиключних пояснень спостережних явищ, у тому числі пояснень, запропонованих прихильниками поведінкових та неокласичних фінансів. Крім того, особливий наголос робиться на виборі між іпотечними кредитами з фіксованою та плаваючою ставками, враховуючи їхню важливість для макрофінансової стабільності. У статті також обговорюються свідчення того, що фірми усвідомлюють поведінкові слабкості населення та охоче використовують їх на свою користь.

Класифікація JEL: D10, D14, G11, G21, G40

Ключові слова: поведінкові фінанси, фінанси населення, заощадження населення, інвестиційні рішення, борги населення, споживчі кредити, іпотека

I. ВСТУП

Поведінкові фінанси зарекомендували себе як складне сплетіння пов'язаних напрямів досліджень, спільна мета яких – дослідження фінансових рішень економічних суб'єктів. Проте поведінкові фінанси ще й досі сприймаються як сфера, присвячена винятково вивченню формування цін на фінансові активи та поведінки приватних інвесторів.

Таке ставлення хоча й корисне, але в ньому не враховано постійно зростаючого масиву емпіричної роботи, зосередженої на фінансових рішеннях компаній та населення, тобто на фінансах домогосподарств та поведінкових корпоративних фінансах¹.

Через 10 років після світової фінансової кризи таке сприйняття видається особливо неефективним, оскільки фінанси домогосподарств мають потенціал для пояснення факторів, які призвели до кризи і які для багатьох країн зробили вихід з економічної кризи надзвичайно болючим.

Фінанси домогосподарств із моменту офіційного формулювання Campbell (2006) і дотепер визначаються як сфера досліджень, зосереджена головним чином на вивченні помилок, яких населення припускається під час користування фінансовими інструментами. Враховуючи такий фокус, не дивно, що за десять років, котрі минули після світової фінансової кризи, саме у сфері фінансів домогосподарств досягнуто найбільшого прогресу порівняно з іншими підгалузлями поведінкових фінансів.

¹ Поведінкові фінанси можуть розглядатися як комбінація мікроповедінкових та макроповедінкових фінансів за аналогією з мікро- та макроекономікою. Перше – це дослідження фінансових рішень, що приймаються домогосподарствами та фірмами на мікрорівні, з поведінкової точки зору. А друге – це вивчення макро-економічних наслідків таких рішень.

Криза не лише підкреслила та актуалізувала фінансові помилки населення, а й сприяла накопиченню доступних та актуальних даних у цій сфері. По-перше, події 2007–2009 років привернули увагу до попередніх емпіричних спостережень, які було важко або взагалі неможливо узгодити зі стандартними теоріями. Потім, у відповідь на виявлені провали ринку, органи регулювання поступово впровадили політику для захисту споживачів та політику регулювання діяльності кредиторів, створюючи для дослідників природні експерименти для вивчення впливу таких заходів. У свою чергу, потреба в оцінюванні регуляторної політики і загальне визнання важливості детальної інформації про фінансові рішення домогосподарств привели до підвищення якості й зростання рівня доступності адміністративних та корпоративних масивів даних (включаючи опитування населення, які зазвичай проводять центральні банки)².

Хоча світова фінансова криза довела, що індивідуальні фінансові рішення мають велике значення як для самих індивідів, так і для загальноекономічних результатів, усвідомлення важливості й релевантності фінансів домогосподарств як галузі дослідження не є наслідком виключно глобальної фінансової кризи. Дослідження фінансів домогосподарств не лише зосереджені на розширенні можливостей, доступних для населення (завдяки фінансовій лібералізації та інноваціям), у них вивчаються виклики, що стали актуальними за останні десятиліття (Calvet et al., 2015).

Існує принаймні три блоки таких глобальних викликів.

По-перше, у той час, як старіння населення сприяє посиленню невизначеності щодо державних пенсійних схем (переважно через очікуване зростання частки непрацюючого населення в майбутньому), перехід до накопичувального пенсійного забезпечення перемістив фінансові ризики від компаній до населення. Крім того, низькі процентні ставки разом з очікуваними порівняно низькими темпами зростання світової економіки ускладнюють завдання заощадження на пенсію.

По-друге, за останні десятиліття (та за останні десять років у країнах, що розвиваються) рівень заборгованості домогосподарств значно підвищився³ – не в останню чергу внаслідок уповільненого зростання наявного доходу та зменшення норми заощаджень. Разом із вищою відповідальністю за заощадження на пенсію це робить населення вразливішим до економічних шоків.

І нарешті, як стверджує Campbell (2006), багато інвестиційних продуктів створюють певний рівень перехресного субсидювання від непоінформованого до обізнаного населення. На думку цього автора, це означає, що фінансові помилки домогосподарств можуть перешкоджати фінансовим інноваціям. Водночас (і це навіть важливіше) така диспропорція у схильності до фінансових помилок, у свою чергу, посилює нерівність розподілу багатства. Із цим припущенням узгоджуються результати досліджень Lusardi et al. (2017a), які довели, що близько 40% нерівності у доходах громадян США можна пояснити цією відмінністю у фінансових знаннях.

Хоча фінанси домогосподарств як ніколи доречні й важливі, дана сфера відносно невідома широкій науковій аудиторії. Цей сумний факт принаймні частково впливає з високої роздробленості галузі та її дедалі більшої спеціалізації, що характерно для поведінкових фінансів у цілому. Навіть коротке ознайомлення з літературою свідчить, що дослідники, які працюють у тій самій галузі, рідко читають праці один одного просто тому, що належать до дещо іншої наукової школи. В результаті у сфері фінансів домогосподарств існує потенціал використання інтеграції наявних знань, що також може знизити ймовірність політичних рішень, прийнятих під впливом ідеології.

З огляду на зазначене аналіз літератури з фінансів домогосподарств у 2017 році справді на часі, особливо враховуючи те, що виклики перед домогосподарствами за останні роки стали ще більш очевидними, оскільки державні органи та регулятори перейшли до проактивної позиції з багатьох фінансових питань.

Із цього питання існує багато чудової літератури для аналізу. Згадаймо хоча б класичні праці Campbell (2006) та Tufano (2009), а також недавні праці Guiso, Sodini (2013) і Agarwal et al. (2017). Проте наш аналіз відрізняється від інших кількома важливими аспектами.

По-перше, в даній статті робиться спроба поєднати більш теоретичний підхід (нормативні моделі) Campbell (2006) та Guiso, Sodini (2013) із більш емпіричним підходом (каталогування емпіричних явищ) Tufano (2009) та Agarwal et al. (2017).

По-друге, наш аналіз спирається на найновіші дослідження, переважно на робочі версії статей. І хоча ми з великою повагою ставимося до процесу рецензування, надзвичайно динамічна сутність цієї сфери досліджень спонукає брати до уваги не лише офіційно опубліковані в рецензованих журналах праці, а й аналізувати найновіші дослідження.

² Саме відсутність детальних даних для аналізу пояснює той факт, що фінанси домогосподарств відстали в розвитку від поведінкових фінансів більш як на десять років (див. Campbell, 2006). Проте варто також зазначити, що донедавна фінанси домогосподарств (окрім дослідження щодо формування цін на фінансові активи) були значною мірою виключені з галузі фінансової економіки (Guiso, Sodini, 2013). Tufano (2009) припускає, що це можна пояснити інтелектуальним та культурним підходом, який бере свій початок понад сто років тому і розділяє теми досліджень на основі гендеру та географії на ті, що стосуються бізнесу, та інші – орієнтовані на дії домогосподарств. У цьому контексті фінанси домогосподарств мали б бути частиною сфери, яка вивчає поведінку споживачів та яка ще й досі значно відокремлена від основного напрямку економіки.

³ Високий рівень заборгованості – це зовсім не віддалена проблема. Як зазначають Lusardi et al. (2017b), останні когорти потенційних пенсіонерів нагромадили більше боргів та стоять перед більшими ризиками фінансової незабезпеченості, ніж їхні старші попередники.

Ситуацію дуже точно окреслюють слова Джона Кохрейна: “Будь-яка наукова праця, що спирається тільки на офіційно опубліковані дослідження, є безнадійно застарілою”⁴.

По-третє, на відміну від попередньої літератури, в цій праці приділено більше уваги аналізу результатів, пов’язаних з експлуатацією ренти – діями бізнесу з експлуатації фінансових помилок споживачів. Оскільки дані свідчать про те, що фірми знають про слабкі сторони поведінки домогосподарств і прагнуть їх використовувати, будь-яка спроба позбутися цих помилок повинна здійснюватися в реальному контексті; в даному випадку це означає, що потрібно дослідити тему експлуатації ренти.

По-четверте (і найголовніше), цей документ спирається на припущення, що ефект фреймінгу має важливе значення не тільки для щоденних рішень (як свідчить поведінкова економіка), а й для ставлення вчених та непрофесіоналів до наукової літератури. Хоча в нашому огляді враховано, що читачі можуть мати обмежені знання в цій сфері, і надано роз’яснення базових понять, основна увага в статті зосереджена на сукупності невзаємовиключних пояснень спостережних явищ. Іншими словами, хоча представлені висновки не нові, спосіб їх подання (ефект фреймінгу в дії) може дати нові знання та допомогти уникнути негативних наслідків фрагментування.

Тому щоб уникнути посилення наївної дихотомії між поведінковими та класичними фінансами, в нашій праці практично не розрізняються “раціональні” (тобто ті, що виникли в рамках стандартних фінансів) та “поведінкові” пояснення (які частіше виникають у рамках поведінкових фінансів). Натомість обговорення можливих пояснень явищ, пов’язаних з інвестиціями та запозиченнями, поділено на три категорії: обмеження, нестандартні вподобання та (помилкові) переконання.

Перша категорія включає фінансові (зазвичай вони називаються постійними витратами в інвестиційних рішеннях та фінансовими обмеженнями, або обмеженнями ліквідності у прийнятті рішень про запозичення) та когнітивні обмеження. Останню групу можна розуміти як високі альтернативні витрати часу й зусиль, які потрібно спрямувати на збір та обробку інформації, а також на прийняття рішення. У поведінковій традиції неухважність та інерція є прикладами обмежень, тоді як у традиції класичних фінансів наявність когнітивних обмежень зазвичай визначається важливістю фінансової грамотності й досвідченості. Дійсно, якщо менш фінансово освічені люди приймають недостатньо оптимальні фінансові рішення, це означає, що вони обмежені відсутністю відповідних знань.

Друга категорія включає пояснення, що базуються на широкому розумінні нестандартних уподобань, зокрема: (1) непослідовність часових уподобань, недалекоглядність та обмежений самоконтроль; (2) соціальні вподобання та схильність до впливу оточення, а також прагнення до соціального статусу; (3) непослідовність схильності до ризику, переважно в тому сенсі, що ставлення домогосподарств до ризику залежить від особистого досвіду; (4) надання переваги знайомим речам; і (5) аспекти самоідентифікації.

Третя категорія пояснює важливі явища у фінансах домогосподарств за допомогою переконань та поведінкових помилок. Оскільки не завжди очевидно, “раціональне” переконання чи “помилкове”, в нашій праці дану категорію позначаємо, як “(помилкові) переконання”, припускаючи, що більшість, але не всі пояснення в цій групі пов’язані з поняттям поведінкових помилок.

Оскільки метою цього підходу є демонстрація різноманітності конкуруючих, але не взаємно виключних пояснень для максимальної кількості питань, у нашій статті пріоритет надається широті над глибиною. Замість огляду конкретної та чітко визначеної сфери фінансів домогосподарств ми намагаємося охопити якнайбільше різних, але споріднених тем. Іншими словами, гасло статті – “трохи про все”, а не “все про щось”.

Решта статті структурована таким чином: по-перше, в праці розглядаються основні висновки досліджень у сфері фінансів домогосподарств, які стосуються активів домогосподарств (рішення щодо заощаджень, участі у фондовому ринку та диверсифікації). Наступний розділ присвячено пасивам домогосподарств (рішення щодо вибору боргових контрактів, особливо вибір між іпотечними кредитами з фіксованою та плаваючою процентною ставкою, а також щодо управління борговими зобов’язаннями). Насамкінець кожен розділ завершується оглядом доказів отримання ренти або можливості корпоративного сектору експлуатувати поведінкові помилки домогосподарств.

II. ФІНАНСИ ДОМОГОСПОДАРСТВ: АКТИВИ

Вичерпна кількість літератури свідчить, що під час управління фінансовими активами домогосподарства мають схильність робити помилки, які обходяться їм надто дорого. У низці давніших статей зазначено, що приватні інвестори зазнають торговельних збитків навіть до сплати комісій⁵ (Barber, Odean, 2000; Grinblatt, Keloharju, 2000). Це пояснює-

⁴ <https://johnhcochrane.blogspot.com/2017/09/a-paper-and-publishing.html>.

⁵ Середній показник приховує високу неоднорідність у торговельних результатах. Є докази, що менша частина інвесторів отримує позитивні скориговані на ризик прибутки (Barber et al., 2014).

ся, можливо, поведінковими помилками, такими як надмірна впевненість, ефект диспозиції, обмежена увага та недостатня диверсифікація (Barber, Odean, 2013). Зовсім недавно Weber et al. (2014) виявили, що недостатня диверсифікація та вибір акцій із характеристиками лотерейних квитків є найшкідливішими серед цих помилок та коштують приватним інвесторам відповідно 4% та 3% річного доходу⁶.

Незважаючи на те, що вузька дослідницька програма “пошуку поведінкових помилок” триває, основна увага поточних досліджень змістилася до визначальних факторів інвестиційних рішень у контексті загального багатства домогосподарств.

По-перше, дослідники розширили сферу аналізу, виходячи за рамки активної торгівлі на фондовому ринку. Хоча дослідження інвестицій у реальні активи на основі детальних мікроданих усе ще бракує⁷, з'являється дедалі більше літератури, в якій аналізуються інвестиції в ризиковані фінансові цінні папери в контексті загального багатства домогосподарства (різновиди відомого шведського набору даних, що використовуються Кальве та його співавторами, наприклад, Calvet et al., 2007).

По-друге, докладаються зусилля, щоб відкрити нові фактори, які впливають на інвестиційний вибір. Наприклад, деякі недавні висновки свідчать про те, що ставлення до ризику залежить від минулих результатів роботи фондового ринку (Cordes et al., 2017); різниця у сприйнятті змін у рівнях цін на активи та дохідності, вираженої в процентах, впливає на очікування інвесторів стосовно майбутніх доходів (Glaser et al., 2016); траєкторія зміни цін на активи (що не несе жодної додаткової інформації) формує поведінку інвесторів та рівень їхнього задоволення інвестиційним досвідом (Nolte, Schneider, 2016; Grosshans, Zeisberger, 2017).

Наприкінці цього розділу розглядаються емпіричні докази стосовно інвестиційних рішень домогосподарств з метою опису та пояснення дій домогосподарств. Говорячи конкретніше, в розділі наведено докази того, що, на відміну від прогнозів стандартних теорій, домогосподарства в цілому не в змозі заощадити на пенсії, виділяти достатню частку своїх статків на ризикові активи та диверсифікувати свої фінансові портфелі. У заключному підрозділі представлено докази експлуатації ренти, пов'язаної з інвестиційними рішеннями домогосподарств.

Зосереджуючись на нездатності заощаджувати, розподіляти і диверсифікувати (тобто мова про недостатність заощаджень, неучасть у фондовому ринку та недостатню диверсифікацію), ми неминуче оминаємо в цій статті кілька дослідницьких тем. Деякі з них добре досліджені, але менш важливі для розробників політики та макроекономістів (наприклад, поведінка приватних інвесторів), тоді як інші дуже важливі, але недостатньо досліджені (наприклад, інвестиції в людський капітал).

2.1. Недостатній рівень заощаджень

Учені і розробники політики вважають, що домогосподарства недостатньо заощаджують на пенсію та на “чорний день”. Проте емпіричних доказів, котрі підтверджували б цю думку, не так уже й багато⁸. Частково це пояснюється відсутністю детальних мікроданих і тим, що важко оцінити оптимальний рівень приватних заощаджень.

Крім того, хоча чимало оцінок свідчать, що більшість країн у майбутньому постане перед повномасштабною пенсійною кризою, ці оцінки чутливі до основних припущень і в цілому вказують на проблему на рівні уряду, а не на рівні фізичної особи. Наприклад, WEF (2017) прогнозує, що глобальний дефіцит пенсійних заощаджень до 2050 року досягне 400 трильйонів доларів США. Однак лише 24% цього дефіциту буде зумовлено недостатніми приватними заощадженнями; 75% будуть спричинені непрофінансованими державними пенсійними обіцянками, а решта 1% – нефінансованими корпоративними пенсійними планами.

З іншого боку, персональні дані зі США чітко підтверджують, що проблема недостатності заощаджень є серйозним та поширеним явищем. Munnell et al. (2012) оцінили, що частка працюючих американців, які постануть перед труднощами у збереженні свого способу життя після виходу на пенсію через недостатні заощадження, зростає з близько 30% на початку 1980-х років до більш як 50% станом на 2010 рік. Потім, використовуючи опитування стосовно споживчих бюджетів, Rhee, Voivie (2015) довели, що 45% американських домогосподарств працездатного віку не мають пенсійних накопичень. Найбільше вражає те, що близько половини цих домогосподарств – у віці від 45 до 65 років. Згідно з доповіддю 2016 року про економічний добробут американських домогосподарств, 46% дорослих стверджують, що “вони або не могли покрити непередбачувані витрати, які сягали 400 доларів США, або покривали їх, продаючи щось чи по-

⁶ Акції (або фінансові активи загалом) із низькою ймовірністю великої дохідності.

⁷ У цікавому дослідженні Brunetti, Torricelli (2016) з'ясували, що 16% італійських вільних будинків не здаються в оренду (частка варіюється від 10% у 2004 році та 15% у 2002 та 2006 роках до 21% у 2012). Хоча ця частка може видаватися не надто великою, неорендовані будинки в цій вибірці можуть генерувати додатковий річний дохід в обсязі приблизно 4 000 євро, що лише на 20% менше, ніж дохід від будинків, які здаються в оренду. Очевидно, це вказує на те, що мотиви, які спонукали домогосподарства до придбання другого будинку, виходять за межі пошуку прибутку або (що ймовірніше) домогосподарства перебувають у повній інерції під час прийняття рішення.

⁸ Репрезентативне опитування 150 000 випадково вибраних дорослих у більш як 140 країнах засвідчило, що лише 57% заощаджують та 27% використовують банк або іншу формальну фінансову установу для заощаджень (Klapper et al., 2015). Цей результат відповідає іншим дослідженням, які спиралися на дані, отримані в результаті опитувань (наприклад, Demirgüç-Kunt, Klapper, 2012).

зичаючи гроші” (Larrimore et al., 2016). Останнє вказує на те, що проблема недостатніх заощаджень виходить далеко за рамки пенсійного забезпечення і що домогосподарствам також важко створити фінансові буфери, аби захистити себе на випадок надзвичайної ситуації.

Нарешті, з’являється дедалі більше доказів того, що навіть коли домогосподарства заощаджують на пенсію, часто вони це роблять неефективно. На додачу до інвестиційних помилок, фізичні особи не інвестують у корпоративні пенсійні плани, якими передбачається, що компанія робитиме пенсійні внески в такому ж розмірі, як і сам працівник, навіть якщо такі працівники мають право забирати накопичені кошти без штрафних санкцій (Choi et al., 2011). Враховуючи те, що працедавець додає свій внесок до внеску працівника, відмова від участі в такій програмі фактично рівноцінна відмові від дармових грошей.

Потенційні наслідки недостатнього рівня заощаджень є величезними для фізичних осіб та урядів, що підштовхує уряди запроваджувати політику, спрямовану на підвищення норми заощаджень. Однак, і це виглядає дещо дивним із точки зору класичних теорій, емпіричні висновки вказують, що ні процентні ставки, ні податкові пільги не впливають на рішення заощаджувати. Наприклад, проведений Chetty et al. (2014) аналіз 41 мільйона спостережень за заощадженнями домогосподарств Данії засвідчив, що один долар, витрачений державою на субсидії, збільшує обсяг загальних заощаджень лише на 1%. Водночас поведінкова політика, пов’язана з підвищенням рівня пенсійних внесків, якщо домогосподарства не вчиняють жодних дій (подібно до автоматичних внесків роботодавця на пенсійні рахунки), суттєво підвищує рівень нагромадження статків.

Обмеження

Оскільки більшість домогосподарств у розвинутих країнах має доступ до фінансових послуг, обмеженнями у формі трансакційних та прямих постійних витрат навряд чи можна пояснити нездатність заощаджувати. Однак цей висновок може не справджуватися щодо бідніших домогосподарств. Наприклад, дослідженням у менш розвинутих країнах доведено, що трансакційні та грошові витрати обмежують здатність домогосподарств заощаджувати (Karlan et al., 2014).

Серед когнітивних обмежень у літературі висвітлено важливість інерції та неуважності (Goda et al., 2015). Наприклад, у низці польових експериментів на Філіппінах Karlan et al. (2016) продемонстрували, що навіть звичайні нагадування сприяють збільшенню обсягів заощаджень.

Нарешті, велика кількість літературних джерел свідчить, що низький рівень фінансової грамотності причинно-наслідково пов’язаний із низьким рівнем пенсійного планування та недостатніх обсягів заощаджень (Lusardi, Mitchell, 2014).

Нестандартні вподобання

Заощадження потребує пожертвування (затримки) негайною винагородою, щоб отримати більшу винагороду в майбутньому. Тож не дивно, що емпіричні докази підтверджують: особи, які мають непослідовні часові уподобання і які основну увагу приділяють теперішньому, а не майбутньому, менше схильні до заощаджень (Goda et al., 2015).

Один з останніх напрямів досліджень у цій сфері стосується впливу оточення. Kast et al. (2012) перевірили ефективність груп самопомогі як методу самостимулювання до заощаджень за допомогою випадкових польових експериментів серед чилійських мікропідприємців та визначили, що ці групи справді служать потужним інструментом для збільшення заощаджень. Даний напрям досліджень окреслює два важливих моменти. По-перше, велика і зростаюча кількість досліджень вказує на те, що домогосподарства демонструють значний попит на методи самозаохочення, визнаючи, таким чином, наявність проблем самоконтролю (зазвичай передбачається, що обмежений самоконтроль впливає зі схильності надавати перевагу сьогоденню порівняно з майбутнім). По-друге, ефективність тиску оточення свідчить про наявність соціальних уподобань, оскільки на індивідів впливають оточуючі.

(Помилкові) переконання

Деякі автори дійшли висновку, що помилка експоненціального зростання (тенденція недооцінювати наслідки складних процентів) впливає на широке коло фінансових рішень, уключаючи рішення заощаджувати (Stango, Zinman, 2009a; Goda et al., 2015; Levy, Tasoff, 2016).

Цікаво, що, як свідчать емпіричні дані, і надмірно високий, і надмірно низький рівень оптимізму негативно впливають на рішення щодо заощаджень. Хоча Puri, Robinson (2007) дійшли висновку, що оптимістичніші люди більш схильні заощаджувати, оптимізм щодо майбутнього знижує ймовірність приєднання до пенсійної схеми (Balasuriya et al., 2014). Водночас Pegg, Morris (2005) виявили, що особи, які песимістично оцінюють свої можливості контролювати результати, з меншою ймовірністю заощаджуватимуть.

2.2. Недостатній рівень участі у фондовому ринку

Згідно зі стандартною теорією фінансів усі домогосподарства незалежно від того, наскільки вони не схильні до ризику, повинні мати в своїх фінансових портфелях певну кількість ризикових активів, щоб скористатися перевагою премії за

ризик (якщо вона позитивна). Проте одна з найстаріших загадок у фінансах домогосподарств (уперше сформульована Haliassos, Bertaut, 1995) полягає в тому, що значна частина домогосподарств не вкладає кошти в ризикові фінансові активи (найчастіше йдеться саме про відсутність інвестицій в акції). Цікаво, що обмежена участь (загадка участі) є широким явищем, яке виходить за рамки інвестицій, оскільки значна частина домогосподарств не має боргів і не бере участі у страхових ринках (Guiso, Sodini, 2013).

Протягом багатьох років науковці пропонували теорії для пояснення неучасті. У цих теоріях підкреслюється роль витрат на участь, нестандартних уподобань, неоднорідність переконань та важливість довіри й особистого досвіду. Хоча корисно проаналізувати деякі теорії, варто пам'ятати, що більшість із них не є взаємовиключними й окремо одна від одної, ймовірно, пояснюватимуть тільки певну частину явища. Дійсно, Kaustia, Luotonen (2016) проаналізували роль інституційних, традиційних та поведінкових факторів у контексті 19 європейських країн за 2004–2013 роки та дійшли висновку, що фактори, вивчені в наявній літературі, пояснюють лише 30% варіації у рішенні про участь.

Обмеження

Домогосподарства можуть не інвестувати на фондовому ринку, оскільки перед ними постає проблема таких постійних витрат на участь, як грошові витрати (для створення та обслуговування інвестиційного рахунка), інформаційні витрати (вивчення фінансових продуктів) та прості альтернативні витрати вкладання свого часу у прийняття інвестиційних рішень (Vissing-Jorgensen, 2003)⁹. Ця теорія може пояснити деякі стилізовані факти (наприклад, більшу участь серед заможних та досвідченіших осіб). Однак вона не пояснює, чому рівень участі серед багатих (хоч і вищий, ніж серед бідних) усе ж залишається досить низьким, а також різну залученість до операцій на фондовому ринку в різних країнах (Briggs et al., 2015).

Нарешті, з огляду на високу неоднорідність участі на індивідуальному рівні концепція постійних витрат на участь сама собою служить залишковим явищем, що охоплює всі непояснені відмінності. Іншими словами, важливо розуміти індивідуальну різницю в постійних витратах на участь, яка залишається великою, коли до уваги береться стандартний набір соціально-демографічних змінних.

Нестандартні вподобання

Одним із найважливіших недавніх напрямів у літературі пов'язується особистий економічний досвід із фінансовими рішеннями безпосередньо або через уподобання (такі, як ставлення до ризику).

Наприклад, Malmendier, Nagel (2011) та Andersen et al. (2016) довели, що переживання травматичного макроекономічного досвіду негативно впливає на схильність до ризику та негативно пов'язане із часткою ризикових активів у фінансових портфелях домогосподарств. Аналогічні дослідження свідчать, що ризик фінансового та корпоративного шахрайства стає причиною нижчого рівня участі у фондовому ринку (Gurun et al., 2015; Giannetti, Wang, 2016).

Водночас позитивний досвід приводить до протилежного ефекту. Наприклад, Kaustia, Knüpfer (2008) зафіксували сильний позитивний зв'язок між прибутками від участі у первинних розміщеннях акцій у минулому та участю в розміщеннях у подальшому. Нарешті, відсутність жаги до гострих відчуттів (Grinblatt, Keloharju (2009) довели, що пошуки гострих відчуттів пов'язані з вищою торговельною активністю) або міркування щодо ідентичності також можуть змусити домогосподарства з меншою ймовірністю інвестувати в ризикові цінні папери (див. Akerlof, Kranton, 2010 щодо обговорення ролі ідентичності в економічних рішеннях).

(Помилкові) переконання

Щоб інвестувати в акції, слід переконатися, що фондовий ринок дає очікуваний прибуток, який перевищує безризикову ставку. Таким чином суб'єктивні переконання фізичних осіб можуть вплинути на їхнє рішення щодо участі.

Надаючи перевагу цьому поясненню, Hurd et al. (2011) та Kezdi, Willis (2009) виявили, що люди з оптимістичнішими переконаннями щодо прибутків від інвестицій в акції з більшою ймовірністю інвестують через фондовий ринок¹⁰.

Політичні переконання (які можна розглядати як нестандартні вподобання, пов'язані з аспектами самоідентифікації) також можуть впливати на рішення щодо участі. Наприклад, Kaustia, Torstila (2011) документально підтвердили, що виборці та політики лівого політичного крила Фінляндії з меншою ймовірністю інвестують в акції.

Крім того, Guiso et al. (2008) довели, що домогосподарства, які не схильні довіряти іншим, із меншою ймовірністю стають власниками акціями. Вони стверджують, що багато людей можуть сприймати фондовий ринок як тип шахрайської

⁹ Той факт, що менш фінансово грамотні люди з меншою ймовірністю братимуть участь в операціях на фондовому ринку (Christelis et al., 2010; Van Rooij et al., 2011) можна інтерпретувати як доказ існування обмежень, пов'язаних з отриманням та обробкою інформації.

¹⁰ Bailey et al. (2017) наводять схожий результат щодо інвестицій у житлову нерухомість. Використовуючи дані соціальних взаємодій, вони з'ясували, що особи, чиї друзі у Фейсбукі мали позитивний досвід отримання доходів від зростання цін на нерухомість, були оптимістичнішими щодо таких інвестицій і з більшою ймовірністю інвестували б у ринок житлової нерухомості.

вуличної гри. Навіть побачивши численні раунди (історію позитивної дохідності на ринку), домогосподарства можуть не вірити в чесність гри. Відповідно до цієї інтерпретації історія минулих доходів не вчить домогосподарства. Унаслідок вони не вкладають гроші в ризиковані цінні папери. Тому неучасть можуть зрозуміти як інвестиційну помилку, яка виникає в результаті помилкового навчання.

2.3. Недостатня диверсифікація

На прибутковість портфеля домогосподарств впливають загальний рівень ризику та ефективність диверсифікації. Недостатньо диверсифікованому портфелю притаманний вищий ризик, оскільки він містить некомпенсований ідіосинкратичний ризик (ідіосинкратичний ризик підвищує волатильність портфеля без поліпшення очікуваної дохідності). Щоб нести лише системний ризик і таким чином максимізувати коефіцієнт Шарпа, домогосподарства повинні бути повністю диверсифіковані.

Проте, як свідчать емпіричні докази, домогосподарства недостатньо диверсифіковані і далекі від того, щоб утримувати ринковий портфель. Дослідження, починаючи з праці Van Horne et al. (1975), послідовно демонструють, що серед американських домогосподарств, які безпосередньо володіють публічними акціями, середня кількість акцій у володінні – в діапазоні від двох до трьох (Polkovnichenko, 2005). Через недостатню диверсифікацію інвестори володіють неефективними портфелями. Goetzmann, Kumar (2008) виявили, що 86% портфелів у їхній вибірці (дані станом на 1996) перебувають нижче лінії ринку капіталу (в моделі CAPM), тоді як Weber et al. (2014) отримали майже такий самий результат (80%) для вибірки німецьких портфелів за період 2003–2012 років.

Важливо, що ефект недостатньої диверсифікації не зникає, якщо ми враховуємо, що домогосподарства володіють акціями опосередковано – через пайові інвестиційні фонди або пенсійні рахунки. Хоча частка багатства, безпосередньо вкладена в акції, за даними Anderson (2013), невелика, Calvet et al. (2007) довели, що багато домогосподарств у Швеції все ще беруть на себе високий рівень некомпенсованого ідіосинкратичного ризику в контексті загального фінансового багатства (тобто враховуючи всі ризикові інвестиції).

Деякі вчені вважають, що домогосподарства навмисно утримують недостатньо диверсифіковані портфелі як страхівку (хеджування). Згідно з цією точкою зору приватні інвестори можуть раціонально уникати певних цінних паперів або цілих сегментів фондового ринку, якщо вони вважають, що потенційна дохідність за цими цінними паперами корелює з їхнім трудовим доходом (Calvet et al., 2004; Davis, Willen, 2013). Іншими словами, оскільки заробітна плата і дохідність фондового ринку співвідносяться на рівні галузі, хеджування доходів потребує, щоб домогосподарства інвестували в інші галузі, ніж ті, в яких вони працюють (Guiso, Sodini, 2013). Однак ми спостерігаємо зворотне: приватні інвестори інвестують переважно в акції своїх роботодавців (Benartzi, 2001; Massa, Simonov, 2006) і тому зазнають фінансових втрат (Lee et al., 2008).

Обмеження

Хоча трансакційні та грошові витрати можуть принаймні частково пояснити небажання участі, важко стверджувати, що ці фінансові обмеження негативно впливають на рішення про диверсифікацію. Якщо домогосподарства мають достатню фінансових ресурсів для формування портфеля ризикових активів, вони майже за визначенням мають доступ до дешевих пайових інвестиційних фондів, які пасивно інвестують у широкий індекс фондового ринку. У цьому випадку, зберігаючи лише один вид ризикових цінних паперів (наприклад, SPDR S&P 500 ETF Trust), домогосподарства можуть мати добре диверсифіковані портфелі.

Водночас є сенс очікувати, що когнітивними обмеженнями можна принаймні частково пояснити недостатню диверсифікацію. Емпіричні дані підтверджують цю тезу, оскільки більш досвідчені особи володіють краще диверсифікованими портфелями, також у контексті загального фінансового багатства (наприклад, Anderson, 2013).

Нестандартні вподобання

Теорії недостатньої диверсифікації на основі нестандартних уподобань стверджують, що домашні господарства надають перевагу певним фінансовим активам незалежно від їхньої дохідності. Huberman (2001) стверджує, що інвестори мають “смак” до знайомих активів незалежно від їхньої здатності приносити прибуток.

Інша теорія припускає, що домогосподарства, котрі переймаються своїм соціальним статусом, можуть раціонально вирішувати брати на себе ідіосинкратичний ризик і, отже, не мати достатньої диверсифікації. Ці домогосподарства сподіваються отримати винятковий прибуток зі свого загального ризикованого портфеля та збільшити свої шанси “перевершити своїх сусідів”, щоб отримати вищу дохідність, ніж їхнє оточення (Roussanov, 2010).

(Помилкові) переконання

Недостатню диверсифікацію можна обґрунтувати, якщо домогосподарства матимуть більше інформації про акції або завдяки географічній близькості, або завдяки часу, інвестованому у вивчення компаній. Massa, Simonov (2006) пояснили тенденцію шведських домогосподарств інвестувати в акції компаній працедавців, припустивши, що вони мають

більше інформації про галузі, в яких працюють. Аналогічно Van Nieuwerburgh, Veldkamp (2010) продемонстрували, що інвестори можуть приймати раціональне рішення спеціалізуватися на активах, щодо яких вони мають попередні інформаційні переваги.

Однак на цьому тлі емпіричні дослідження, крім деяких винятків (наприклад, Bernile et al., 2015), свідчать, що домогосподарства не отримують виняткового прибутку на основі своєї нібито кращої поінформованості (Seasholes, Zhu, 2010; Doskeland, Hvide, 2011). Єдиний спосіб тлумачити ці докази полягає в тому, що якщо домогосподарства недостатньо диверсифікують свої вкладення, то вони вірять у те, що володіють інформаційною перевагою. Іншими словами, вони роблять фінансову помилку, переоцінюючи коректність своїх знань, можливо, через самовпевненість.

2.4. Експлуатація ренти

У принципі домогосподарства повинні мати можливість зменшити шкоду від своїх інвестиційних помилок у разі пасивного інвестування (інвестування через пайові інвестиційні фонди) або спираючись на поради професійних інвестиційних консультантів. Проте емпіричні дослідження свідчать, що для отримання позитивних результатів завдяки підходу такого типу існують принципові виклики.

По-перше, керуючі інвестиційними фондами й самі можуть бути схильними до тих же фінансових помилок, що й приватні інвестори. Проте навіть якщо не брати до уваги таку можливість, існують переконливі свідчення, що інвестиційні фонди завдають фінансової шкоди інвесторам через високі (часто приховані) транзакційні витрати. У важливому дослідженні Barber et al. (2005) продемонстрували, що хоча із часом інвестори стали чутливими до комісійних витрат, які легко помітити, вони все ж залишалися не такими уважними до менш помітних операційних витрат. Автори також дійшли висновку, що цей факт відомий у сфері пайових інвестиційних фондів та практикується з метою використання інвесторів. Це призводить до того, що пайові інвестиційні фонди з вищими комісійними приносять нижчу дохідність своїм інвесторам, ніж конкуренти, але все ж залучають більший обсяг клієнтських коштів.

Хоча Barber et al. (2005) надали докази того, що реклама дійсно працює у сфері пайових інвестиційних фондів, Cooper et al. (2005) указують на успіх іншого виду маркетингової стратегії. Вони надали докази того, що пайові інвестиційні фонди змінюють свої назви, аби скористатися перевагами популярних стилів інвестицій. За даними дослідження, така практика забезпечує цим фондам у середньому на 30% більший приплив коштів, ніж у клієнтів.

Крім проблеми високих комісій, деякі пайові інвестиційні фонди намагаються штучно збільшити прибуток шляхом "витискання соку" (Harris et al., 2015). "Витискання соку" означає купівлю акцій із наближенням до дати виплати дивідендів з метою штучного збільшення дивідендної дохідності фонду в рекламних цілях.

Домогосподарства також постають перед серйозними проблемами у сфері інвестиційного консалтингу. Використовуючи вичерпні дані з Канади, Foerster et al. (2017) продемонстрували, що фінансова консультація краще пояснюється характеристиками консультанта, а не потребами клієнта. Більше того, вочевидь, ця консультація коштує близько 2.7% за рік (комісії), що значно більше, ніж вартість простого пайового інвестиційного фонду. Хоча фінансові консультанти можуть допомогти своїм клієнтам, заохочуючи їх інвестувати в ризикові активи (що є позитивним досягненням), ці результати, як припускають Gennaioli et al. (2015), свідчать про те, що дешевого вирішення проблеми фінансових помилок просто не існує.

Інший напрям досліджень у галузі поведінкових корпоративних фінансів свідчить, що корпоративні керівники усвідомлюють поведінкові помилки інвесторів і охоче їх експлуатують (Baker, Wurgler, 2013). Наприклад, керівники, здається, усвідомлюють, що інвестори надають перевагу акціям із невисокою ціною (незалежно від рівня капіталізації компанії) і часто випускають акції саме тоді, коли вони користуються найбільшою популярністю (Baker et al., 2009).

Мало того, з'являється все більше доказів, що корпорації шляхом маніпуляцій намагаються підняти ціни на акції вище від їхньої фундаментальної вартості. Класичним прикладом цього може бути компанія, яка змінює свою назву з причин, не пов'язаних зі стратегічними діями. Cooper et al. (2001) документально зафіксував це явище під час буму інтернет-компаній кінця 1990-х років, коли зміна назви, пов'язаної з Інтернетом, призводила до кумулятивних виняткових доходів у розмірі 70% протягом 10 днів після оголошення. Цікаво, що протилежна дія після краху призводила до такого самого ефекту. Cooper et al. (2005) підрахували, що видалення ".com" із назви компанії в наступні роки приводило до кумулятивного виняткового доходу в обсязі близько 60% протягом 60 днів після оголошення¹¹.

Подібним чином корпоративні керівники підлаштовують рекламу, щоб привернути увагу інвесторів та збільшити короткострокову дохідність акцій компанії (Lou, 2014). Як результат інвестори, котрі схильні реагувати на неістотну інформацію, збільшують ціни на акції та зазнають збитків у довгостроковій перспективі.

¹¹ Ще один приклад – подорожчання біткоїнів наприкінці 2017 року. Наприклад, ціна акцій On-line Plc, британської компанії, що інвестує в інформаційні компанії, 27 жовтня зросла майже на 400% у відповідь на плани компанії змінити назву на On-line Blockchain Plc.

III. ФІНАНСИ ДОМОГОСПОДАРСТВ: ЗОБОВ'ЯЗАННЯ

Багато досліджень свідчить про те, що домогосподарства схильні до надмірних¹² та занадто дорогих запозичень (Stango, Zinman, 2009b; Gathergood, 2012; Gerardi et al., 2013). Доведено, що домогосподарства можуть укласти боргові договори для здійснення імпульсивних покупок, обирати договори неоптимальним шляхом і викидати гроші на вітер, неправильно управляючи виплатами з кредитних карток або не рефінансуючи іпотеку за нижчими ставками. Деякі дослідники також доводять, що фірми усвідомлюють помилки домогосподарств і використовують це у своїх інтересах, тоді як конкуренція між кредиторами не обов'язково протидіє цьому явищу.

Хоча найважливіші фактори, пов'язані з рішеннями домогосподарств щодо інвестицій, були відомі ще до фінансової кризи, нагромадження стилізованих фактів щодо рішень, пов'язаних із запозиченнями, відбулося саме в останні десять років. Отже, література з питань запозичень усе ще поширена меншою мірою, ніж література про інвестиційні рішення домогосподарств (Cordray, 2013; Zinman, 2015). Необхідно зазначити, що рішення домогосподарств щодо запозичень є важливими для самих домогосподарств, а також мають бути цікавими для науковців¹³. Zinman (2015) чудово ілюструє цю точку зору:

“Ключовим є факт, що за жодної з існуючих моделей незалежно від того, неокласична вона чи поведінкова, не може виникнути [той] рівень заборгованості за кредитною картою [який ми спостерігаємо в реальному світі...]. Цей феномен піднімає питання про влодобання домогосподарств, природу формування очікувань, розуміння споживачами (можливо, помилкове) процентних ставок та альтернативних витрат, взаємодії споживачів, постачальників та маркетологів, а також про їхні наслідки для розміщення великої кількості ресурсів на різних горизонтах, що впливають на макроекономіку. У зв'язку із цим вважаю дане питання не менш цікавим, ніж, скажімо, питання премії за ризик. У намаганні обґрунтувати і пояснити премію за ризик було витрачено на порядок більше чорнила, ніж на пояснення надмірної заборгованості за кредитними картками”.

Така різниця в рівні уваги призвела щонайменше до двох істотних наслідків.

По-перше, на відміну від літератури стосовно інвестицій домогосподарств, дослідження рішень щодо запозичень є менш вичерпними і систематичними. Рідко метою таких досліджень є аналіз конкуруючих теорій; натомість їхні автори фокусуються на поясненні того, чому різні люди приймають різні рішення.

По-друге, оскільки дослідження, пов'язані з боргом, менше обґрунтовуються в традиційній фінансовій економіці, існує менша кількість нормативних моделей, котрі визначають, якою, в принципі, повинна бути оптимальна поведінка позичальників. Тому ці дослідження за своїм характером є більш діагностичними та одночасно – більш поведінковими (відкритішими для поведінкових пояснень), ніж дослідження, пов'язані з інвестиційними рішеннями домогосподарств.

Далі в цьому розділі розглядаються емпіричні докази, що стосуються рішень домогосподарств щодо запозичень, з метою опису та пояснення дій домогосподарств. Точніше кажучи, у цьому розділі аналізується, як домогосподарства обирають боргові договори і як вони управляють своїми боргами. Особлива увага приділяється вибору між іпотечними кредитами з фіксованою та плаваючою ставками з огляду на їхню потенційну значущість для макроекономічної стабільності. У заключному підрозділі представлено докази експлуатації ренти.

3.1. Вибір боргових договорів

Незважаючи на те, що вибір іпотеки є найважливішим фінансовим рішенням, яке більшість домогосподарств узагалі будь-коли приймає, споживачі не витрачають багато часу на обґрунтування свого вибору. Damen, Buyst (2016) указують, що близько 20% європейських домогосподарств не порівнюють іпотечні продукти, а беруть першу-ліпшу іпотеку, яку вони розглянули. Аналогічним чином у США багато споживачів витрачає на вибір іпотеки стільки ж часу, скільки й на вибір місця для проведення відпустки (Finkelstein, 2010). Це може бути величезною фінансовою помилкою. Damen, Buyst (2016) підрахували, що позичальник, який робить вибір із п'яти іпотечних пропозицій, може заощадити в середньому 7 000 євро за чистою поточною вартістю.

Як через недостатні зусилля, так і внаслідок помилок аналізу (ймовірно, мають місце обидві причини) домогосподарства укладають неоптимальні боргові договори. Наприклад, Agarwal et al. (2015a) довели, що під час отримання споживчих кредитів домогосподарства США обирали неоптимальні кредитні угоди, витрачаючи сотні доларів на процентні виплати, яких можна було уникнути. Stango, Zinman (2016) малюють ще сумнішу картину, доводячи, що різниця між процентними ставками для тих, хто витрачає час на вибір оптимальної кредитної картки, і тих, хто пристав на першу ж

¹² Див. Zinman (2014) для обговорення факторів пропозиції, а саме: надлишковою чи недостатньою є пропозиція кредитів на ринках.

¹³ Tufano (2009) зазначає, що вивчення рішень домогосподарств щодо запозичень існувало в основному в контексті відносно менш престижної науки про споживачів, тоді як вивчення інвестиційних рішень завжди було частиною фінансової економіки, що було і є однією з найпрестижніших тем фінансових досліджень.

пропозицію банку, дорівнює різниці в процентних ставках для фізичних осіб із найвищими та найнижчими кредитними рейтингами.

У більш змістовній ілюстрації відхилень від припущень щодо раціональності Agarwal et al. (2010) доводять, що фізичні особи отримують короткострокові мікрокредити (так звані кредити до зарплати) за астрономічними процентними ставками, навіть якщо їм доступні набагато дешевші форми кредитування¹⁴.

Обмеження

Література щодо ролі обмежень у виборі кредитного договору фокусується переважно на дієвості фінансової грамотності. Наприклад, у ранніх дослідженнях Mooge (2003) повідомляв про те, що у США фізичні особи з нижчим рівнем фінансової грамотності також схильні брати дорожчі іпотечні кредити, а Bucks, Pence (2008) довели, що малозабезпечені і менш освічені позичальники обирають іпотечні договори без належного розуміння їхніх умов і термінів, що, швидше за все, призведе до вибору ризикованіших іпотечних кредитів (для ознайомлення з більш актуальною літературою див. Gathergood, Weber, 2017).

Такі висновки є універсальними. Використовуючи Італію в ролі типового прикладу, Fornero et al. (2011) виявили, що фінансово обізнані домогосподарства, як правило, підшукують та порівнюють іпотечні пропозиції, обирають оптимальні іпотечні договори, тому набагато рідше затримують виплати за кредитами.

Similarly, Gerardi et al. (2013) пов'язали основні математичні компетенції зі схильністю до несплати іпотеки. Автори встановили, що домогосподарства із ширшим математичним досвідом обирають переважно оптимальні іпотечні договори, тож у підсумку в них значно рідше трапляються випадки несплати.

Нарешті, Lusardi, Tufano (2009) розглянули роль специфічної боргової грамотності і дійшли висновку, що фізичні особи з нижчим рівнем грамотності сплачують більші комісійні за обслуговування банківських операцій та несуть вищі витрати на виплату за боргом. Автори підрахували, що до третини зборів та внесків, які сплачуються фінансово необізнаними особами, можна пояснити непоінформованістю. Дослідження також засвідчило, що літні люди схильні переоцінювати рівень своїх фінансових знань, чим (за припущенням авторів) можна пояснити щодо них більшу кількість випадків фінансового шахрайства.

Нестандартні вподобання

Як можна було б очікувати, домогосподарства з непослідовними часовими вподобаннями в процесі вибору боргових договорів схильні приймати неоптимальні рішення. Ця гіпотеза підтверджується емпіричними даними.

У Gathergood (2012) розглянуто взаємозв'язок між самоконтролем, фінансовою грамотністю і надмірною заборгованістю в контексті ринку кредитних карток Об'єднаного Королівства. Він установив, що хоча обидва фактори мають значення, у поясненні надмірної заборгованості відсутність самоконтролю відіграє важливішу роль, ніж фінансова грамотність. Подібним чином Meier, Sprenger (2010) довели, що недалекоглядність корелює із запозиченнями за кредитними картками. Їхні результати вказують на те, що при контролі наявного доходу та кредитних обмежень в осіб, які мають непослідовні часові вподобання і які більшу увагу приділяють сьогоденню, ніж майбутньому, ймовірність існування боргу за кредитною картою та накопичення боргу більша¹⁵.

Інший спосіб перегляду такої поведінкової проблеми полягає в тому, щоб звернути увагу на імпульсивність (відзначаючи, що, ймовірно, важко розрізнити імпульсивність, недалекоглядність та обмежений самоконтроль). Anderloni et al. (2012) виявили, що моделі недалекоглядної поведінки підвищують фінансову вразливість домогосподарств. Проте Vieira et al. (2016) вказали на те, що імпульсивні особи можуть знати про негативні наслідки боргу, і це розуміння допоможе їм компенсувати високий рівень імпульсивності.

(Помилкові) переконання

У кількох дослідженнях робиться припущення, що помилка експоненціального зростання може пояснити тенденцію недооцінювати майбутні витрати на обслуговування боргу, що, у свою чергу, призводить до неоптимального вибору боргових договорів (Eisenstein, Hoch, 2007; McKenzie, Liersch, 2011).

¹⁴ Хоча проблема короткострокових мікрокредитів є суперечливою через процентні ставки розміром більш ніж 500% річних, емпіричні дані свідчать про те, що такі кредити можуть бути не настільки небезпечними, як це сприймається громадськістю. Наприклад, Karlan, Zinman (2010) демонструють, що розширення обсягів кредитування у Південній Африці навіть за процентних ставок у 200% річних тим не менше поліпшило економічні результати позичальників. Carter, Skimpyhogn (2016) довели, що можливість брати короткострокові мікрокредити не чинить негативний вплив на фінансове чи трудове становище військовослужбовців, тоді як Zinman (2010) надав докази того, що якщо доступ до короткострокових мікрокредитів обмежується регулюванням, позичальники таких кредитів переходять до ще більш небезпечних заміників.

¹⁵ Можна зробити висновок, що якщо помилкові фінансові рішення приймаються через відсутність самоконтролю і призводять до бідності, то відсутність самоконтролю є причиною бідності. Хоча такий висновок і здається правдоподібним, напрям причинного зв'язку незрозумілий і може бути зворотним (див. Bernheim et al., 2015).

Як і помилка експоненціального зростання, що впливає на рішення і щодо інвестицій, і щодо запозичень, оптимізм може призвести не тільки до недостатніх заощаджень, а й до надмірного залучення позичкових коштів. Використовуючи унікальні дані стосовно домогосподарств Фінляндії, Huytinen, Putkuri (2012) виявили, що домогосподарства, які припускаються найбільших помилок в оптимістичних прогнозах, швидше за все, мають більший загальний борг і труднощі з управлінням цим боргом.

3.2. Вибір між фіксованою та плаваючою іпотечними ставками

Вибір між іпотеками з фіксованою (FRMs) та плаваючою (ARMs) ставками є важливим для домогосподарств рішенням, яке має величезні наслідки для сукупної економіки. Світова фінансова криза спричинила інтерес до вирішальних чинників такого вибору, оскільки він викликав занепокоєність тим фактом, що домогосподарства приймають це рішення неоптимальним шляхом, ігноруючи ризики, пов'язані з ARMs.

Важко стверджувати, що збільшення популярності ARMs у США в середині 2000-х було вирішальним чинником утворення бульбашки субстандартних іпотечних кредитів і подальшої фінансової кризи. Здається, основною причиною, швидше за все, є той факт, що позичальники, які були найбільш фінансово вразливими (чутливими до шоку, спричиненого погашенням кредитів за підвищеними ставками, та до шокової зміни доходів, яка супроводжує рецесію), обирали найбільш ризикові¹⁶ іпотеки¹⁷ (Demanyuk, 2009; Demanyuk, Van Hemert, 2011; Campbell, Cocco, 2015). Той факт, що у США під час кризи прострочена заборгованість за кредитами та процент відчуження закладеного майна для субстандартних ARMs були вищими, ніж для субстандартних FRMs (Mayer et al., 2009; FCIC, 2011), лише посилив вивчення вирішальних чинників вибору домогосподарств.

У літературі, яка базується на емпіричних дослідженнях, як правило, вказується, що зміна частки ARMs у різних країнах і в межах однієї країни є занадто великою, аби її можна було пояснити в рамках підходу раціональних очікувань. Згідно з ним рішення домогосподарств повинні базуватися на різниці між поточною довгостроковою процентною ставкою (проксі-показник вартості FRMs) та середніми очікуваними майбутніми короткостроковими ставками (проксі-показник вартості ARMs) за період дії договору. Проте зміна частки ARMs надто суттєва, щоб пояснити її зміни цією різницею. Хоча б тому, що передбачувані зміни в очікуваннях щодо майбутніх короткострокових ставок надто великі, аби вважати їх обґрунтованими і реалістичними.

Наприклад, частка нових ARMs, що надавалися у США з 1985-го до 2006 року, коливалася від 10% до 70% (Koiijen et al., 2009). У Бельгії частка впала з 62% у 2004 році до 8% у 2006-му, потім відновилася до 58% у 2010 році і знову впала до 5% у 2012-му (Damen, Buyst, 2013). В Італії частка знизилася з більш як 80% у 2004 році до менше 40% у 2008 році, а потім відновилася, коливаючись від 60% до 80% після 2010 року (Zocchi, 2013). Ці зміни надто суттєві, щоб пояснити їх змінами макроекономічної ситуації.

Проте на цьому фоні Koiijen et al. (2009) дійшли висновку, що домогосподарства роблять майже оптимальний вибір іпотеки, визначаючи нормативно правильну відносну привабливість, коли обирають між договорами ARMs та FRMs. Автори наголосили, що когнітивні обмеження не дають змоги домогосподарствам розрахувати премію за ризик за облігаціями (що, згідно з теорією, має бути визначальним чинником відносної привабливості ARMs). Натомість люди покладаються на просте універсальне правило: різниця між довгостроковими процентними ставками (дохідність п'ятирічних казначейських облігацій) та середньо- і короткостроковими процентними ставками за трирічний період і отриманий результат досить близький до теоретичного орієнтира.

В той час як Badarizna et al. (2017) підтвердили, що такий принцип допомагає визначити майже оптимальну частку ARMs у випадку зі США, вони також виявили, що цей механізм не спрацьовує в інших країнах. Крім того, модель, запропонована Koiijen et al. (2009), не може пояснити відмінності між вибором на рівні індивідів, оскільки вона базується на сукупних даних.

Обмеження

Campbell, Cocco (2003, 2015) є авторами найпопулярнішого підходу до розуміння вибору домогосподарств між FRMs та ARMs. Вони досліджують вибір іпотеки домогосподарствами в умовах обмеження можливості до запозичень. Наявність обмеження, ймовірно, змусить домогосподарства зосередити увагу на поточних витратах на сплату процентів, а не на довгострокових витратах. Цими міркуваннями передбачається, що поточний спред FRM-ARM буде основним визначальним чинником вибору договору, а також прогнозується, що домогосподарства, які обрали ARMs, є фінансово обмеженими більшою мірою. Фінансово обмеженіші домогосподарства зазвичай надають перевагу ARMs, оскільки

¹⁶ У супереч поширеному уявленню, ARMs, по суті, не є більш ризиковими, ніж FRMs. Campbell, Cocco (2015) довели, що обидва типи однаково чутливі до цін на житло і мають подібну частку прострочених платежів. Тим не менше чинники, що спричиняють прострочення платежів, різні. У випадку ARMs імовірність прострочення платежу збільшується, коли зростання процентних ставок призводить до збільшення розмірів необхідних платежів. Із цієї причини ризик несплати у випадку ARMs є найвищим для іпотек із низькими початковими ставками (що зробило іпотеки ARMs більш ризиковими в середині 2000-х).

¹⁷ У літературі розглядаються фактори як пропозиції (наприклад, зниження стандартів кредитування), так і попиту. Ми розглядаємо лише фактори попиту.

вони, як правило, мають низьку початкову процентну ставку, або тому, що мають надзвичайно низькі короткострокові процентні ставки, як це було до початку світової фінансової кризи.

Хоча емпіричні дані загалом підтверджують наведену вище точку зору, це також указує на те, що інші чинники мають опосередкований вплив.

Використовуючи дані огляду споживчого кредитування, Coulibaly, Li (2009) дійшли висновку, що фінансово обмежені домогосподарства дещо частіше надають перевагу ARMs. Крім того, вони виявили, що негативне ставлення до ризику має обернений зв'язок із тенденцією вибору ARMs, тоді як аспекти доступності не чинять вплив на позичальників, які характеризуються позитивним ставленням до ризику.

Інше відхилення від чіткого акценту на фінансове обмеження наведено в Bergstresser, Beshears (2010). Спираючись на аналогічний огляд споживчого кредитування, вони зазначили, що менш недовірливі та (відповідно до Bucks, Pence, 2008) менш обізнані (щодо точних термінів їхніх іпотек) домогосподарства – це ті (їхня частка непропорційно велика), які обирали ARMs у роки, що передували фінансовій кризі. Аналогічно Johnson, Li (2014) довели, що зростання споживчих витрат серед позичальників ARMs у США виявилось чутливим до минулого доходу, що можна інтерпретувати як показник фінансового обмеження. Крім того, ці позичальники молодші та менш освічені, тож постають перед більшими труднощами в управлінні своїми боргами.

Дослідники з європейських країн, як правило, приходять до подібного висновку: позичальники ARMs фінансово обмежені, проте інші фактори можуть пом'якшувати цей ефект.

У докризовій публікації Paiella, Pozzolo (2007) встановили, що італійські домогосподарства з більшою ймовірністю обирають ARMs, якщо їхні витрати на товари нетривалого користування великі (якщо домогосподарства витрачають відносно більшу частку доходів на їжу та інші товари нетривалого користування, вважається, що це є ознакою фінансового обмеження). Хоча дане дослідження виконано за високими стандартами, дослідники скористалися обмеженим набором пояснювальних змінних, що ускладнює узагальнення їхнього висновку.

Долаючи це обмеження, Fornero et al. (2011) оцінили роль фінансової грамотності у виборі між FRMs та ARMs. Автори довели, що фінансово обмежені домогосподарства з вищим співвідношенням заборгованості за іпотекою та доходів із більшою ймовірністю обирають ARMs, якщо їхній рівень фінансової грамотності низький. Водночас дослідженням встановлено, що домогосподарства з високим рівнем фінансової грамотності також схильні надавати перевагу ARMs порівняно з FRMs. Це означає, що багаті та бідні домогосподарства приймають рішення по-різному.

Аналогічного висновку дійшли Damen, Buyst (2013), які встановили, що домогосподарства Фландрії (Бельгія) з різних причин обирають ARMs незалежно від того, низькі їхні доходи чи високі. Хоча бідні домогосподарства, як правило, надають перевагу ARMs, оскільки вони фінансово обмежені, багаті домогосподарства обирають ARMs, якщо можуть дозволити собі ризик зміни розміру процентних виплат у майбутньому.

Нарешті, Hullgren, Söderberg (2016) довели, що у Швеції позичальники ARMs, як правило, молодші (тобто менш до-свідчені), фінансово вразливі і більше піддаються впливу засобів масової інформації.

Нестандартні вподобання

Уподобання ARMs із боку фінансово обмежених домогосподарств можуть бути ознакою недалекоглядності. Damen, Buyst (2013), скажімо, інтерпретують свій результат як приклад короткозорої поведінки. Зрештою, згідно з Bailey et al. (2017) соціальні мережі можуть впливати на судження домогосподарств щодо відносної привабливості ARMs порівняно з FRMs.

Домогосподарства можуть також обирати ARMs з інших причин. Botsch, Malmendier (2015) вважають, що вибір між іпотеками з фіксованою та змінною ставками може відображати інфляційні очікування. Домогосподарства, які вважають суб'єктивну ймовірність інфляції вищою, можуть сприймати FRMs як різновид хеджу, що подається як нестандартна перевага.

(Помилкові) переконання

У наявній літературі щодо вибору між FRMs та ARMs не розглядається роль (помилкових) переконань. Проте доцільно припустити, що позичальники ARMs можуть постати перед помилкою експоненціального зростання і недооцінювати ризик недоотримання доходів унаслідок підвищення процентних ставок. Такі позичальники можуть також недооцінювати потенційні зміни процентних ставок через наївну інтерпретацію недавнього досвіду (припускаючи, що в майбутньому процентні ставки змінюватимуться так само, як і в недавні роки). Крім того, домогосподарства можуть переоцінити масштаби зростання майбутніх доходів через оптимізм або надмірну впевненість, отже, применшити значення ризику недоотримання доходів. У майбутніх дослідженнях, імовірно, буде перевірено ці гіпотези.

3.3. Управління борговими договорами

Статті, в яких автори намагаються зрозуміти, як домогосподарства управляють борговими зобов'язаннями, можна розділити на дві групи: ті, в яких вивчаються рішення домогосподарств щодо рефінансування іпотек, і ті, в яких аналізується оптимальність погашення споживчої заборгованості, в основному заборгованості за кредитними картками.

У першому випадку Keys et al. (2016) виявили, що 20% домогосподарств, для яких рефінансування було б оптимальним і ефективним, усе ще не скористалися перевагами низьких ставок. Автори підрахували, що неприйняття рішення призвело до появи фактичних втрат у середньому в розмірі 11 500 дол. США на одне домогосподарство. Відмова від рефінансування означає, що незважаючи на велику потенційну вигоду від такого використання, домогосподарства все-таки приймають неоптимальні фінансові рішення.

Подібним чином Agarwal et al. (2015b) проаналізували вибірку домогосподарств, які у 1998–2011 рр. прийняли рішення щодо рефінансування і встановили, що близько половини цих позичальників рефінансуються за ставками, які щонайменше на 50 базисних пунктів вищі від найоптимальнішої для них ставки. Автори також довели, що фінансово обізнані позичальники робили менше помилок, отримуючи рефінансування за ставками, близькими до оптимальних.

Stango, Zinman (2009b) визначили, що у сфері споживчого кредитування більше половини річних витрат, пов'язаних із поточними банківськими рахунками та рахунками за кредитними картками, можна було б уникнути завдяки незначній зміні поведінки. Soll et al. (2013) вивчили ступінь нерозуміння домогосподарствами взаємозв'язку між погашенням боргів за кредитними картками та зменшенням боргу або того, як зміна суми щомісячного погашення боргу впливає на термін погашення боргу. Вони виявили, що домогосподарства недостатньо чутливі до відношення "процент до основної суми боргу". Тобто окремі особи можуть не розуміти того, що невелике збільшення щомісячних платежів часто приводить до суттєвого зменшення терміну погашення боргу, коли відношення "процент до основної суми боргу" високе. Keys, Wang (2016) отримали подібний результат, документально підтвердивши, що у великому наборі даних, який охоплює чверть ринку кредитних карток США, майже 30% позичальників роблять мінімально можливі виплати (які зазвичай набагато менші, ніж оптимальний варіант для домогосподарств).

Зовсім недавно Ponce et al. (2017) використали дані щодо Мексики, аби оцінити, чи мінімізують споживачі фінансові витрати шляхом запозичень за допомогою карток із нижчими процентними ставками. Вони виявили, що в середньому домогосподарства накопичують значну частину своїх боргів, користуючись кредитними картками з високими ставками. Такі домогосподарства, по суті, викидають гроші на вітер, адже вони могли б заощадити значну суму, переключившись на картку з нижчою вартістю запозичень. У схожій статті Gathergood et al. (2017) документально підтвердили таку саму поведінку домогосподарств у Великобританії.

Обмеження

Неефективне управління погашенням боргів може бути результатом інерції (низька ймовірність рефінансування) та неувважності (нечутливість до стимулів рефінансування). Це означає, що когнітивні обмеження відіграють важливу роль. Емпіричні дані значною мірою узгоджуються із цією гіпотезою (Andersen et al., 2017).

Крім того, в багатьох дослідженнях висвітлюється роль фінансової грамотності і досвіду. Hilgert et al. (2003) документально підтвердили позитивний взаємозв'язок між фінансовою грамотністю і якістю багатьох методів управління боргом, таких як платіжна дисципліна, збереження низького відношення "оплати до доходів" та підбір кращих пропозицій щодо кредитних карток. Подібним чином у статті Campbell (2006) повідомлялося про те, що домогосподарства з низьким рівнем доходів та слабшою обізнаністю з меншою ймовірністю рефінансуватимуть іпотеку в умовах сприятливих процентних ставок.

Проте не всі види освіти видаються однаково корисними. Brown et al. (2016) довели, що хоча знання основ математики і фінансів позитивно впливають на поведінку щодо погашення боргів, тренінги з загальної економіки підвищують ймовірність як накопичення боргів, так і проблем із їхніми погашеннями.

Нарешті, у згаданому вище дослідженні Andersen et al. (2017) було виявлено, що інерція та неувважність менш поширені серед освіченіших (більш обізнаних) та заможніших осіб.

Нестандартні вподобання

Непослідовні часові вподобання є одним із найвірогідніших чинників фінансових помилок домогосподарств, імовірно, в усіх випадках, пов'язаних із вибором боргових зобов'язань. У цьому сенсі управління боргом не виняток, оскільки найбільш нетерплячі домогосподарства з меншою ймовірністю дотримуються ними ж визначених планів щодо виплати боргів (Kuchler, 2015). У своєму дослідженні Kuchler (2015) також зазначила, що виплати, заплановані досвідченими особами (які усвідомлюють своє нетерпіння), характеризують майбутні дії більшою мірою, ніж виплати необізнаних осіб (тих, хто не усвідомлює своє нетерпіння).

(Помилкові) переконання

Чому відповідно до дослідження Keys, Wang (2016) домогосподарства здійснюють лише мінімальні місячні погашення боргів? Однією з можливих причин є та, що ці особи мають обмеження ліквідності або вони неухважні і схильні до інертних дій. Іншою можливою відповіддю на поставлене вище запитання може бути той факт, що існуючі мінімальні виплати можуть впливати на вибір платежів через ефект якоря, в основному наштовхуючи домогосподарства на думку про те, що сума погашення боргу за замовчуванням (мінімальна виплата) є оптимальним варіантом. У цьому випадку, якщо на осіб діє ефект якоря, вони розглядатимуть неінформативні підказки щодо розміру мінімальної виплати як значущі і, найімовірніше, дотримуватимуться їх, якщо їм бракуватиме кориснішої інформації.

Використовуючи надійну ідентифікаційну стратегію, Keys, Wang (2016) перевірили цю гіпотезу та встановили, що принаймні 10% усіх домогосподарств у їхній вибірці прив'язують свій вибір погашення боргу до мінімальної суми виплат. Це свідчить про те, що на такі домогосподарства впливає ефект якоря.

3.4. Експлуатація ренти

Важливим питанням для тих, хто формує політику, є те, чи допомагає позичальникам конкуренція між кредиторами у прийнятті оптимального рішення щодо кредитування. На жаль, як свідчать Heidhues, Koszegi (2010), навіть коли компанії з випуску кредитних карток конкурують за прибуток, позичальники, які недооцінюють суму їхньої позики і терміни погашення заборгованості, змушені будуть заплатити великі збори та проценти¹⁸.

Крім того, здається, що кредитори відстежують поведінкові помилки й орієнтуються на менш компетентних та менш доповіданих осіб. У серії недавніх досліджень Ru, Schoar (2016) встановили, що емітенти карток орієнтовані на менш освічених клієнтів, використовуючи програми винагороди для відстеження поведінкових помилок, тоді як Ponce et al. (2017) дійшли висновку, що бразильські банки отримують вигоду від того, що домогосподарства не беруть кредити за кредитними картками з низьким процентом. Крім того, результати спостережень свідчать про те, що працівники фінансових установ надають мало інформації менш компетентним особам щодо зборів, яких можна уникнути (Giné et al., 2014).

До того ж Zocchi (2013) посилаються на дослідження Valletta, Zocchi (2009), в якому було виявлено, що для багатьох домогосподарств фінансові консультації відіграють важливу роль у виборі між іпотечними кредитами з фіксованою та плаваючою ставками, і що майже дві третини італійських позичальників, яким банк надавав консультації, і далі обирали ARMs. Вони дійшли висновку, що пропонуючи ARMs із низькою початковою ставкою, банки скорочували свою маржу (на обмежений період), щоб збільшити свою частку на ринку. Згідно із цим дослідженням така практика деформує ринок, оскільки при цьому безконтрольно надається перевага більш ризикованим іпотечним договорам.

Деякі іпотечні документи також указують на маніпулятивну тактику продажів, яка призводить до цінової дискримінації (наприклад, Agarwal et al., 2016), і на те, що ці методи впливають на рівень економіки в цілому. Наприклад, Gurun et al. (2016) встановили, що в регіонах із найвищою інтенсивністю реклами від служб іпотечних брокерів іпотечні кредити найдорожчі, і що ці рекламні практики є найефективнішими, коли вони орієнтовані на бідних та менш інформованих осіб.

Нарешті, кілька досліджень свідчать, що практика грабіжницького кредитування поширена і сприяє підвищенню рівня несплати за іпотечними кредитами (Agarwal et al., 2014a), тоді як антиграбіжницькі закони щодо кредитування та програми консультування поліпшують результати надання іпотек (Bostic et al., 2012; Agarwal et al., 2014b).

IV. ВИСНОВКИ ТА ОБГОВОРЕННЯ

Незважаючи на розвиток фінансів домогосподарств протягом останніх 10 років, ця галузь залишається відносно невідомою для широкої академічної аудиторії та громадськості. Оскільки інтенсивніше знайомство громадськості з результатами інших суміжних сфер поведінкових фінансів (таких як поведінка індивідуальних інвесторів) допомагає популяризувати деякі важливі відомості, огляд літератури з фінансів домогосподарств може принести користь широкому колу читачів, особливо молодим дослідникам і тим, хто формує політику.

Емпіричні дані стосовно інвестицій домогосподарств і вибору боргових зобов'язань, наведені вище, дають змогу зробити чотири основні висновки.

По-перше, докази заперечують вельми поширене уявлення про те, що (за межами вузької сфери активної торгівлі на фондовому ринку) прийняття рішень домогосподарствами близьке до оптимального, якщо не повністю раціонального. Натомість домогосподарства надто мало заощаджують, не беруть участі у фондовому ринку та недостатньо диверсифікують фінансові портфелі. Водночас домогосподарства занадто багато беруть у борг і неефективно ним управляють.

¹⁸ Ця стаття є частиною більшого масиву літератури, в якій доведено, що конкуренція не обов'язково мінімізує дезорієнтуючу та неетичну поведінку. Наприклад, Zinman, Zitzewitz (2016) довели, що гірськолижні курорти суттєво завищують дані щодо природних снігопадів у вихідні, і конкуренція не перешкоджає цій практиці.

Аналогічно існує мало доказів того, що ці помилки роблять виключно бідні та фінансово неграмотні. Хоча такі домогосподарства з більшою ймовірністю припускаються фінансових помилок, котрі дорого коштують, ні досвідчені, ні заможні домогосподарства не приймають цілком оптимальних фінансових рішень.

Як наслідок виникає питання про те, чи може регуляторна політика на основі беззаперечної автономності споживачів фінансових послуг бути ефективною. Хоч ми і не очікуємо від людей користування послугами охорони здоров'я в автономному інституційному середовищі (коли вся відповідальність за рішення про лікування лягала б на піцієнта) і взагалі не вітаємо самолікування, проте ми очікуємо від домогосподарств автономних та незалежних фінансових рішень. Це відбувається незважаючи на те, що сучасні фінансові ринки не менш складні, ніж сучасна медицина. Оскільки домогосподарства роблять фінансові помилки, котрі дорого їм обходяться і призводять до негативних наслідків як для окремих осіб, так і для суспільства, для тих, хто формує політику, було б корисно змінити фокус свого бачення з можливостей, котрі надаються сучасними фінансами, на проблеми, які сучасні фінанси створюють.

По-друге, емпіричні дані свідчать, що майже всі емпіричні факти у галузі фінансів домогосподарств мають переконливі "раціональні" та "поведінкові" пояснення. Крім того, ці пояснення, ймовірно, доповнюють одне одного і взаємодіють між собою, а не є взаємовиключними. Дане спостереження висвітлює потенційну небезпеку ідеології, яка, згідно із Jelveh et al. (2015), впливає на результати наукових досліджень у галузі економіки. Дослідники з невеликим професійним досвідом та сильними ідеологічними вподобаннями до стандартної або поведінкової перспективи можуть не розглядати однаково вірогідні пояснення спостережуваних явищ. Часто-густо це призводить до формування та поширення шкідливих стереотипів, котрі можуть негативно впливати на рішення політики, які не забезпечать вигідні для всього суспільства результати.

По-третє, поведінкові слабкості домогосподарств не існують ізольовано від інституційних механізмів і нормативно-правового середовища. Емпіричні докази, здається, спростовують давню віру в те, що конкуренція веде до усунення можливостей експлуатації ренти. Навпаки, дослідження свідчать, що компанії усвідомлюють можливі помилки домогосподарств та використовують їх на свою користь. Із точки зору інвестиційних рішень це означає, що досконаліше регулювання має потенціал для підвищення ефективності фінансових консультацій (для збільшення вигоди та зменшення витрат) і ринкової ефективності (обмежуючи можливості менеджерів впливати на ціни акцій з метою штучного підвищення ринкової вартості компанії). У сфері прийняття рішень про запозичення досконаліше регулювання має потенціал для поліпшення макрофінансової стабільності внаслідок кращого розміщення ресурсів (шляхом забезпечення відповідності умов боргових договорів потребам і характеристикам домогосподарств).

Нарешті, досить легко помітити, що фінансова грамотність, здається, відіграє важливу роль у визначенні якості інвестицій домогосподарств та у прийнятті ними рішень щодо запозичень. У цьому сенсі ті, хто формує політику, можуть розглядати мету підвищення фінансової грамотності домогосподарств як таку, якої легко досягнути.

Незважаючи на те, що складно заперечувати проти необхідності підвищення рівня фінансової грамотності, на порядку денному існує і застереження. Згадаємо приклад, наведений Gathergood (2012), який досліджував взаємозв'язок між самоконтролем, фінансовою грамотністю і надмірною заборгованістю на ринку кредитних карток. Gathergood дійшов висновку, що хоча фінансова грамотність дійсно відіграє важливу роль у визначенні якості прийняття рішень, ще більшу роль відіграє відсутність самоконтролю з боку домогосподарств.

У цілому хвиля недавніх досліджень викликала серйозні сумніви в ефективності фінансової освіти. Наприклад, у мета-аналізі співвідношення змін у фінансовій освіті та фінансовій поведінці, який охоплює понад 200 попередніх досліджень, Fernandes et al. (2014) дійшли висновку, що (1) зміни, спрямовані на підвищення фінансової грамотності, мають обмежений вплив на фінансову поведінку та (2) ефект цих змін швидко зменшується із часом.

Беручи до уваги величезну кількість емпіричних даних щодо експлуатації ренти, потужність поведінкових змін та дію факторів пропозиції, які впливають на фінансову поведінку домогосподарств, доцільно припустити, що надмірна увага до підвищення фінансової грамотності не виправдана, якщо розглядати її окремо від інших вирішальних чинників поведінки домогосподарств.

Література

- Agarwal S., Amromin G., Ben-David I., Chomsisengphet S., Evanoff D. D. (2014a). Predatory lending and the subprime crisis. *Journal of Financial Economics*. Vol. 113, No. 1, pp. 29-52.
- Agarwal S., Amromin G., Ben-David I., Chomsisengphet S., Evanoff D. D. (2014b). The effectiveness of mandatory mortgage counseling: can one dissuade borrowers from choosing risky mortgages? NBER Working Paper No. w19920. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2400265>.

- Agarwal S., Amromin G., Ben-David I., Evanoff D. D. (2016). Loan product steering in mortgage markets. Charles A. Dice Center Working Paper No. 2016-18; Fisher College of Business Working Paper No. 2016-03-18; Charles A. Working Paper, No. 2016-18, Dice Center. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2841312>.
- Agarwal S., Chomsisengphet S., Lim C. (2017). What shapes consumer choice and financial products? A Review. Georgetown McDonough School of Business Research Paper No. 2875886. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2875886>.
- Agarwal S., Chomsisengphet S., Liu C., Souleles N.S. (2015a). Do consumers choose the right credit contracts? Review of Corporate Finance Studies, Vol. 4, No. 2, pp. 239-257.
- Agarwal S., Rosen R. J., Yao V. (2015b). Why do borrowers make mortgage refinancing mistakes? Management Science, Vol. 62, No. 12, pp. 3494-3509.
- Agarwal S., Skiba P. M., Tobacman J. (2010). Payday loans and credit cards: new liquidity and credit scoring puzzles? NBER Working Paper No. w14659. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1332598>.
- Agarwal S., Chomsisengphet S., Lim C. (2017). What shapes consumer choice and financial products? A Review. Annual Review of Financial Economic, Vol. 9, No. 1, pp. 127-146.
- Akerlof G. A., Kranton R.E. (2010). Identity economics: how identities shape our work, wages, and well-being. Princeton University Press, Princeton.
- Albacete N., Fessler P., Schürz M. (2012). Risk buffer profiles of foreign currency mortgage holders. Financial stability report, No. 23, pp. 58-71.
- Albacete N., Lindner P. (2015). Foreign currency borrowers in Austria – evidence from the Household Finance and Consumption Survey. Financial Stability Report, No. 29, pp. 93-109.
- Anderloni L., Bacchiocchi E., Vandone D. (2012). Household financial vulnerability: an empirical analysis. Research in Economics, Vol. 66, No. 3, pp. 284-296.
- Andersen S., Campbell J. Y., Nielsen K. M., Ramadorai T. (2017). Inattention and inertia in household finance: evidence from the Danish mortgage market. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2463575>.
- Andersen S., Hanspal T., Nielsen K. M. (2016). Once bitten, twice shy: the role of inertia and personal experiences in risk taking. Discussion Paper, No. DP11504, CEPR. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2840701>.
- Anderson A. (2013). Trading and under-diversification. Review of Finance, Vol. 17, No. 5, pp. 1699-1741.
- Badarizna C., Campbell J. Y., Ramadorai T. (2017). What calls to ARMs? International evidence on interest rates and the choice of adjustable-rate mortgages. Management Science. Posted online. Available at: <http://pubsonline.informs.org/doi/abs/10.1287/mnsc.2016.2629>.
- Bailey M., Cao R., Kuchler T., Stroebel J. (2017). The economic effects of social networks: evidence from the housing market. Праця Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2753881>.
- Baker M., Greenwood R., Wurgler J. (2009). Catering through nominal share prices. Journal of Finance, Vol. 64, No. 6, pp. 2559-2590.
- Baker M., Wurgler J. (2013). Behavioral corporate finance: an updated survey. In Handbook of the Economics of Finance, G. M. Constantinides, M. Harris, and R. M. Stulz, eds., Vol. 2, Part A, pp. 357-424. Elsevier, Amsterdam.
- Balasuriya J., Gough O., Vasileva K. (2014). Do optimists plan for retirement? A behavioural explanation for non-participation in pension schemes. Economics Letters, Vol. 125, No. 3, pp. 396-399.
- Barber B. M., Lee Y.-T., Liu Y.-J., Odean T. (2014). The cross-section of speculator skill: evidence from day trading. Journal of Financial Markets, Vol. 18, pp. 1-24.
- Barber B. M., Odean T. (2000). Trading is hazardous to your wealth: the common stock investment performance of individual investors. Journal of Finance, Vol. 55, No. 2, pp. 773-806.
- Barber B. M., Odean T. (2013). The behavior of individual investors. In Handbook of the Economics of Finance, Vol. 2, Part B, pp. 1533-1570, Elsevier, Amsterdam.

- Barber B. M., Odean T., Zheng L. (2005). Out of sight, out of mind: the effects of expenses on mutual fund flows. *Journal of Business*, Vol. 78, No. 6, pp. 2095-2120.
- Beckmann E. (2017). How does foreign currency debt relief affect households loan demand? Evidence from the OeNB Euro Survey in CESEE. *Focus on European Economic Integration*, Vol. 1, pp. 8-32.
- Beckmann E., Stix H. (2015). Foreign currency borrowing and knowledge about exchange rate risk. *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 112, pp. 1-16.
- Beer C., Ongena S., Peter M. (2010). Borrowing in foreign currency: austrian households as carry traders. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 34, No. 9, pp. 2198-2211.
- Benartzi S. (2001). Excessive extrapolation and the allocation of 401 (k) accounts to company stock. *Journal of Finance*, Vol. 56, No. 5, pp. 1747-1764.
- Bergstresser D., Beshears J. L. (2010). Who selected adjustable-rate mortgages? Evidence from the 1989-2007 Surveys of Consumer Finances. Harvard Business School Finance Working Paper No. 10-083. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1573625>.
- Bernheim B. D., Ray D., Yeltekin S. (2015). Poverty and self-control. *Econometrica*, Vol. 83, No. 5, pp. 1877-1911.
- Bernile G., Kumar A., Sulaeman J. (2015). Home away from home: geography of information and local investors. *Review of Financial Studies*, Vol. 28, No. 7, pp. 2009-2049.
- Bostic R., Chomsisengphet S., Engel K. C., McCoy P. A., Pennington-Cross A., Wachter S. (2012). Mortgage product substitution and state anti-predatory lending laws: better loans and better borrowers? *Atlantic Economic Journal*, Vol. 40, No. 3, pp. 273-294.
- Botsch M. J., Malmendier U. (2015). Inflation experiences and contract choice. Evidence from residential mortgages. Available at: <https://www.aeaweb.org/conference/2016/retrieve.php?pdfid=961>.
- Briggs J., Cesarini D., Lindqvist E., Ostling R. (2015). Wealth and stock market participation: estimating the causal effect from Swedish lotteries. Available at: <http://w4.stern.nyu.edu/finance/docs/pdfs/Seminars/1501f-cesarini.pdf>.
- Brown M., Grigsby J., Van der Klaauw W., Wen J., Zafar B. (2016). Financial education and the debt behavior of the young. *Review of Financial Studies*, Vol. 29, No. 9, pp. 2490-2522.
- Brunetti M., Torricelli C. (2015). Second homes: households' life dream or (wrong) investment? Working Paper, No. 351, CEIS. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2639739>.
- Brzoza-Brzezina M., Kolasa M., Makarski K. (2017). Monetary and macroprudential policy with foreign currency loans. Forthcoming in the *Journal of Macroeconomics*. Posted online. Available at: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0164070417302756>.
- Bucks B., Pence K. (2008). Do borrowers know their mortgage terms? *Journal of Urban Economics*, Vol. 64, No. 2, pp. 218-233.
- Calvet L. E., Campbell J. Y., Sodini P. (2007). Down or out: assessing the welfare costs of household investment mistakes. *Journal of Political Economy*, Vol. 115, No. 5, pp. 707-747.
- Calvet L., Haliassos M., Michaelides A. (2015). Introduction to JPEF special issue on household finance. *Journal of Pension Economics & Finance*, Vol. 14, No. 4, pp. 329-331.
- Calvet L., Gonzalez-Eiras M., Sodini P. (2004). Financial innovation, market participation, and asset prices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 39, No. 3, pp. 431-459.
- Campbell J. Y. (2006). Household finance. *Journal of Finance*, Vol. 61, No. 4, pp. 1553-1604.
- Campbell J. Y., Cocco J. F. (2003). Household risk management and optimal mortgage choice. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, No. 4, pp. 1449-1494.
- Campbell J. Y., Cocco J. F. (2015). A model of mortgage default. *Journal of Finance*, Vol. 70, No. 4, pp. 1495-1554.
- Carter S. P., Skimmyhorn W. (2016). Much ado about nothing? New evidence on the effects of payday lending on military members. *Review of Economics and Statistics*, Vol. 99, No. 4, pp. 606-621.

- Chetty R., Friedman J. N., Leth-Petersen S., Nielsen T. H., Olsen T. (2014). Active vs. passive decisions and crowd-out in retirement savings accounts: evidence from Denmark. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 129, No. 3, pp. 1141-1219.
- Choi J. J., Laibson D., Madrian B. C. (2011). 100 bills on the sidewalk: suboptimal investment in 401 (k) plans. *Review of Economics and Statistics*, Vol. 93, No. 3, pp. 748-763.
- Christelis D., Jappelli T., Padula M. (2010). Cognitive abilities and portfolio choice. *European Economic Review*, Vol. 54, No. 1, pp. 18-38.
- Cooper M. J., Dimitrov O., Rau P. R. (2001). A Rose.com by any other name. *Journal of Finance*, Vol. 56, No. 6, pp. 2371-2388.
- Cooper M. J., Gulen H., Rau P. R. (2005). Changing names with style: mutual fund name changes and their effects on fund flows. *Journal of Finance*, Vol. 60, No. 6, pp. 2825-2858.
- Cordes H., Nolte S., Schneider J. C. (2017). On the dynamics and drivers of countercyclical risk aversion. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2918953>.
- Cordray R. (2013). Protecting consumers in the financial marketplace. The University of Chicago Legal Forum. Keynote address. Available at: <https://goo.gl/NwxXBN>.
- Coulibaly B., Li G. (2009). Choice of mortgage contracts: evidence from the survey of consumer finances. *Real Estate Economics*, Vol. 37, No. 4, pp. 659-673.
- Csajbók A., Hudecz A., Tamási B. (2010). Foreign currency borrowing of households in new EU member states. MNB Occasional Papers 87. Available at: <https://www.econstor.eu/handle/10419/83523>.
- Damen S., Buyst E. (2013). The myopic choice between fixed and adjustable rate mortgages in Flanders. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2381533>.
- Damen S., Buyst E. (2016). Mortgage shoppers: how much do they save? *Real Estate Economics*. Posted online. Available at: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/15406229.12167/full>.
- Davis S. J., Willen P. (2013). Occupation-level income shocks and asset returns: Their covariance and implications for portfolio choice. *Quarterly Journal of Finance*, Vol. 3, No. 03n04, pp. 1350011.
- Demirgüç-Kunt A., Klapper L.F. (2012). Measuring financial inclusion: the global finindex database. World Bank Policy Research Working Paper No. 725. Available at: <https://goo.gl/Wae29T>.
- Demyanyk Y. (2009). Ten myths about subprime mortgages. Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Commentary. Available at: <https://goo.gl/33a1i4>.
- Demyanyk Y., Van Hemert O. (2011). Understanding the subprime mortgage crisis. *Review of Financial Studies*, Vol. 24, No. 6, pp. 1848-1880.
- Doskeland T. M., Hvide H. K. (2011). Do individual investors have asymmetric information based on work experience? *Journal of Finance*, Vol. 66, No. 3, pp. 1011-1041.
- Eisenstein E. M., Hoch S. J. (2007). Intuitive compounding: framing, temporal perspective, and expertise. Working Paper. Available at: <https://goo.gl/A183oi>.
- Fernandes D., Lynch Jr J. G., Netemeyer R. G. (2014). Financial literacy, financial education, and downstream financial behaviors. *Management Science*, Vol. 60, No. 8, pp. 1861-1883.
- FCIC, Financial Crisis Inquiry Commission, (2011). The financial crisis inquiry report, authorized edition: Final report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States. Public Affairs, New York.
- Finkelstein B. (2010). Have consumers learned from mortgage mistakes? *Mortgage Servicing News*, Vol. 14, No. 7, pp. 22-32.
- Foerster S., Linnainmaa J. T., Melzer B. T., Previtro A. (2017). Retail financial advice: does one size fit all? *Journal of Finance*, Vol. 72, No. 4, pp. 1441-1482.
- Fornero E., Monticone C., Trucchi S. (2011). The effect of financial literacy on mortgage choices. Netspar Discussion Paper No. 09/2011-085. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1950040>.

- Gathergood J. (2012). Self-control, financial literacy and consumer over-indebtedness. *Journal of Economic Psychology*, Vol. 33, No. 3, pp. 590-602.
- Gathergood J., Mahoney N., Stewart N., Weber J. (2017). How do individuals repay their debt? The balance-matching heuristic. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3000526>.
- Gathergood J., Weber J. (2017). Financial literacy, present bias and alternative mortgage products. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 78, pp. 58-83.
- Gennaioli N., Shleifer A., Vishny R. (2015). Money doctors. *Journal of Finance*, Vol. 70, No. 1, pp. 91-114.
- Gerardi K., Goette L., Meier S. (2013). Numerical ability predicts mortgage default. *Proceedings of the National Academy of Sciences*, Vol. 110, No. 28, pp. 11267-11271.
- Giannetti M., Wang T. Y. (2016). Corporate scandals and household stock market participation. *Journal of Finance*, Vol. 71, No. 6, pp. 2591-2636.
- Giné X., Martinez Cuellar C., Mazer R. K. (2014). Financial (dis-) information: evidence from an audit study in Mexico. Policy Research Working Paper, No. 6902, World Bank. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2445748>.
- Glaser M., Iliewa Z., Weber M. (2016). Thinking about prices versus thinking about returns in financial markets. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2750064>.
- Goda G. S., Levy M., Manchester C. F., Sojourner A., Tasoff J. (2015). The role of time preferences and exponential-growth bias in retirement savings. Working Paper, No. w21482, NBER. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2649750>.
- Goetzmann W. N., Kumar A. (2008). Equity portfolio diversification. *Review of Finance*, Vol. 12, No. 3, pp. 433-463.
- Grinblatt M., Keloharju M. (2000). The investment behavior and performance of various investor types: a study of Finland's unique data set. *Journal of Financial Economics*, Vol. 55, No. 1, pp. 43-67.
- Grinblatt M., Keloharju M. (2009). Sensation seeking, overconfidence, and trading activity. *Journal of Finance*, Vol. 64, No. 2, pp. 549-578.
- Grosshans D., Zeisberger S. (2017). All's well that ends well? On the importance of how returns are achieved. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2579636>.
- Guiso L., Sapienza P., Zingales L. (2008). Trusting the stock market. *Journal of Finance*, Vol. 63, No. 6, pp. 2557-2600.
- Guiso L., Sodini P. (2013). Household finance: an emerging field. In *Handbook of the Economics of Finance*, Vol. 2, Part B, pp. 1397-1532, Elsevier, Amsterdam.
- Gurun U. G., Matvos G., Seru A. (2016). Advertising expensive mortgages. *Journal of Finance*, Vol. 71, No. 5, pp. 2371-2416.
- Gurun U. G., Stoffman N., Yonker S. E. (2015). Trust busting: the effect of fraud on investor behavior. Kelley School of Business Research Paper No. 15-70. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2664307>.
- Haliassos M., Bertaut C. C. (1995). Why do so few hold stocks? *Economic Journal*, Vol. 105, No. 432, pp. 1110-1129.
- Harris L. E., Hartzmark S. M., Solomon D. H. (2015). Juicing the dividend yield: mutual funds and the demand for dividends. *Journal of Financial Economics*, Vol. 116, No. 3, pp. 433-451.
- Heidhues P., Koszegi B. (2010). Exploiting naivete about self-control in the credit market. *American Economic Review*, Vol. 100, No. 5, pp. 2279-2303.
- Hilgert M. A., Hogarth J. M., Beverly S. G. (2003). Household financial management: the connection between knowledge and behavior. *Federal Reserve Bulletin*, Vol. 89, pp. 309-322.
- Huberman G. (2001). Familiarity breeds investment. *Review of Financial Studies*, Vol. 14, No. 3, pp. 659-680.
- Hullgren M., Söderberg I.-L. (2016). Borrower characteristics and mortgage rate choice in Sweden. *International Journal of Bank Marketing*, Vol. 34, No. 5, pp. 649-669.
- Hurd M., Van Rooij M., Winter J. (2011). Stock market expectations of Dutch households. *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 26, No. 3, pp. 416-436.

- Hyytinen A., Putkuri H. (2012). Household optimism and borrowing. Research Discussion Paper No. 21/2012. Bank of Finland. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2101025>.
- Illiashenko P. (2017). Behavioral finance: history and foundations. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, No. 239, pp. 28-54.
- Ize A., Yeyati E. L. (2003). Financial dollarization. *Journal of International Economics*, Vol. 59, No. 2, pp. 323-347.
- Jelveh Z., Kogut B., Naidu S. (2015). Political language in economics. Columbia Business School Research Paper No. 14-57. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2535453>.
- Johnson K. W., Li G. (2014). Are adjustable-rate mortgage borrowers borrowing constrained? *Real Estate Economics*, Vol. 42, No. 2, pp. 457-471.
- Karlan D., McConnell M., Mullainathan S., Zinman J. (2016). Getting to the top of mind: how reminders increase saving. *Management Science*, Vol. 62, No. 12, pp. 3393-3411.
- Karlan D., Ratan A. L., Zinman J. (2014). Savings by and for the poor: a research review and agenda. *Review of Income and Wealth*, Vol. 60, No. 1, pp. 36-78.
- Karlan D., Zinman J. (2010). Expanding credit access: using randomized supply decisions to estimate the impacts. *Review of Financial Studies*, Vol. 23, No. 1, pp. 433-464.
- Kast F., Meier S., Pomeranz D. (2012). Under-savers anonymous: evidence on self-help groups and peer pressure as a savings commitment device. IZA Discussion Paper No. 6311. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2003624>.
- Kaustia M., Knüpfer S. (2008). Do investors overweight personal experience? Evidence from IPO subscriptions. *Journal of Finance*, Vol. 63, No. 6, pp. 2679-2702.
- Kaustia M., Luotonen N. (2016). What drives the heterogeneity in portfolio choice? The role of institutional, traditional, and behavioral factors. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2845963>.
- Kaustia M., Torstila S. (2011). Stock market aversion? Political preferences and stock market participation. *Journal of Financial Economics*, Vol. 100, No. 1, pp. 98-112.
- Keys B. J., Pope D. G., Pope J. C. (2016). Failure to refinance. *Journal of Financial Economics*, Vol. 122, No. 3, pp. 482-499.
- Keys B. J., Wang J. (2016). Minimum payments and debt paydown in consumer credit cards. NBER Working Paper No. w22742. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2853238>.
- Kézdi G., Willis R. J. (2009). Stock market expectations and portfolio choice of American households. Unpublished manuscript. Available at: <https://goo.gl/MypABg>.
- Klapper L., Lusardi A., Van Oudheusden P. (2015). Financial literacy around the world. Standard & Poor's Ratings Services Global Financial Literacy Survey. Available at: <https://goo.gl/yJsZE5>.
- Koiijen R. S., Van Hemert O., Van Nieuwerburgh S. (2009). Mortgage timing. *Journal of Financial Economics*, Vol. 93, No. 2, pp. 292-324.
- Korniotis G. M., Kumar A. (2013). Do portfolio distortions reflect superior information or psychological biases? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 48, No. 1, pp. 1-45.
- Kuchler T. (2015). Sticking to your plan: empirical evidence on the role of present bias for credit card paydown. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2629158>.
- Larrimore J., Arthur-Bentil M., Dodini S., Thomas L. (2016). Federal Reserve Board issues. Report on the Economic Well-Being of U.S. Households. Available at: <https://goo.gl/7v3GvN>.
- Lee Y.-T., Liu Y.-J., Zhu N. (2008). The costs of owning employer stocks: lessons from Taiwan. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 43, No. 3, pp. 717-740.
- Levy M., Tasoff J. (2016). Exponential-growth bias and lifecycle consumption. *Journal of the European Economic Association*, Vol. 14, No. 3, pp. 545-583.
- Lou D. (2014). Attracting investor attention through advertising. *Review of Financial Studies*, Vol. 27, No. 6, pp. 1797-1829.

- Lusardi A., Michaud P.-C., Mitchell O. S. (2017a). Optimal financial knowledge and wealth inequality. *Journal of Political Economy*, Vol. 125, No. 2, pp. 431-477.
- Lusardi A., Mitchell O. S. (2014). The economic importance of financial literacy: theory and evidence. *Journal of Economic Literature*, Vol. 52, No. 1, pp. 5-44.
- Lusardi A., Mitchell O. S., Oggero N. (2017b). Debt and financial vulnerability on the verge of retirement. Working Paper, No. 23664, NBER. Available at: <http://www.nber.org/papers/w23664>.
- Lusardi A., Tufano P. (2009). Debt literacy, financial experiences, and overindebtedness. Working Paper, No. w14808, NBER. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1366208>.
- Malmendier U., Nagel S. (2011). Depression babies: do macroeconomic experiences affect risk taking? *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 126, No. 1, pp. 373-416.
- Massa M., Simonov A. (2006). Hedging, familiarity and portfolio choice. *Review of Financial Studies*, Vol. 19, No. 2, pp. 633-685.
- Mayer C., Pence K., Sherlund S. M. (2009). The rise in mortgage defaults. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23, No. 1, pp. 27-50.
- McKenzie C. R., Liersch M. J. (2011). Misunderstanding savings growth: implications for retirement savings behavior. *Journal of Marketing Research*, Vol. 48, No. SPL, pp. S1-S13.
- Meier S., Sprenger C. (2010). Present-biased preferences and credit card borrowing. *American Economic Journal: Applied Economics*, Vol. 2, No. 1, pp. 193-210.
- Moore D. L. (2003). Survey of financial literacy in Washington State: Knowledge, behavior, attitudes, and experiences. Technical report. Available at: <https://goo.gl/7nbW2W>.
- Munnell A. H., Webb A., Golub-Sass F. (2012). The national retirement risk index: an update. Center for Retirement Research at Boston College, No. 12-20, pp. 1-8.
- Nolte S., Schneider J. C. (2016). How price path characteristics shape investment behavior. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2883382>.
- Paiella M., Pozzolo A. F. (2007). Choosing between fixed-and adjustable-rate mortgages. In *Household Credit Usage: Personal Debt and Mortgages*, S. Agarwal, and B. W. Ambrose, eds., pp. 219-236. Palgrave Macmillan, New York.
- Pellényi G., Bilek P. (2009). Foreign currency borrowing: the case of Hungary. FINES Working Paper. Available at: <https://www.econstor.eu/handle/10419/119503>.
- Perry V. G., Morris M. D. (2005). Who is in control? The role of self-perception, knowledge, and income in explaining consumer financial behavior. *Journal of Consumer Affairs*, Vol. 39, No. 2, pp. 299-313.
- Polkovnichenko V. (2005). Household portfolio diversification: a case for rank-dependent preferences. *Review of Financial Studies*, Vol. 18, No. 4, pp. 1467-1502.
- Ponce A., Seira E., Zamarripa G. (2017). Borrowing on the wrong credit card? Evidence from Mexico. *American Economic Review*, Vol. 107, No. 4, pp. 1335-1361.
- Puri M., Robinson D. T. (2007). Optimism and economic choice. *Journal of Financial Economics*, Vol. 86, No. 1, pp. 71-99.
- Rhee N., Boivie I. (2015). The continuing retirement savings crisis. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2785723>.
- Roussanov N. (2010). Diversification and its discontents: idiosyncratic and entrepreneurial risk in the quest for social status. *Journal of Finance*, Vol. 65, No. 5, pp. 1755-1788.
- Ru H., Schoar A. (2016). Do credit card companies screen for behavioral biases? Working Paper, No. w22360, NBER. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2797954>.
- Seasholes M. S., Zhu N. (2010). Individual investors and local bias. *Journal of Finance*, Vol. 65, No. 5, pp. 1987-2010.
- Soll J. B., Keeney R. L., Larrick R. P. (2013). Consumer misunderstanding of credit card use, payments, and debt: causes and solutions. *Journal of Public Policy & Marketing*, Vol. 32, No. 1, pp. 66-81.

- Stango V., Zinman J. (2009a). Exponential growth bias and household finance. *Journal of Finance*, Vol. 64, No. 6, pp. 2807-2849.
- Stango V., Zinman J. (2009b). What do consumers really pay on their checking and credit card accounts? Explicit, implicit, and avoidable costs. *American Economic Review*, Vol. 99, No. 2, pp. 424-429.
- Stango V., Zinman J. (2016). Borrowing high versus borrowing higher: price dispersion and shopping behavior in the US credit card market. *Review of Financial Studies*, Vol. 29, No. 4, pp. 979-1006.
- Tufano P. (2009). Consumer finance. *Annual Review of Financial Economics*, Vol. 1, No. 1, pp. 227-247.
- Valletta M., Zocchi P. (2009). I risparmiatori e le banche. XVI Rapporto sul risparmio e sui risparmiatori in Italia BNL/Centro Einaudi. Unpublished manuscript.
- Van Horne J. C., Blume M. E., Friend I. (1975). The asset structure of individual portfolios and some implications for utility functions. *Journal of Finance*, Vol. 30, No. 2, pp. 585-603.
- Van Nieuwerburgh S., Veldkamp L. (2010). Information acquisition and underdiversification. *Review of Economic Studies*, Vol. 77, No. 2, pp. 779-805.
- Van Rooij M., Lusardi A., Alessie R. (2011). Financial literacy and stock market participation. *Journal of Financial Economics*, Vol. 101, No. 2, pp. 449-472.
- Vieira K. M., de Oliveira M. O. R., Kunkel F. I. R. (2016). The credit card use and debt: is there a trade-off between compulsive buying and ill-being perception? *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 10, pp. 75-87.
- Vissing-Jorgensen A. (2003). Perspectives on behavioral finance: does "irrationality" disappear with wealth? Evidence from Expectations and Actions. *NBER macroeconomics Annual*, Vol. 18, pp. 139-194.
- Weber J., Meyer S., Loos B., Hackethal A. (2014). Which investment behaviors really matter for individual investors. Available at: <https://www.scribd.com/document/207047989/SSRN-id2381435>.
- WEF, World Economic Forum (2017). We'll Live to 100. How can we afford it? World Economic Forum White Paper. Available at: <https://www.weforum.org/whitepapers/we-ll-live-to-100-how-can-weafford-it>.
- Zinman J. (2010). Restricting consumer credit access: household survey evidence on effects around the Oregon rate cap. *Journal of banking & Finance*, Vol. 34, No. 3, pp. 546-556.
- Zinman J. (2014). Consumer credit: too much or too little (or just right)? *Journal of Legal Studies*, Vol. 43, No. S2, pp. S209-S237.
- Zinman J. (2015). Household debt: facts, puzzles, theories, and policies. *Annual Review of Economics*, Vol. 7, No. 1, pp. 251-276.
- Zinman J., Zitzewitz E. (2016). Wintertime for deceptive advertising? *American Economic Journal: Applied Economics*, Vol. 8, No. 1, pp. 177-192.
- Zocchi P. (2013). Why do Italian households prefer adjustable rate mortgages? *Journal of European Real Estate Research*, Vol. 6, No. 1, pp. 90-110.