

MNB Füzetek

2000/3

Valkovszky Sándor:

A MAGYAR LAKÁSPIAC HELYZETE[♣]

2000. január

[♣] Ez úton is köszönöm Vincze János, Simon András, Kerekes Ágnes és Csajbók Attila segítségét és hasznos észrevételeit.

ISSN 1219 9575

ISBN 963 9057 57 6

Online ISSN: 1585 5597

Valkovszky Sándor: munkatárs, Közgazdasági és kutatási főosztály, Modellezési osztály
E-mail: valkovszkys@mnb.hu

E kiadványsorozat a Magyar Nemzeti Bankban készült elemző és kutató munkák eredményeit tartalmazza, és célja, hogy az olvasókat olyan észrevételekre ösztönözze, melyeket a szerzők felhasználhatnak további kutatásaikban. Az elemzések a szerzők véleményét tükrözik, s nem feltétlenül esnek egybe az MNB hivatalos véleményével.

Magyar Nemzeti Bank
1850 Budapest
Szabadság tér 8-9.
<http://www.mnb.hu>

Tartalom

ÖSSZEFOGLALÁS.....	3
I. BEVEZETÉS	4
II. LAKÁSPIAC HELYZETE	5
AZ ÁLLAMI LAKÁSTÁMOGATÁSI RENDSZER.....	9
NEMZETKÖZI KITEKINTÉS	11
A LAKÁSPOLITIKA, MINT A KONJUNKTÚRA SZABÁLYOZÁS ESZKÖZE	13
AZ ÉPÍTÉSI TÁMOGATÁS	15
A LAKÁSPOLITIKA REFORMJÁNAK ÉRTÉKELÉSE	18
A LAKHATÁSRA FORDÍTOTT JÖVEDELEM.....	20
III. LAKÁSHITELEZÉS.....	24
ÁLTALÁNOS ELVEK.....	24
ÉPÍTÉSI VS. LAKÁSVÁSÁRLÁSI KÖLCSÖN	27
A JELZÁLOGHITELEK KONDÍCIÓI.....	28
A JELZÁLOG INTÉZMÉNYRENDSZERE	31
A BIZALMATLANSÁG KÉRDÉSE.....	33
IV. BOOMOK ÉS ÖSSZEOMLÁSOK.....	34
AZ AKTÍVAÁR BUBORÉK	34
AZ IRRACIONALITÁS KÖLTSÉGEI.....	36
MILYEN POTENCIÁLIS VESZÉLYEKET HORDOZ A JELZÁLOGHITELEZÉS BEINDULÁSA	38
V. KONKLÚZIÓ.....	42
I. FÜGGELÉK	45
II. FÜGGELÉK.....	48

Összefoglalás

A dolgozat első része a lakás szektor sajátosságait vizsgálja, ezen belül is főként a hazai lakáspiaci helyzetet tanulmányozom. Igyekszem megkülönböztetni az aktív állami szerepvállalás szociál- és gazdaságpolitikai aspektusát, s ezen elhatárolás fényében elemzem a honi lakástámogatási rendszert, illetőleg annak reformját.

A második fejezetben a lakáshitelezés intézményrendszerét vizsgálva igyekszem magyarázatot adni a jelzáloghitelezési tevékenység hazánkban tapasztalható meglepően alacsony volumenére.

A tanulmány harmadik része a hosszabb távú folyamatokat, illetőleg ennek kapcsán az ingatlanpiac vonatkozásában (is) megkerülhetetlen ciklikus fellendülés-összeomlás (*booms and busts*) paradigmát elemzi. A nemzetközi tapasztalatok tükrében valószínűsíthető, hogy az ingatlanárak – legalább is hosszabb távon – nálunk sem csupán emelkedni képesek. Egy esetleges komolyabb korrekció lehetősége mindazonáltal – legalább is a dolgok jelenlegi állása szerint – nem veszélyezteti a pénzügyi rendszer stabilitását.

I. Bevezetés

Az ingatlan, ezen belül is a lakóingatlan állomány a nemzeti vagyon meghatározó részét képezi. Az ingatlanárak, illetőleg a bérleti díjak alakulása következképpen központi szerepet játszik a lakosság portfólió és beruházási döntéseiben. Az ingatlanhitelek állománya rendkívül fontos elemét képezheti a monetáris transzmissziós mechanizmusnak. Másrészt az ingatlanpiac összeomlása a pénzügyi rendszer stabilitását veszélyeztetheti, s ezért is lényeges a jegybank számára az ingatlanpiaci folyamatok figyelemmel kísérése.

Magyarországon mindmáig gyakorlatilag nem működik az ingatlanhitelezés, bár e téren a közeljövőben áttörés várható. Nemzetközi tapasztalatok azt mutatják, hogy a jelzáloghitelezés felfutása jelentős és viszonylag tartós ingatlanpiaci áremelkedést, majd némi késéssel fogyasztási *boomot* indukál. Minthogy a jelzálog intézményének – kormányzati szinten – célba vett megreformálása, illetőleg a lakástámogatási rendszer jelzáloghitel-kamat támogatássá történő átalakítása *de facto* rokonítható a nyugat-Európa számos országában a '80-as évek során lejátszódott pénzügyi liberalizációval, így az ottani tapasztalatok valószínűleg hasznos tanulságokat tartogatnak számunkra.

A dolgozat három elkülönülő részre bomlik. A II. fejezet a hazai lakáspiac helyzetét mutatja be, a III. fejezet az ingatlanhitelezés sajátosságait elemzi, a IV. fejezet pedig a piaci „*buborékok*” kialakulásának lehetőségével, illetve hatásaival foglalkozik. Az V. fejezetben összefoglalásra kerülnek a korábbiakban szétszóródott gondolatok.

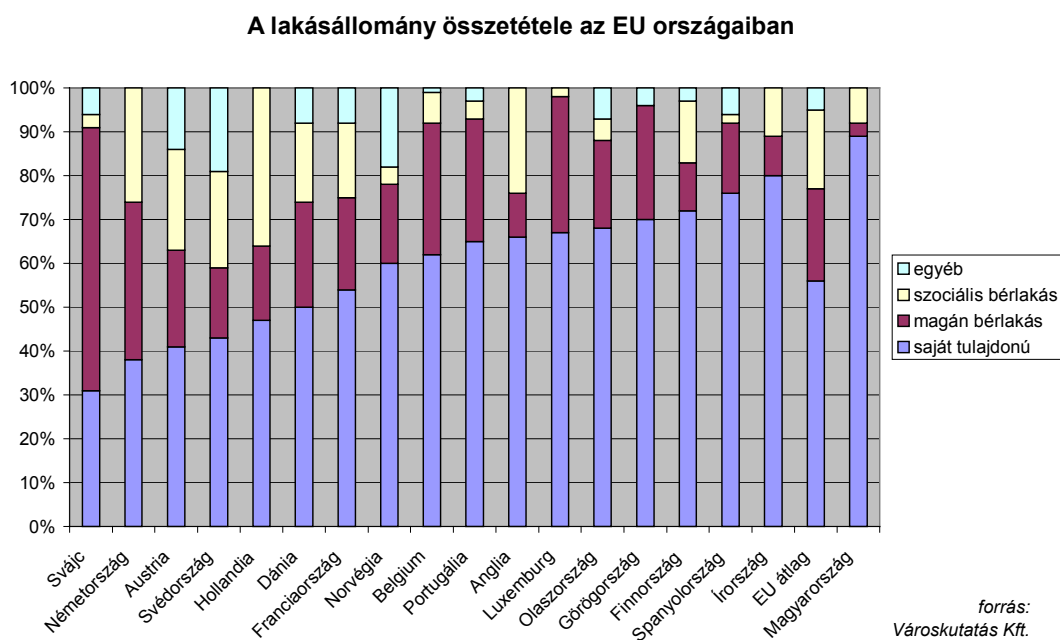
Az írás aktualitását az adhatja, hogy a hazai lakáspiacon az utóbbi évben lezajlott események, illetve az ingatlanhitelezés várható felfutása – legalább is a szerző véleménye szerint – az ingatlanárak *túllövésével* történő igazodását vetítik előre, s ezen lehetőség tanulmányozásával úgy tűnik ez ideig kevesen foglalkoztak.

II. Lakáspiac helyzete

A magyar lakáspiac egyik meghatározó jellegzetessége, hogy az emberek tipikusan tulajdonosai az általuk lakott ingatlanoknak. A saját tulajdonú lakások súlyát jellemző *home-ownership rate* a fejlett piacgazdaságokban – a második világháborút követő töretlen emelkedés ellenére is – legfeljebb csak 60-70% között van. Nálunk a KSH nem számol ilyen jellegű mutatót, viszont a kvalitatív összehasonlításra alkalmas lehet a lakások tulajdonszerkezet szerinti megoszlása.

lakásállomány (ezer):	3 767	
tulajdonos lakja	3 366	89.4%
bérlakás	399	10.6%
<i>magántulajdonú bérlakás:</i>	<i>114</i>	<i>3.0%</i>
<i>állami és egyéb tulajdonú:</i>	<i>285</i>	<i>7.6%</i>

(1996. április; forrás: KSH)



I. ábra

Ráadásul az állami (önkormányzati) tulajdonú bérlakások kvázi tulajdonosi struktúrát rejtenek, ugyanis ezek bérleti joga napjainkra gyakorlatilag korlátozásmentesen

forgalomképes, sőt bizonyos területeken (pl. a Budai vár) az örökölhetőség kérdése is időről időre napirendre kerül. Ebben a rendszerben a lakások kiutalása szociális alapon történik – azaz inkább csak történnék, hiszen az önkormányzatoknak nem áll rendelkezésükre megfelelő szabad lakásállomány – a mindenkori szociális helyzet a későbbiekben azonban már nem kerül felülvizsgálatra, így a jellemzően rossz minőséghez képest is rendkívül alacsony bérleti díj¹ szerzett joggá válik. Az önkormányzatok kezét megköti a rossz szociális helyzetben lévők tömege, valamint az ő érdekeiket védő jogi szabályozás, így ebben a szegmensben a lakbérek közelítése a piaci szinthez gyakorlatilag megvalósíthatatlan.

A piaci jellegű bérlakások rendkívül alacsony, mindössze 3 százalékos aránya azért valószínűleg alulbecsült, hiszen a mindennapi tapasztalatok alapján a magánszemélyek által bérbe adott lakások jelentős része – adóelkerülési céltól vezéreltetve – nem kerül bejelentésre, s kérdéses, hogy a statisztika ezt a torzítást miképpen képes kezelni.

A lakásállomány kevésbé terhelt, amit elsősorban a bankrendszer jelzáloghitel nyújtással kapcsolatos nehézségei magyaráznak. Véleményem szerint a monetáris politikának számolnia kell azzal, hogy a jelzálog intézményének megerősödésével a lakosság széles rétegei számára drasztikusan javulnak a hitelhez jutás feltételei, ami a lakossági megtakarítások csökkenését vonhatja maga után. Ezt a lehetőséget minden bizonnyal a kereskedelmi bankok is mérlegelik, legalább is erre utal az OTP új keletű konstrukciója, amely révén jelzálog fedezet mellett – az ingatlan értékének 50%-a erejéig – általános célú hitel kapható.

A magyar lakásállománnyal kapcsolatban gyakorta megfogalmazódik az a nézet, hogy az a gazdaság teljesítőképességéhez mérten túlzottan nagy.²

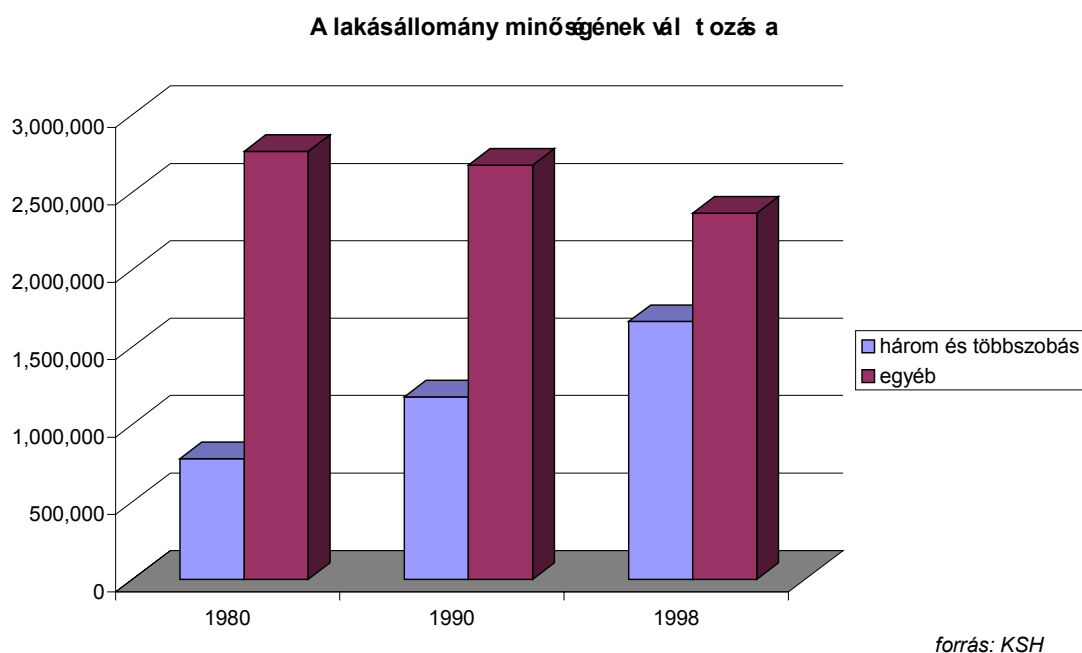
	1970	1980	1990	1996
lakásállomány (ezer)	3122	3542	3853	3991
száz lakásra jutó lakos	318	292	263	250
száz lakásra jutó háztartás	108	105	101	97
száz szobára jutó lakos	193	146	110	104

forrás: KSH

¹ A KSH adatai szerint 1997-ben a legjobb állapotú (összkomfortos) önkormányzati lakások átlagos bérleti díja országos átlagban havi 55 Ft/m² volt (Budapesten 65 Ft/m²). Összehasonlításképpen, az abban az évben értékesített önkormányzati lakások becsült forgalmi értéke 33 500 Ft/m² (39 100 Ft/m²) volt. Az ökölszabály szerint a bérleti díjnak nagyjából a forgalmi érték egy százaléka körül kellene alakulnia. E szerint tehát az önkormányzatok által szedett lakbér a „reális” érték hatodát sem éri el.

² Lásd Hegedüs-Várhegyi (1999) ill. Hegedüs-Zsámboki (1998)

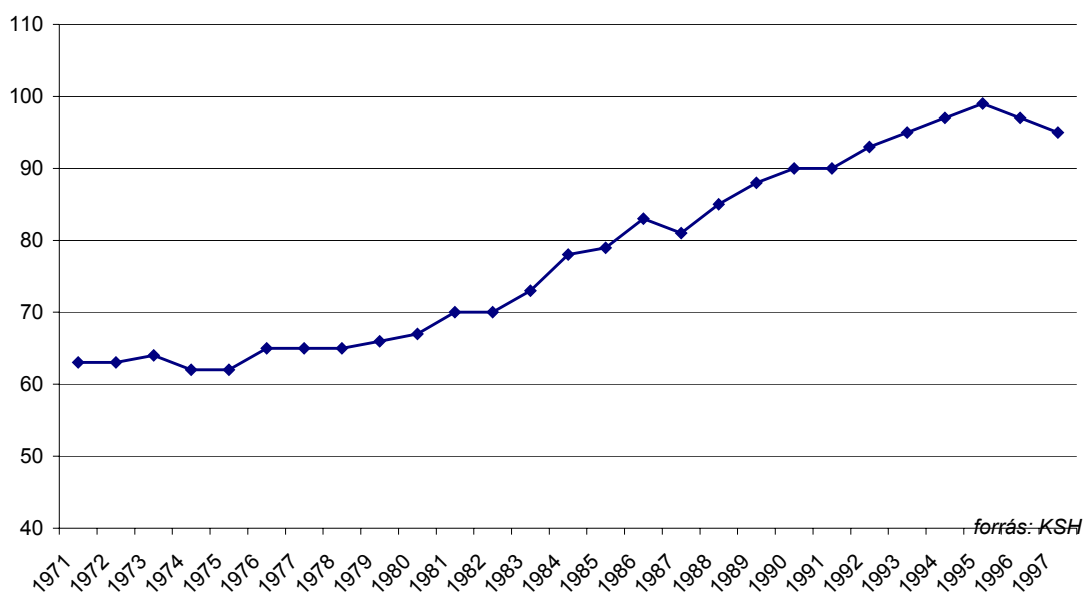
A helyzetet azonban mindenképpen árnyalja, hogy a meglevő ingatlanok jelentős hányada rossz minőségű, illetve rossz adottságú. A szocialista érában ugyanis rendre a rövidtávon „*takarékos*” technológiákkal építkeztek, a tanácsi kezelésű ingatlanok állaga pedig a megfelelő felújítások elmaradása révén meglehetősen leromlott. A lakásállomány elhibázott struktúrája egyrészt következik abból, hogy a háborút követően számos nagy értékű ingatlant megosztottak, azaz kisebb lakásokat alakítottak ki belőlük, s ez a tulajdonviszonyok privatizációt követő megmerevedésével ma már csak meglehetősen költséges módon reparálható; másrészt pedig az államilag épített lakások az akkori gazdasági lehetőségek, valamint az akut (lakás)hiányhelyzet körülményei között meglehetősen kicsik (30-65 m²), márpedig a vagyonosabb (közép)rétegek kialakulásával, illetőleg az életszínvonal emelkedésével egyre nagyobb igény mutatkozik a családi házak, valamint a nagyobb, úgymond „polgári” lakások iránt.



II. ábra

Mínt hogy a meglevő ingatlanok jelentős része még évtizedekig állni fog, így az inadekvát struktúrából következőleg a kisebb, valamint a rosszabb minőségű – pl. lakótelepi – lakások hosszabb távon valószínűleg relatíve le kell értékelődjenek. A jelzáloghitelezés beindulása révén a likviditási korlát esetleges lazulása egyébként alighanem ugyanezt, az értékesebb (nagyobb, jobb fekvésű, igényesebb kivitelű) ingatlanok relatív felértékelődésével járó tendenciát erősíti.

Az újonnan épített lakások átlagos alapterülete



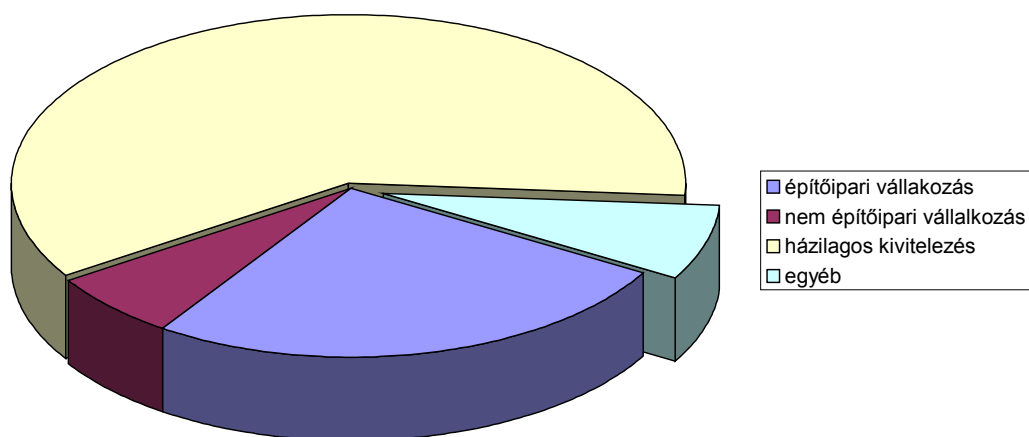
III. ábra

A lakásprivatizáció, illetőleg a rendszerváltást kísérő vagyoni átrendeződés és differenciálódás következményeképpen az ingatlanok tulajdonosi szerkezete valószínűleg mind a mai napig jelentős feszültségeket rejt. Ez különösen a társasházak esetében jelent gondot, ahol is a közös beruházások kemény korlátja a legrosszabb anyagi körülmények között élő lakó(k) mindenkori pénzügyi helyzete. A tulajdoni viszonyok átrendeződését nyilvánvalóan gátolja a likviditási korlát, valamint az inflációt figyelmen kívül hagyó adórendszer révén a tranzakciókat terhelő magas állami elvonási hányad.³

Érdekes rendszer-specifikum, hogy az adott (késő-szocialista) gazdasági érában a magánereből megvalósuló építkezések jellemzően szervezetlenül, nagyrészt „kalákában” folytak. Egy fejlett társadalomban a specializálódás révén elérhető hatékonyságnövekmény az építkezésre szakosodott cégektől történő, „kulcsrakész” lakás vásárlásnak kedvez, ami így, mint azt a nyugati tapasztalatok egyértelműen mutatják, az ingatlanfejlesztés domináns formájává válik. Nálunk, bár erre a gazdasági liberalizáció eredményeképpen, illetőleg a megfelelő tőkekoncentráció révén napjainkban már megvan minden lehetőség, még mindig jelentős a saját szervezésben történő építkezés.

³ Ingatlan értékesítésekor az eladási illetve a szerzőskori érték különbözetét, amely mögött egészen a közelmúltig csupán inflációs ártértekkel húzódtott meg, a személyi jövedelemtől elkülönült, egységesen 20% jövedelemadó terheli. Az így számított jövedelem a szerzés idejétől függően csökkenthető, továbbá nem kell megfizetni az adót az ingatlan vásárlására/építésére fordított jövedelem után. A néhai tanácsai (önkormányzati) lakásokat korábban szinte jelképes összegért megvásárlók azonban, még így is jelentős adót kénytelenek fizetni, amennyiben lényegesen olcsóbb lakásba kívánnának költözni.

Újonnan épült lakások kivitelezők szerinti megoszlása 1997-ben



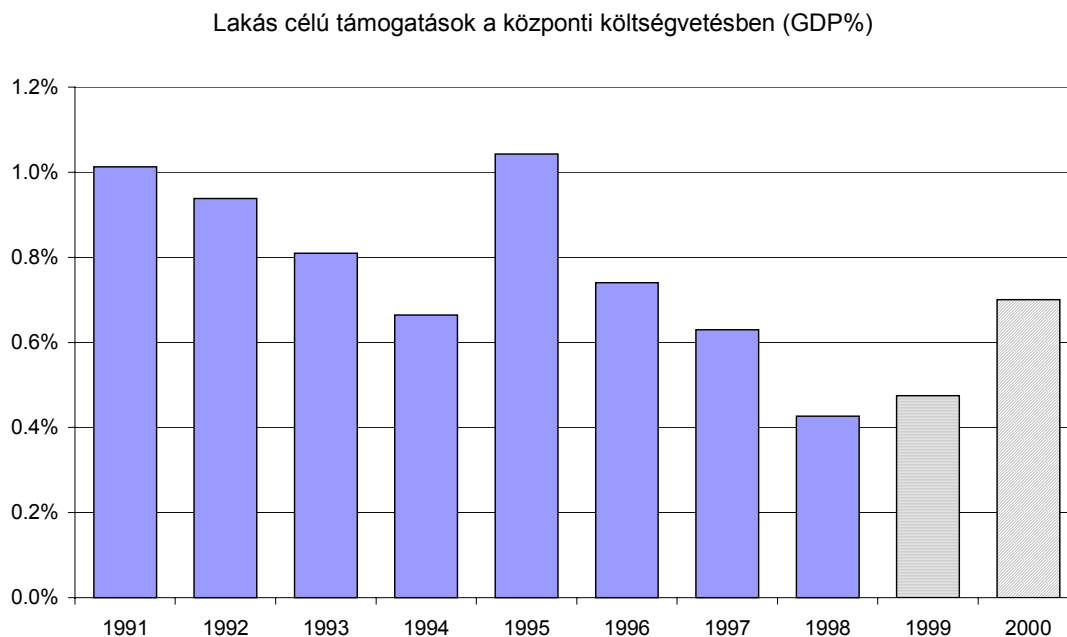
forrás: KSH

IV. ábra

Ennek legfőbb oka ma már valószínűleg az adórendszerben keresendő, hiszen a szürkegazdaság – vagyis a forgalmi adó és a munkaerőt terhelő járulékok kikerülésének – költségelőnye csupán egy bizonyos mérethatár, illetőleg szervezetségi szint alatt érvényesíthető.

Az állami lakástámogatási rendszer

Az ingatlanpiacon valószínűleg meghatározó az állami lakástámogatási rendszer szerepe. Ebbe a körbe nem csupán a közvetlen központi, illetve önkormányzati támogatások tartoznak, de közgazdasági szempontból ide számítandók a szektornak a szürke/feketegazdaság által átlagon jóval felüli arányban uralt részében megtakarításra kerülő közterhek is. Ez utóbbi tényező azért fontos, mert ha a kormány – az új lakástámogatási koncepció keretében – a (direkt) támogatások növelése mellett a közterhek hatékonyabb behajtását biztosító intézkedéseket is hoz, úgy a támogatás mértéke nettó értelemben akár csökkenhet is.



V. ábra

A modern jóléti állam feladatának tekinti az („önhibájukon kívül”) hátrányos helyzetűek megfelelő támogatását, amiben nyilvánvalóan benne foglaltatik valamiféle – az adott gazdaság fejlettségének függvényében megállapított – „*minimális*” lakhatási körülmény biztosítása. E dolgozat keretei között nem foglalkozunk azzal az – amúgy közgazdasági szempontból (is) meglehetősen érdekes – problémakörrel, hogy a politikai szféra szociális alapon kiknek, s milyen szintű lakhatást kíván biztosítani, arra azonban mindenképpen fel kell hívni a figyelmet, hogy a rászorultak lakás(tulajdon)hoz jutását támogatni meglehetősen rossz hatékonyságú szociálpolitikát eredményez.

A piacgazdaság viszonyai között ugyanis nem lehet célravezető jelentős értékű, jól működő piaccal rendelkező vagyonelemeket – rászorultsági alapon – *ingyen* osztogatni, hiszen ilyen esetben a piac szerepét a keresleti oldal korlátozásában valamely külső, jellemzően adminisztratív szabályozással kell pótolni, amelynek allokációs hatékonysága jellemzően messze alatta marad a piaci mechanizmusénak. Márpedig a megfelelő önerő megkövetelése éppen a (leginkább) rászorulókat zárja ki a támogatásból.

Minthogy pedig a lakóingatlanoknak a folyó jövedelmekhez viszonyított értéke magas, így a lakásszerzéshez nyújtott – érdemleges – támogatás (kedvezőtlen) jövedelmi helyzethez történő kötése rendkívül rossz érdekeltségi rendszert eredményez, hiszen ekkor a támogatottak szintjére való „*lecsúszással*” a munkajövedelmekhez képest kiugróan magas nyereség érhető el.

Nyilvánvaló tehát, hogy egy a társadalmi egyenlőtlenség csökkentésére hivatott, a rászorultság elvén működő szociálpolitikának nem lehet hatékony eszköze a lakás *tulajdonhoz* jutás állami szubvencionálása. Amennyiben a lakáspolitikai célja a rossz körülmények között élők, vagyis a leginkább rászorulóknak (lakás)helyzetének javítása, akkor ennek eszköze csakis a **lakhatás** támogatása lehet. Ez utóbbi valósítható meg például az (önkormányzati) szociális bérlakások építésének illetve fenntartásának támogatása útján, s felmerül akár egy versenysemleges lakbér-támogatási – azaz a rászorulókat célzott jövedelemkiegészítésben/adókedvezményben részesítő – rendszer lehetősége is.

A lakás szerzéshez nyújtott állami dotációs programok egyértelműen a középrétegeket célozzák meg, s minden valószínűség szerint hosszabb távon növelik a társadalom vagyoni differenciáltságát.

Nemzetközi kitekintés

Az állami beavatkozás a szociális-, illetve társadalompolitikai célokon túlmenően, tisztán közgazdasági alapon is indokolható ha (és amennyiben) ezáltal – a megfelelő intézményrendszer létrehozása révén – valamely „*piackudar*” nyer orvoslást. Gyakorta hangoztatott érv, hogy a hosszú távú, stabil feltételrendszerű, hatékony lakásfinanszírozáshoz – a működőképes jelzálogjog biztosításán túlmenően is – nélkülözhetetlen az aktív állami szerepvállalás, mivel a szükséges hosszú távú forrás piaci alapon nem biztosítható.

Napjainkra a „*piackonform*” állami beavatkozás három modellje különböztethető meg.⁴

A német lakástakarék rendszer (*Bausparkassen*) igyekszik szeparálni a lakáshitel piacot a pénzügyi rendszer többi területétől. Ebben a konstrukcióban a kölcsönként kiutalható összeg a rendszerben felhalmozott előzetes megtakarítás függvényében határozódik meg. A lakáshitel kiutalások fedezetét – az állami támogatáson túlmenően – kizárólag a korábbi kölcsönök törlesztése és az új betétek jelentik, vagyis a rendszer gyakorlatilag zárt. Minthogy a betéti- és a hitelkamatszint rögzített, egy ilyen rendszer nyilvánvalóan csak stabil pénzügyi viszonyok között lehet működőképes⁵, hiszen változó

⁴ A lakástámogatási rendszerek ezen kategóriái Csilléry-Gubó-Vincze (1999)-ből származik.

⁵ Ebből a szempontból aligha véletlen, hogy ez a fajta rendszer éppen Németországban és a hozzá monetárisan (is) igen szorosan kapcsolódó Ausztriában lehet eredményes.

kamatszint ill. kamatvárákozások mellett a betétek folyamatos elhelyezése csak jelentős külső (=költségvetési) kiegyenlítés mellett lehetséges. Bár ez a fajta intézmény elvileg – legalább is hosszabb idő átlagában – költségvetési szubvenció nélkül is működhet, a gyakorlatban ezek a rendszerek is a lakásszektor állami dotációjának eszközeként szolgálnak. Hazánkban 1997-ben egy ilyen jellegű intézményrendszer került bevezetésre.⁶

A specializált, államilag dotált lakáshitelezési rendszer második formája a francia modell, amelyben a betéti kamatok az állami kamatprémium hatására versenyképesek más megtakarítási formákkal. Ez a rendszer nyitott, vagyis garantált a takarékoskodási időszakot követő azonnali hitelfelvételi lehetőség. Ez természetesen csak úgy lehetséges, hogy a megtakarítók egy része nem is kíván hitelhez jutni, s a takarékbetétben csupán megtakarítási eszközt lát. A rendszer fajlagosan magasabb állami szubvenciót igényel, ugyanakkor rugalmasabban képes követni a pénzpiacon bekövetkező változásokat.

A harmadik, amerikai típusú megoldás a jelzáloghitel intézmények állami támogatással történő kialakítása, illetve állami garanciával történő ellátása. Ebben a modellben a kormányzat a megfelelő hosszú távú források biztosításával a lejárat transzformációt vállalja át – legalább is bizonyos mértékben – a privát szektortól.⁷

Az Egyesült Államokban a jelzáloghitelezés nagymértékben sztenderdizált, azaz a hatékony jelzálog-értékesítés lehetőségén túl a fedezetek értékelésének rendszere is erősen szabványosított és központilag hatékonyan szabályozott. Ennek következtében a jelzálog-követelések igen biztonságosak, s így kellőképpen likvid másodlagos piacuk van.⁸ A Földhitel- és Jelzálogbank (FHB) megalapításakor nyilvánvalóan az amerikai modell lebegett a törvényhozók szeme előtt⁹. A kormányzat új lakáspolitikai koncepciójában szereplő, a preferált kör tagjai számára (egy bizonyos értékhatárig) fix kamattámogatást kilátásba helyező tervezet is ezzel a modellel rokonítható. A szociális

⁶ A lakástakarékpénztárak működésével kapcsolatban lásd Csilléry-Gubó-Vincze (1999).

⁷ A modern pénzügyi rendszerrel kapcsolatban felmerülő egyik legfontosabb kérdés sarkosan úgy fogalmazható meg, hogy vajon a kamat- és árfolyamkockázatok kezelésére kialakult technikák valóban képesek-e a korábbiaknál minőségileg jobb kockázat allokációra, vagy „csupán” a fedezettség illúzióját ébresztik a résztvevőkben. Ezen modell mellett érvelés implicite feltételezi, hogy a jelen intézményi viszonyok mellett a privát bankrendszer *egésze* nem képes a lejárat transzformáció társadalmi szempontból hatékony szintjének biztosítására, így szükség van az állam explicit szerepvállalására.

⁸ A jelzáloghitelt kihelyező intézmény (*mortgage-banker*) a jelzálog-levelet továbbértékesíti, s azok több kézen is átkerülve, végső soron nemritkán állami garanciával ellátva landolnak valamely befektető portfóliójában. Jellemző, hogy a legnagyobb *underwriter* intézmény, a Fannie Mae gyakorlatilag az államkincstárral azonos kondíciókkal képes forrást szerezni.

⁹ Kérdéses persze, hogy egy ilyen intézmény létrehozása önmagában elegendő-e az angolszász típusú (hatékony) jelzálog-értékpapír piac kialakulásához.

szempontok explicit érvényesítése egyébként a mintául szolgáló amerikai intézmények (pl. Fannie Mae) által kínált konstrukciókban is tetten érhető.¹⁰

Az állami beavatkozás célja a megfelelő stabil kondíciójú, hosszú távú források biztosításán túl, gyakorta bizonyos – szociális alapon, nemritkán éppen a lakáskörülmények alapján kiválasztott – célcsoportok költségvetési jövedelem/vagyon transzferben történő részesítése. Míg az előbbi funkció szociális szempontból semleges, ez utóbbi nyilvánvalóan társadalompolitikai célok által vezérelt. A kétféle szempont persze a gyakorlatban együtt van jelen, s elkülönítésük még a deklarált lakáspolitikai célok vonatkozásában is meglehetősen nehéz. A fenti modellek alapján kialakított tényleges konstrukciók könnyedén kiegészíthetők olyan – pl. a kölcsönt felvevők körére, a szerződéses- és a kölcsönösszeg, illetve az állami támogatás maximális értékére vonatkozó – szabályokkal, amelyek révén szociális célok (is) megvalósíthatók. A redisztributív funkciók illetén, többé-kevésbé piackonform, s gyakran viszonylag kevésbé diszkriminatív formája mind hatékonysági szempontból, mind pedig politikai szempontból kedvező. Nem szabad azonban megfeledkeznünk arról, hogy az állami támogatás szükségszerűen mindig *újraelosztást* jelent, s hogy hatékonyan csupán egy jól körülhatárolható, s megfelelően szűk kör részesíthető előnyben.¹¹

A lakáspolitikai, mint a konjunktúra szabályozás eszköze

Az aktív állami szerepvállalásnak van egy igen fontos gazdaságpolitikai aspektusa is: alkalmas a gazdasági konjunktúra befolyásolására. Jelen dolgozat a (neo-) keynesianizmus körüli vitákhoz sem kíván hozzászólni, így egyszerűen adottságnak veszem az aktív fiskális politika iránti igényt, s az alábbiakban a lakástámogatási rendszerek, mint aktív gazdaságösztönző eszközök hatékonyságát vizsgálom. Természetesen tudatában vagyok annak, hogy a megfelelő gazdaságpolitikai eszköztár megválasztása nem kizárólag az egyes eszközök hatékonysága alapján történik, hiszen a választás inherens módon politikai kérdés. (Nyilvánvalóan egészen más a társadalmi/politikai hatása, ha a GDP gyarapodását a – középrétegeknek kedvezve – a

¹⁰ Vö: *Fannie Mae Community Home Buyer's Program* ill. a *Fannie '97* programok, amelyek kifejezetten az alacsony jövedelműek számára fenntartott konstrukciók. (lásd. *HomePath Glossary on Mortgage Market*)

¹¹ Erre a korlátra hívja fel a figyelmet a beharangozott új lakáspolitikai koncepció által keltett várakozásokkal kapcsolatban Iványi (1999).

lakástámogatások növelésével ösztönözzük, mintha ugyanezt mondjuk nyugdíjemeléssel, a belföldi fogyasztás serkentése révén kívánjuk elérni.)

A lakástámogatásra fordított költségvetési pénzt a magánszféra részéről további, a szektorba vándorló forrás követi, bár az ebből adódó, a (primer)keresletre vonatkozó multiplikatív hatás koránt sem akkora, mint arra a „*sajátrész*” alapján (hibásan!) következtetnénk¹². Nem szabad ugyanis megfeledkeznünk egyrészt a helyettesítési hatásról (az ingatlanfejlesztés növekménye részben az egyéb fogyasztás csökkenése révén finanszírozódik), másrészt pedig arról a kézenfekvő tényről, hogy a beruházások többsége – legalább is részben – az állami szubvenció nélkül is megvalósulna, s így a támogatásnak csak a ténylegesen a támogatás által indukált – nyilvánvalóan rendkívül nehezen számszerűsíthető – ingatlanberuházás-növekményt szabad megfeleltetni.

A Keynes-féle gondolatkörben mozogva is ésszerűnek tűnik feltételezni, hogy a (megfelelően hatékony) állami beavatkozás képes csökkenteni, ideális esetben megszüntetni -- *horribile dictu* túlkompenzálni – a makrogazdasági kereslethiányt. Következésképpen az örökkön örökké történő élénkítés a dinamikus inkonzisztencia csapdáját rejti. A konjunkturális simítás eszközeivel szemben tehát alapvető követelmény, hogy azok a ciklus ellentétes oldalán – a mindenkori fázis meghatározásának nehézségeitől e helyütt tekintsünk el – visszafordíthatók legyenek. Ebből a szempontból előnyösek az egyszeri programok, hiszen azok automatikusan lecsengenek, s nem túl szerencsések az „*örökre szóló*” – pontosabban: határozatlan időre meghirdetett – (támogatási)rendszerek, mert ezek leépítése politikailag mindig is kényes. A különféle lakásprogramok tipikusan ez utóbbi kategóriába tartoznak, bár megfelelő esetben – pl. inflatorikus környezetben nominálisan rögzített irányszámok esetén – lehet mód „*fájdalommentes*” korrekcióra.

Ugyancsak a politikával történő interferencia alapján nem tűnik célszerűnek, ha a konjunkturális eszköz más (pl. szociális, társadalompolitikai) célt is szolgál, hiszen minimális a valószínűsége annak, hogy a „*másodlagos*” célok alapfolyamatai (szociális, demográfiai stb. helyzet alakulása) a jövőben a gazdasági ciklussal összhangban fognak változni. Ha tehát a lakástámogatási rendszert a konjunktúra befolyásolására kívánjuk

¹² Gyakran hangoztatott érv, hogy 1 Ft költségvetési pénz X Ft ($X \gg 1$, tetszőleges) beruházást von maga után. A mindenkori X megítélésénél – ideális esetben: számításakor – érdemes végiggondolni a fent következő két szempontot.

használni, úgy a későbbi érdekütközések – s a támogatás „*beragadásának*” – elkerülése végett ésszerű indiszkriminatív, normatív megoldásokat keresni.

Az sem közömbös kérdés, hogy a gazdaság esetleges „*finomhangolása*” a támogatási rendszer feltételeinek időről időre történő módosítása révén, vagy pedig a megfelelően rugalmasan kialakított feltételrendszer keretei között megmaradva történik-e. E tekintetben kedvezőnek mondható például a *Bausparkasse*-modell, amelyben a rendszer bizonytalansága explicit formában – hogy ugyanis nem tudható előre, a megtakarítási időszakot követően mennyi idő múlva vehető igénybe a hitel –, viszonylag közérthető módon jelenik meg. Egy ilyen megoldás hosszabb távon feltétlenül hitelesebb, s összességében valószínűleg kiszámíthatóbb, mint egy olyan rendszer, amelynek kondícióit évente újraszabják.

A lakáshoz jutás támogatása elsősorban az építőiparral szemben megnyilvánuló kereslet növekedése – új lakások kialakítása, illetve a meglevő lakásállomány fokozódó ütemű felújítása – révén élénkíti a gazdaságot. Vagyis nem csupán növeli az aggregált keresletet, de annak összetételét is módosítja. A szektorból az átlagosnál alacsonyabb arányban befolyó *effektív közterhek* (lásd ÁFA csalás, feketemunka stb.) révén az építőipari ösztönzése a költségvetés pozícióját *relatív* rontja. Összességében persze a gazdaságélénkítés ezen módja is növeli a költségvetési bevételeket, vagyis a vázolt hatás csupán *relatív értelemben*, azaz tulajdonképpen az alternatívaként számba jövő gazdaságélénkítő eszközökkel történő összevetésben érdekes (illetőleg érvényes).

Amennyiben a kormányzat célfüggvényében nem (csupán) a GDP, de a GNP (is) szerepel, úgy az sem közömbös szempont, hogy a lakásépítési illetve felújítási tevékenység eredményében meghatározó részt képvisel a hazai kis és közepes vállalkozások által hozzáadott érték.¹³

Az építési támogatás

A magyar lakáspolitikai eminens sajátossága, hogy a (támogatott) lakásépítési hitel, illetve a támogatotti kört egyösszegű juttatásban részesítő *lakáspolitikai kedvezmény* (közismert nevén: *szocpol*) csak akkor jár, ha annak felhasználásával a kedvezményezett

¹³ Nem véletlen, hogy a kis- és közepes vállalkozások támogatása explicite szerepel a kormány gazdaságpolitikai programjában.

új lakást épít.¹⁴ Ez a feltétel – a fiktív, korlátozás nélküli (alap)esethez viszonyítva – torzítja az ingatlanpiacot, amennyiben mérsékli a már meglevő lakások iránti keresletet, s így csökkenti a másodpiaci árakat.¹⁵

Az építési támogatás másodpiaci árakra gyakorolt hatása segíti a támogatásban közvetlenül nem részesülő lakásvásárlókat, tehát összességében a primer módon dotált körön kívül is segíti a lakáshoz jutást. Az állami támogatás az alacsony ingatlanárszint mellett, illetve annak ellenére is ösztönzi az újabb és újabb lakások kialakítását, vagyis építőipari keresletet generál. Ez utóbbi hatást azonban mindenképpen mérsékli – ha ugyan túl nem kompenzálja – az a tény, hogy a lakásállomány *“bekerülési költség”* alatt történő értékelése (ha tetszik, egységnél kisebb Tobin-féle q) visszaveti a fenntartással kapcsolatos beruházásokat, s végső soron a már megépült – s ekképpen nem támogatott – állomány a hatékonynál gyorsabb ütemű amortizációjához vezet.

Végső soron tehát az új építésű lakások egyoldalú támogatása – a nyilvánvaló költségvetési transzferen felül – az eszközárarányok torzulása (a használt lakások relatív árának alacsony szinten történő rögzülése) révén tulajdonképpen a lakással már rendelkezők illetve a lakáshoz jutni kívánók között jelent vagyon (és/vagy ebből következő jövedelem) átcsoportosítást, miközben a lakásállományt a korlátozás nélküli helyzethez képest magasabb szinten rögzítve – s ezzel összefüggésben gyorsabban amortizálva – a társadalom rendelkezésére álló erőforrások pazarlásához vezet.

Ezzel szemben a célcsoport – esetünkben a lakással nem rendelkező több gyermekes családok – a fenti megkötés nélküli támogatása mindenképpen azt vonja maga után, hogy az ebbe a körbe tartozók egy része megemelkedett fizetőképességgel jelenik meg a (másod)piacon. Ekkor a magasabb (másod)piaci árak révén a – folyó értelemben vett – költségvetési transzfer egy része a lakásukat eladóknál (ill. az azt kisebbre cserélőknél) csapódik le. Az arányt a kínálat rugalmassága és a támogatotti körnek a keresleti oldalon betöltött súlya határozza meg. Ebben a rendszerben a támogatási körből kizárt, de a lakáspiacon amúgy (nettó) vásárlóként megjelenők halmozott hátrányt

¹⁴ Megjegyzendő ugyanakkor, hogy mind a – lakáspiacon egyelőre effektív keresletet nemigen generáló – lakástakarékpénztári rendszer, mind pedig az új koncepcióban szereplő hitelkamat támogatási rendszer *lakáscélú felhasználást* hivatott támogatni, azaz mentes az új lakás kialakításával kapcsolatos kötöttségtől.

¹⁵ Könnyű belátni, hogy ha az építőipari kapacitások megfelelően rugalmasan képesek alkalmazkodni, akkor az újabb lakások kialakításának szubvencionálása a már meglevő állomány egyensúlyi piaci értékét csak csökkentheti. Márpedig évtizedes távlatban valószínűleg nincs számottevő kapacitáskorlát, így megállapítható, hogy az ingatlanárakat a fennálló támogatási szisztéma – valamilyen mértékben – lefele torzítja.

szenvednek: az ő adójukból támogatnak másokat abban, hogy rontsák az ő ingatlanhoz jutási esélyeiket.

A két rezsim közötti különbség különösen olyan helyzetben válhat jelentőssé, amikor is a másodpiaci ingatlanok jelentősen alulértékeltek az építőipar árszintjéhez képest. Ekkor a másodpiaci kínálat meglehetősen alacsony ár rugalmassága révén, egy az építést támogató rezsimből az általános támogatásra történő átállás során, a másodlagos piacra (*ceteris paribus*) zúduló többletlikviditás jelentős árkorrekciót (~ emelkedést) képes kiváltani ezen a részpiacon. Ez a relatív árak mozgásából következő vagyonátrendeződés azonban egyszeri jelenség, hiszen ahogy csökken a másodpiac alulértékeltisége, úgy válik mind „közömbösebbé” az állam diszkrecionális politikája.¹⁶

Az évtizedes diszkrecionális támogatási politika következtében kialakult helyzetben tehát egy esetleges (éles) rezsimváltásnak számos, társadalompolitikai szempontból (alighanem) amúgy támogatandónak ítélt vesztese – jelesül az első lakáshoz jutni kívánó, gyermektelen (vagy a dotációról más okból „éppen csak” lemaradt) fiatalok –, másrészt számos, a politikai célrendszer által támogatni nem kívánt nyertese lenne. (Példaként említsük a felhalmozási, *ad absurdum* a közelmúltban spekulatív céllal ingatlant vásárlókat.) A kérdést hosszabb időhorizonton vizsgálva azonban a piaci eltérítő hatás megszüntetése politikai szempontból is kívánatos cél.

A lakásépítést „előíró” támogatási rendszert az akut lakáshiány, az állami tulajdon dominanciája és a kialakulatlan lakáspiac körülményei között hozták létre. Annak fenntartása torzítólag hat az eszközárakra. A torzító hatás megszüntetése természetesen vagyonátrendeződéssel jár, ami a vagyoni egyenlőtlenségek növekedésével, s esetleg a lakással nem rendelkezők lakáshoz jutási esélyének (átmeneti) romlásával jár. A másik oldalon viszont a meglévő lakásállomány értékének növekedése (elvileg) módot ad a *paretoi*-értelemben vett optimális irányba történő elmozdulásra. Társadalmi szinten a vagyonnövekmény „fedezete” a meglévő lakásállomány hatékonyabb allokációja, illetőleg az erőforrás pocsékoló, a megfelelő felújítással szemben az új építést preferáló jelenlegi gyakorlat megszűnése.

¹⁶ Minthogy az ingatlanpiac erősen inhomogén, így a fenti verbális eszmefuttatás mögött meglapuló modell meglehetősen durva közelítést alkalmaz. Ha (közel) tökéletes lenne a piac, akkor az ingatlanárak nem léphetnék túl (jelentős mértékben) a létesítési költségeket, s a két rezsim közötti különbség ezen árszint elérésével egy csapásra megszűnne, hiszen a támogatottaknak a kötetlen rendszerben is „megmaradna” az a joguk, hogy újat építsenek, ha számukra az a kedvezőbb.

A lakáspolitikai reformjának értékelése

A dolgozat írásakor már az Országgyűlés már elfogadta a lakástámogatásról szóló törvényt, annak végrehajtási rendelete azonban még nem ismert. Ennek megfelelően e helyütt csupán az új rendszer elveinek diszkussziójára vállalkozhatunk.

A lakáspolitikai „reform” főbb elemei az alábbiak szerint stilizálhatók:

1. megszűnik az „*építés kényszer*”, vagyis a támogatás régi építésű lakások vásárlásához is igénybe vehető;
2. bővül a szubvencionálандók köre: a korábbi „*sokgyermekes család*” mellé belép az „*ifjú házaspár*”;
3. az egyösszegű támogatást (*szocpol*) egy kombinált rendszer váltja fel, amely tartalmaz egy hosszú (10 éves) periódusra vonatkozó jelzáloghitelkamat-támogatás komponenst, továbbá egy a helyi önkormányzatok által megállapított normatívák szerint folyósított visszatérítendő támogatásos részt;
4. a támogatás folyósításánál kiemelt szerepet szánunk az eddiglen inkább csak vegetáló, – amúgy állami tulajdonban álló – Földhitel és Jelzálogbanknak, bár a szubvencionált kölcsönök kihelyezésébe a jelek szerint a többi (lakossági) bank is be fog kapcsolódni.

Az első pont, vagyis a *konstrukciós kényszer* feloldása egyértelműen üdvözlendő. Érdemes azonban felhívni a figyelmet, hogy egy ilyen lépés önmagában is kiterjeszti a *potenciális* támogatotti kört. Ha az építőipari árakat közel állandónak tekintjük, vagyis elég rugalmas kapacitáskorlátot tételezünk ahhoz, hogy a támogatási reform ne okozhasson jelentős áremelkedést az újonnan építendő lakások árszintjében, úgy nyilvánvaló, hogy (önmagában) a korábbi megkötés feloldása senkit sem fog eltántorítani az állami támogatás igénybevételétől, hiszen annak révén a korlátozás nélküli rendszerben is legalább olyan – ha nem jobb – helyzetbe képes kerülni. Másrésről viszont az – adott viszonyok között – építkezni és/vagy új lakásba költözni nem kívánók előtt megnyitva egy – akár „*lerobbant*” – régebbi ingatlan megszerzésének lehetőségét, aligha kétséges módon újabb jogosultakat sikerül majd lakásberuházásra ösztönözni.

A második pont, vagyis a jogosultsági körnek – vélhetőleg politikai szempontok figyelembevételével történt – átalakítása bizonytalanságot visz a rendszerbe. Nincs

megbízható adat arról, hogy hány fiatal (35 év alatti) házaspár nem rendelkezik lakással¹⁷ – s ami ennél is fontosabb – hogy milyenek e réteg jövedelmi viszonyai, illetve, hogy a hitelek kihelyező pénzintézetek mennyire lesznek rugalmasak a törlesztés elsődleges fedezetének – 30 százalékos szabály¹⁸ – értékelésénél.

Ha a konkrét számokat nem is ismerjük, az szinte bizonyos, hogy az új rendszerben a (*potenciális*) támogatotti kör jelentősen bővebb, mint a korábbiakban. Ez azért fontos szempont, mert a szociálpolitikai transzferek hatékonyságát alapvető mértékben határozza meg a támogatottak, illetve a terheket viselők aránya. Nyilvánvaló, hogy a társadalom 20-25 százalékát nem lehet – maximum, ha a többiek jelentős rovására – érezhető mértékű támogatásban részesíteni.

A támogatottak körének tágra nyitása arra utal, hogy a kormányzat számára a szociális illetve társadalompolitikai megfontolások csupán másodlagos szerepet játszanak, s a program fő célja a gazdaság élénkítése. Ezzel kapcsolatban megkerülhetetlen módon merül fel a kérdés, hogy vajon valóban keresletkorlátozó-e a magyar gazdaság, illetőleg, hogy valóban a konjunktúraciklus „*alsó felében*” járunk-e. Minthogy ez utóbbi erősen kétséges, így megkockáztatható, hogy a lakástámogatások felfuttatásának időzítése konjunkturális szempontból sem éppen kedvező. Ez utóbbi kijelentés természetesen a programra fordítandó források tényleges nagyságrendjének ismeretében alighanem árnyalandó, hiszen utalnak jelek arra, hogy – legalább is egyelőre – inkább csak egy amolyan *pilot project*-ről van szó, amely a tervezett rendszer kísérleti, kicsinyített mása.

Ami a harmadik pontot illeti, az egyösszegű támogatásról a kamattámogatásra történő áttérés mindenképpen kedvező abból a szempontból, hogy ebből kifolyólag jelentősen megemelkednek a támogatási rendszer kijátszásának költségei.¹⁹ Persze, ha figyelembe vesszük a rendszer által *ténylegesen* megvalósítható cél(oka)t, úgy a fent elmondottak alapján eme pozitív vonás jelentősége is csökken. Cinikusan azt is

¹⁷ Valójában még az sem tudható, kik is számítanak 35 év alatti házaspárnak (elegendő-e, ha az egyik fél fiatalabb, mint 35), továbbá, hogy mit is jelent az első közös lakás (lehet-e egyik, vagy akár mindkét félnek önálló lakása, el kell-e adniuk azt/azokat, ha igen, akkor még a kérelem benyújtása előtt-e, vagy elegendő kedvezményes hitel megítélését követően), hogy vajon „*minden egyes*” házasság alkalmával igénybe vehető-e az állami támogatás stb.

¹⁸ A törlesztő részlet nem haladhatja meg az adós(ok) – igazolt – jövedelmének 30 százalékát.

¹⁹ Ugyan melyik jogosult játszaná át a felvett hitelt egy jogosulatlanul, amikor is annak visszafizetéséért – évtizedes távlatban – korlátlanul felel.

mondhatnánk, hogy a *szocpol*-lal történő visszaélésekkel kapcsolatos kormányzati toleranciaszintet is elsősorban az igénybevett forrásoknak a költségvetési előirányzathoz való viszonya, s nem a *szociális* program hatékonysága határozta meg.

Az államháztartás egyensúlyát vizsgálva nyilvánvaló, hogy az évtizedes kötelezettségvállalás jelentős – még ha azt az állam úgymond szuverenitását megtestesítő, egységnél határozottan kisebb valószínűségi tényezővel korrigáljuk is –, a folyó szemléletű költségvetésben meg nem jelenő, *implicit eladósodást* hoz létre. Ennek figyelembevételével a tényleges költségvetési expanzió jelentősebb, mint amit a támogatásra tervezett (folyó)költségvetési előirányzat növekedése (lásd V. ábra) mutat. Az államháztartás pozíciója értelemszerűen csak annak teljességében vizsgálható, s így bármely konkrét intézkedés csak *ceteris paribus* értelemben nevezhető expanzívnak.²⁰

A pénzügyi rendszer, s ezen belül is az elmaradott jelzáloghitel szektor fejlődése szempontjából sem feltétlenül kedvező a tervezett konstrukció. Az állami tulajdonban álló pénzügyi intézetek múltban nyújtott teljesítményének ismeretében érdemes feltenni a kérdést, vajon tényleg szükség van-e egy ilyes fajta intézmény diszkriminatív, a költségvetési források osztogatása révén történő „*helyzetbe hozására*”.

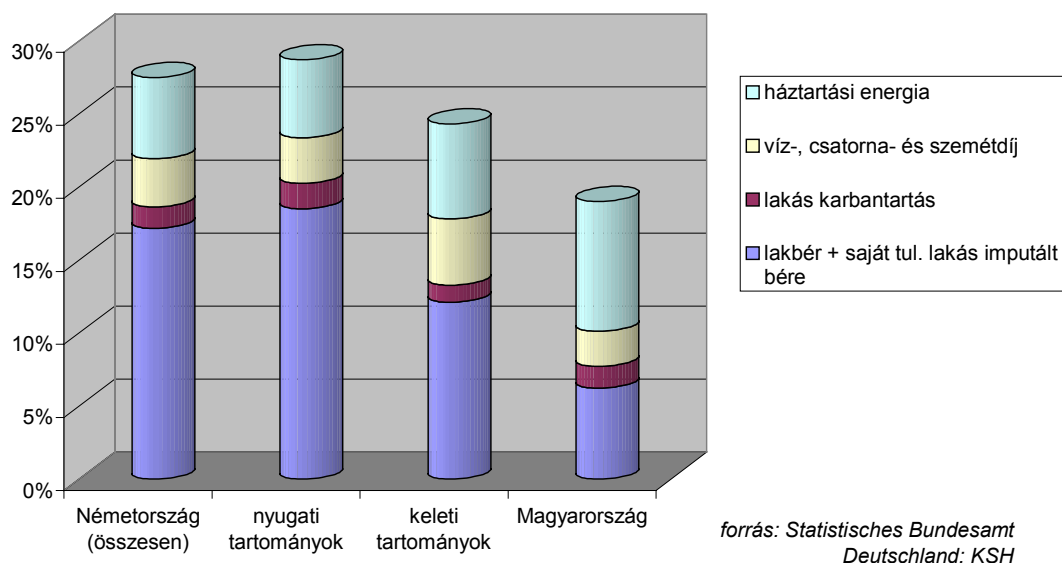
A lakhatásra fordított jövedelem

Magyarországon az átlagos háztartás a rendelkezésre álló jövedelmének nagyjából 15 százalékát fordítja lakhatásra,²¹ ami messze elmarad a fejlett piacgazdaságra jellemző 25-30 százaléktól. Diamond (1998) szerint egyébként hasonló „*furcsaság*” figyelhető meg Lengyelországban, Csehországban és Szlovákiában is. Még nagyobb az eltérés a rezsiköltségek levonása után megmaradó, a lakásállomány fenntartására illetve bővítésére fordított jövedelemhányad vonatkozásában.

²⁰ Nem szabad például megfeledkezni arról, hogy a nyugdíjreform révén csökken az explicite ki nem fejezett államadósság, s ez a „*torzítás*” nagyságrenddel nagyobb, mint amit a lakásprogram finanszírozásának hibás könyvelésén „*nyer a kormányzat*”.

²¹ KSH Háztartás-statisztikai közlemények 11. (98/III.né.)

A lakhatással kapcsolatos kiadások aránya az 1999-es CPI kosár súlyok alapján



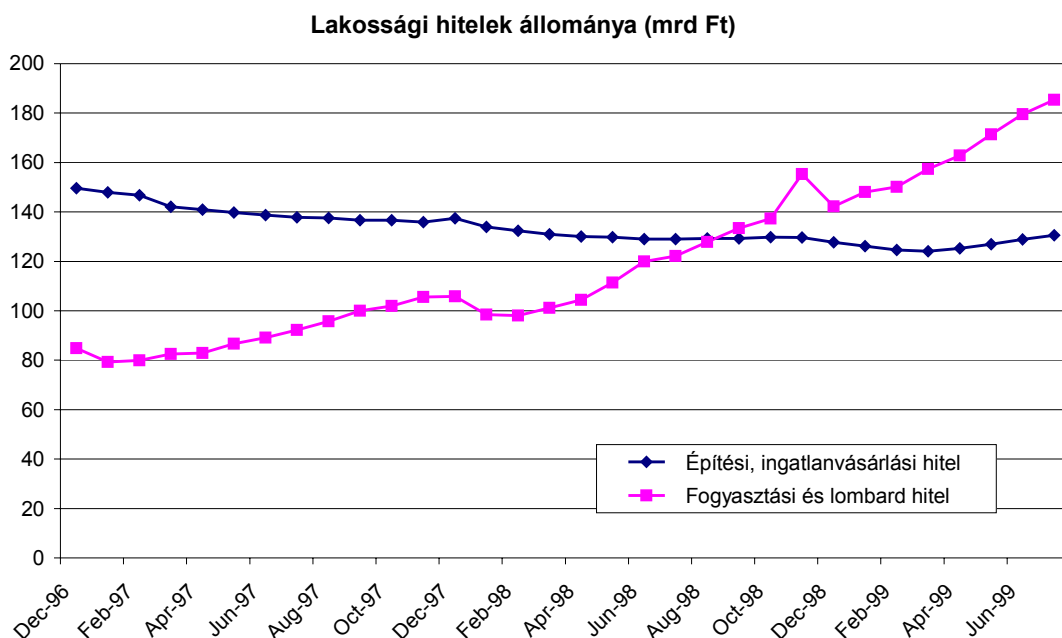
VI. ábra

A jelenség egyik lehetséges magyarázata, hogy nálunk a magánérs építkezések, valamint a szürke- illetve feketegazdaság magas részarányának köszönhetően a tényleges ráfordításoknak valószínűleg csak egy része jelenik meg a statisztikákban. Ennek azonban ellentmondani látszik az a tény, hogy a mikro szintű felméréseken alapuló – s imígyen a jövedelem eltitkolásból származó torzító hatás szempontjából megbízható(bb) – háztartás-statisztikai adatok is gyakorlatilag alátámasztják a fentebbi diagnózist.

Egy másik lehetséges magyarázat, hogy a „szándékolt” lakásigény kielégítése technikai akadályokba ütközik. Minthogy a lakás, még az „egyre nagyobbra cserélgetős” technikával történő megvásárlás esetén sem tekinthető korlátlanul oszthatónak, illetőleg tetszőlegesen bővíthetőnek, így a lakás-fogyasztás növelése jelentős intertemporális jövedelem átcsoportosítást igényel. A likviditási korlát meglétére utalhat az újonnan épített lakások meglehetősen hosszú kivitelezési ideje: az 1997-ben elkészült lakások átlagos építési ideje 770 naptári nap volt, Budapesten pedig az 1000 napot is meghaladta.

Amennyiben a háztartások jelentős része (technikai) likviditási korláttal szembesül – nevezetesen nem képes megelőlegezni elégséges jövedelmet a “kívánt” ingatlan felépítésére, illetve megvásárlására – úgy ez az eltérítő hatás a lakáspiaci keresletet annak „természetes” szintje alá szoríthatja, alacsonyan tartva ez által egyaránt a lakhatásra

fordított jövedelemhányadot és az ingatlanárakat.²² Az ingatlanhitel szektor fejletlensége – az elmaradott jogi infrastruktúra, a megfelelő verseny hiánya, a nemzetközi összehasonlításban igen alacsony, egészen a közelmúltig a kereskedelmi bankok által gyakorta 25-30%-ban maximalizált LTV (*loan-to-value ratio*), valamint a magas (nominál) kamatlábak okán meglehetősen kedvezőtlen törlesztési *cash-flow* profil – megfelelő alapot látszik szolgáltatni ezen érveléshez. A lakosság „*hitelképtelenségével*” kapcsolatos képet azonban árnyalja, hogy a fogyasztói-, különösen pedig a gépkocsi hitelek dinamikája alapján nyilvánvaló, hogy a magyar háztartások jövedelme a jelenleginél nagyobb lakáshitel állományt is lehetővé tenné. Erre a kérdéskörre még visszatérünk.



VII. ábra

²² A „természetes” illetőleg „kíváncos” szint definíciója normatív szempontok figyelembevétel nélkül valószínűleg nem lehetséges. Értéktételestől függetlenül is megállapítható azonban, hogy a magyar háztartás hosszú távú hitelképessége elmarad a fejlett országokban elért szinttől, továbbá, hogy az (ingatlan)hitelhez jutási esélyek javulásával a lakosság számára „megengedhető” lakhatási szolgáltatás értéke valószínűleg nálunk is növekedni fog.

United States (1996)	GDP%	Magyarország (1998 dec.)	GDP%
home mortgage:	47.7%	építési, ingatlanvásárlási hitel	1.25%
consumer credit:	16.0%	fogyasztási és lombard hitel	1.39%
commercial mortgage:	3.1%		
		<i>nem hitelintézeti hitel</i>	<i>0.51%</i>
		<i>kisvállalkozói hitel</i>	<i>0.90%</i>
<i>other liabilities:</i>	<i>7.2%</i>		
total:	73.9%	Összesen:	4.06%

A háztartások bruttó adóssága a GDP arányában

A likviditási korlát paradigmája ellen felhozható továbbá, hogy amennyiben a lakosság széles rétege ilyen típusú korláttal szembesülne, akkor ennek jelentős keresletet kellene generálnia a bérlakás piacon. Márpedig a hazai lakbérek a nemzetközi összehasonlításban meglehetősen kicsiny kínálat ellenére sem mondhatók magasnak.²³

²³ A Nyugat-Európában bevett hüvelykujj szabály szerint egy lakás havonta értékének nagyjából 1 százalékáért bérelhető. Nálunk – a piaci bérlakások estében – nagyjából hasonló értékekkel találkozhatunk, miközben a felzárkózó gazdaság körülményei között az alternatív befektetési formák hozama nálunk alighanem magasabb. Az ingatlanárak reálértékének esésével egészen a legutóbbi időkig a lakásbefektetés (~ kiadás) még a közterhek meg nem fizetése mellett is csak a legmagasabb (luxus) kategóriákban volt versenyképes befektetési forma. Nem is beszélve a önkormányzati, kvázi tulajdonban levő bérlakásokról, amelyek esetében a maximum jelképesnek mondható bérleti díj nemritkán a hasonló adottságú társasházakban fizetett közös költség szintjét sem éri el.

III. Lakáshitelezés

Általános elvek

Az egyén szintjén a mindenkori folyó jövedelmek jellemzően nem teszik lehetővé a várt életpálya-jövedelem alapján adódó lakhatási igénynek megfelelő ingatlan(ok) „*megfelelő időben*” történő megvásárlását. A reprezentatív háztartásnak alapvetően kétféle lehetősége adódik lakáskörülményei alakulásának optimalizálására: bérelheti a számára – jövedelmi szempontból – megfelelő lakást, illetőleg hitelt vehet fel annak „*megfelelő időben történő*” megvásárlásához.

A bérlakás konstrukció két fontos előnyt biztosít: egyrészt rugalmasabban képes kezelni a lakásigények változását, másrészt pedig, megfelelő esetben, a hatékonyabb tulajdonosi struktúra révén képes megakadályozni a – méretgazdaságossági szempontból egyébként hatékony – (városi) társasházakban kialakuló döntési problémák (*potyautas effektus*) kialakulását. Hátránya viszont, hogy a tulajdonos és a használó személyének elválásával jelentős erőforrás lekötéssel járó tranzakciós költségek keletkeznek.

A bérlakások versenyképességét jelentős mértékben csökkentheti az adórendszer torzító hatása, vagyis hogy a bérbe adott lakást végső soron nagyobb állami elvonás terheli, mint egy azonos, de saját tulajdonosa által lakott ingatlant.

További szempont, hogy a bérlakások dominanciája valószínűleg megkerülhetetlen módon a társadalom erőteljesebb vagyoni megosztottságát eredményezi, mint a saját lakások dominálta rendszer.

A hiteltől történő lakásvásárlás legfőbb előnye, hogy az esetek döntő részében a lakó az „*hatékony tulajdonos*”, minthogy ő nem „*lakja le*” a (saját) lakását (még ha ezen állítást némiképp árnyalja is a társasházak fentebb említett problematikája). Ez a „*konstrukció*” a lakástulajdon nettó értékének²⁴ növekedése révén egyben megtakarítási formát is jelent, vagyis a folyó jövedelmek simításának eszközeként is szolgál. Jól kiépített infrastruktúra mellett a tulajdonjoghoz és a hitelviszonyhoz kapcsolódó tranzakciós költségek illetőleg a kockázatok megfelelően alacsony szinten tarthatók, s a konstrukció rugalmassága közelíthető a bérlakás rendszeréhez. Minthogy az állampolgárok mind szélesebb körének saját lakáshoz történő juttatása a világon szinte

²⁴ Ami alatt az ingatlan tulajdonjogának piaci értéke és az azt terhelő kötelezettségek (jelzálog) különbségét értjük.

mindenütt az egyik legfontosabb (társadalom)politikai prioritás, így az állam – adott célját valószínűleg a leginkább piacokonform módon megvalósítva – a lakáshitel konstrukciókat általában jelentős mértékben támogatja. A skála az adókedvezményektől kezdve, a kamattámogatásokon keresztül, a jelzálog ill. lakáshitel intézmények állami kialakításáig és állami garanciákkal való ellátásáig terjed.²⁵ Ez utóbbi tény nem kis szerepet játszik abban, hogy egy fejlett piacgazdaságban a saját lakás megvásárlása – az alternatívaként bérelhető helyett – a társadalom széles rétegei számára az egyik legnagyobb hozamú megtakarítási lehetőséget kínálja.

A fentiek alapján a megfelelő pénzügyi (és jogi) infrastruktúrával rendelkező országokban a lakásrendszer egyértelműen a saját tulajdonú, az esetek jelentős részében jelzálog segítségével vásárolt lakások dominanciáját eredményezi.

A saját célra szolgáló lakás megvásárlása – illetőleg, ami makro szempontból ezzel egyenértékű: nagyobbra cserélése – tehát nem csupán annak közvetlen (lakhatás) ill. közvetett (biztonságérzet, presztízs) szolgáltatása révén kívánatos, hanem egyben versenyképes megtakarítási formát is jelent. Ha pedig a lakás pótlólagos – mondjuk így: vagyon-felhalmozási – szolgáltatásokat nyújt, akkor ennek az ingatlanok iránt megnyilvánuló (relatív) keresletben is meg kell mutatkoznia. A vagyon-felhalmozási szolgáltatás pedig jelentős részben a lakásberuházás (várható) hozamától függ²⁶. Amennyiben a lakásárak múltbeli alakulása alapján – vagy valamely ezen információ túlmutató módon kiépült, jövőre vonatkozó várakozás révén – a lakásba történő befektetés **„rossz befektetésnek”** minősül, úgy a vagyonportfolióra vonatkozó döntések az egyéb vagyonelemek – pl. gépkocsi, részvények stb. – súlyának felértékelődését implicálják.

A lakások iránt megnyilvánuló keresletet tehát nem kis mértékben a lakásba történő befektetésnek az alternatív megtakarítási formákhoz viszonyított prémiuma határozza

²⁵ Nem szabad azonban megfeledkeznünk arról, hogy a nyugati társadalmak döntő többségében az ingatlan tulajdon egyben adóalapként is funkcionál. Ennek megfelelően a jelzálog törlesztés után igénybe vehető adókedvezmény – például az Egyesült Államokban – részben egy a vagyonadó-rendszerben meglevő korrekcióként is felfogható, amelynek célja a *nettó* vagyon adóztatása.

²⁶ Jelen verbális keretek között nincs mód a modern portfólió-elméletben vagyonelemek hozama között a szokásos variancia-kovariancia viszonyok, illetve a magasabb momentumok figyelembevételére, így ettől – egyelőre – eltekintünk.

meg.²⁷ Ha ez a prémium elég magas, akkor a vagyonfelhalmozásra irányuló emberi igény – lett légyen bármi annak „oka” – az ingatlanoknak többlet hasznosságot biztosít.

A hozam mellett az árazás másik meghatározó tényezője az adott vagyonelem likviditásának foka. Ebből a szempontból az ingatlanba történő beruházás versenyképességét az ingatlanpiac hatékonyságán túlmenően a jelzáloghitel intézményének fejlettsége határozza meg. Egy jól működő jelzálog intézmény az ingatlan fedezete mellett felvehető hitel révén, a priméren mégoly illikvid vagyonelemet is képes a gazdasági események széles körében effektíve igen likviddé tenni.²⁸

Mindezek alapján megkockáztatható, hogy a lakásberuházás, mint megtakarítási forma versenyképességének növekedtével a magyar lakosság lakhatási kiadásainak a fogyasztási struktúráján belüli részaránya közelíteni fog a nemzetközi átlaghoz. A lakhatásra fordított jövedelem(arány) emelkedése pedig az ingatlanárak emelkedését kell, hogy maga után vonja, annál is inkább, mivel az ingatlanok ára jelenleg számos területen elmarad a pótlási költségektől, s így a kínálat minden bizonnyal meglehetősen (ár)rugalmatlan.

A fejlett pénzügyi szektorral rendelkező országokban a jelzáloghitelek (*mortgage*) állománya bő nagyságrenddel haladja meg a hazait: míg ezen hitelek volumenének a lakosság rendelkezésre álló éves jövedeleméhez viszonyított aránya az Egyesült Államokban 69 százalék, Franciaországban 48 százalék, Japánban 51 százalék, az Egyesült Királyságban pedig 77 százalék, addig nálunk ez az érték a KSH '98-as háztartás-statisztikai jövedelemadatával számítva 4 százalék alatt van. Még karakterisztikusabb a különbség, ha a hivatalos GDP adattal számolunk, hiszen hazánkban az ingatlanhitelek volumene az 1990-es csaknem 14 százalékról napjainkra a GDP 1,2 százaléka alá csökkent, ugyanakkor ez az arány az EU-ban 33 százalék, az Egyesült Királyságban pedig több mint 57 százalék.²⁹

²⁷ Erre utalnak a nemzetközi tapasztalatok is. Muellbauer-Murphy (1997) pl. Egyesült Királyság adatainak elemzésekor azt találta, hogy a lakásvásárlás hozamának alakulásával igen jól magyarázhatók a lakáspiaci kereslet intenzitásának mutatói.

²⁸ A likviditást elég nehéz operacionalizálni, ezért az elméleti modellek explicite nem is kezelik. Az egyes eszközök alacsony likviditási foka a befektető jövőbeli likviditási igényeinek eloszlását, valamint a likviditási korlátok „keménységét” ismervé – elvileg – átalakítható a várható hozam csökkenésévé illetőleg a variancia/kovarianciák (jellemző esetben) növekedésévé. Az ingatlanok likviditásának növekedése tehát ebben az (ortogonalizált) fogalmi rendszerben a várható hozam növekedése, illetőleg a fogyasztással vett kovariáció csökkenéseként jelentkezik.

²⁹ Forrás: Várhegyi (1998)

Építési vs. lakásvásárlási kölcsön

Mint arról már esett szó, hazánkban – a piacgazdaságokban megszokottól eltérő módon – a lakásépítés jellemző módon önerős kivitelezés keretében valósul meg. Ennek az a következménye, hogy az építési hitelt nálunk tipikusan magánszemélyek veszik fel, ellentétben a fejlett világ gyakorlatával, ahol az építési (gyakorlatilag cég-) hitelt egy vállalkozás veszi fel, s az elkészült lakást a leendő tulajdonos jelzáloghitel segítségével vásárolja meg.

Ebből pedig az következik, hogy az ingatlanhitelezés nálunk mindmáig jelentős részben igen költséges, speciális szakismeretet, illetőleg infrastruktúrát igénylő építési hitelezést takar. Magánszemélyek ilyen hitelezése meglehetősen kockázatos, hiszen az adós fizetőképessége ill. fizetési hajlandósága kevésbé ismert, a biztosítékkal szolgáló ingatlan pedig még nem készült el (ígyen nem lehet jelzálogot terhelni rá!), s nemfizetés esetén a félkész ingatlan meglehetősen nehezen értékesíthető stb. Aligha kétséges, hogy egy vállalkozás, már csak nagyságánál fogva is, sokkal hatékonyabban hitelezhető: ekkor egyszerűbb a biztosítékkal szolgáló építkezés ellenőrzése, s az egyes cég csődje esetén – az általános dekonjunktúra lehetőségétől egyelőre eltekintve – annak eszközei, így akár a félkész ingatlanok is, viszonylag jól értékesíthetők.

További szempont, hogy a vállalkozások számára nyújtott hitel – legalább is elvben – rövid távra szól: a lakás elkészültét és értékesítését követően, kb. egy év elteltével visszafizetésre, vagy ami ezzel közel egyenértékű, rúlirozásra kerül. Az ingatlan (leendő) tulajdonosának nyújtott hitel viszont – optimális esetben – „egy életre” szól. Megkockáztatható tehát, hogy az ingatlanszektorba történő beruházások hitelezhetőségének az egyik legfőbb gátja a magánernerős építkezés még mindig magas részaránya.

Amennyiben az ingatlanhitel konstrukciókon belül nem válik el (élesen) az ***építési*** ill. ***lakásvásárlási kölcsön*** kategóriája, úgy – az adott konstellációban – egy igen kockázatos, speciális apparátust igénylő, vagyis összességében egy meglehetősen költséges üzletág mosódik össze egy attól fundamentálisan különböző, megfelelő jogi háttér mellett a lehető legbiztonságosabb, megfelelő intézményrendszerben arányaiban a legkisebb ráfordítással hitelezhető, következésképpen a legolcsóbb hitellehetőségek közé tartozó piaci szegmenssel. Az is nyilvánvalónak tűnik, hogy egy az új lakások építését „előíró” támogatási rendszer, még ha az kamattámogatásra, illetve állami

garanciavállalásra épül is, jelenleg nem képes a jelzáloghitel konstrukcióban rejlő előnyök kihasználására.

A jelzáloghitelek kondíciói

A jelzálog hitelezés hatékonyságának egyik legfontosabb mérőszáma a felvehető hitelnek az ingatlan értékéhez viszonyított aránya (*loan-to-value ratio*, LTV), melynek tipikus értéke a fejlett jelzáloghitel szektorral rendelkező országokban mindenütt 70% felett van.³⁰ Hazánkban az utóbbi években rendelkezésre álló hitelkonstrukciók az LTV-t 30-50%-ban maximalizálták. Ezen a téren napjainkban jelentős fejlődést figyelhetünk meg, s várható, hogy a közeljövőben nálunk is elterjednek a 70% feletti értéket lehetővé tévő konstrukciók.

A lakásvásárlási kölcsönök elterjedését a magas reálkamatszint mellett két technikai tényező gátolja: az inflációs környezetből származó bizonytalanság költségnövelő szerepe, valamint a jelzálog jogi infrastruktúrájának fejletlensége. Egészen a közelmúltig ehhez társult még – bár részint következményként is felfogható – a verseny hiánya, ami domináns piaci szereplőnek meglehetősen nagy szabadságot biztosított a „*piaci*” kamat meghatározásában.³¹

A magas (nominális) kamatszint, a kamatok csökkenését (hiteloldalon) gyakorta jelentős késéssel megjelenítő bankrendszer, a lakosság bizalmatlanságával kiegészülve alkotja az első problémakört. A magas kamatszint ugyanis a nominális kategóriákat (tőke + kamat) használó „*laikusok*” körében rendkívül megnehezíti a (reálértelemben) hosszú távú hitelezést. A halasztott kamatfizetési konstrukciók³² (DPM, Deferred Payment Mortgage) még a banki oldalt is számos – számviteli, szabályozási – nehézséggel szembesíti, a lakosság pedig, legalább is erre utalnak a tapasztalatok, gyakorlatilag nem hajlandó akceptálni a nominális bizonytalanságot. Ennek következménye, hogy a gyakorlatban használhatónak bizonyult hitelkonstrukciók inflatorikus környezetben csak igen korlátozott mértékben képesek az életpálya-jövedelmek szintjének simítására.

³⁰ Ez az érték az Egyesült Államokban jellemzően 80-85%, egyes konstrukciók esetében 95%-ig is felmehet, az Egyesült Királyságban vagy Hollandiában pedig még ennél is magasabb, 90% körüli a tipikus érték, s léteznek 100%-os, sőt akár még ezt is meghaladó (!) LTV-jű konstrukciók is.

³¹ Az OTP-nek a mindenkori „*piaci*” kamattal kapcsolatos érdekeltségi rendszerét alighanem társadalmilag inefficiens módon torzította sokáig az a tény, hogy a meglevő („*örökölt*”) kedvezményes kamatozású hitelállomány után az állam által fizetett kamattámogatás mértéke a mindenkori piaci viszonyok függvényeként került meghatározásra.

³² Az OTP próbálkozott egy a USAID segítségével kidolgozott konstrukcióval, de az átütő siker elmaradt.

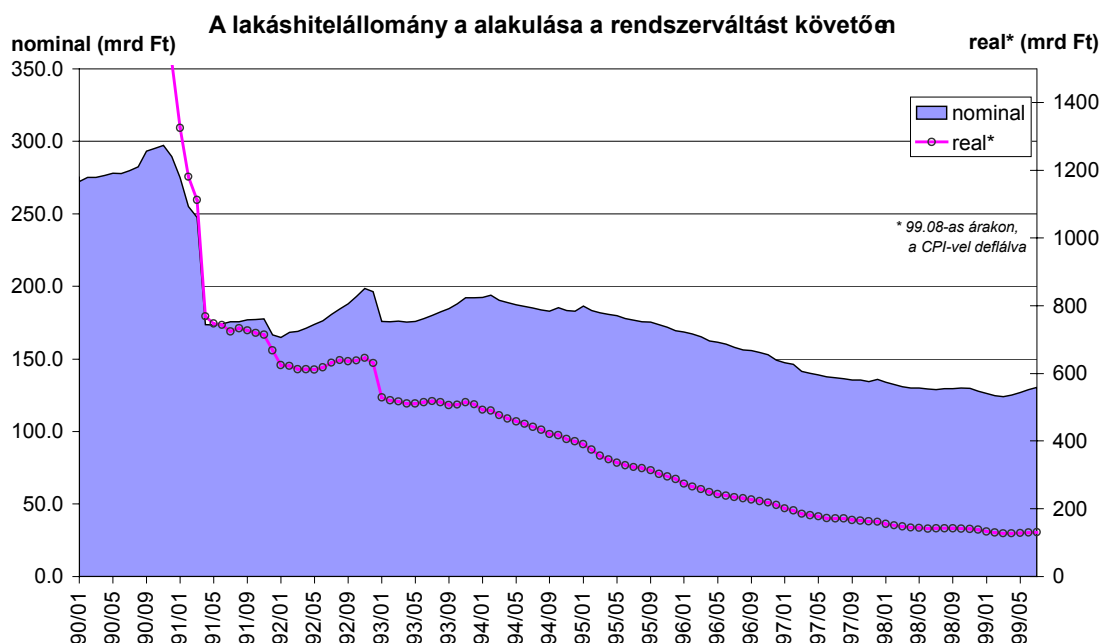
Az árszínvonal – illetőleg ami számunkra fontosabb, a nominális jövedelmek – hosszabb távon megnyilvánuló bizonytalansága teljesen ésszerűtlenné teszi a klasszikus, a futamidő kezdetén rögzített (adott esetben akár fel sem mondható) fix annuitásos konstrukciót. A hitelviszony két szereplője között fennálló perceptív különbség – hogy ugyanis a lakosság (jelentős mértékben) a nominális, míg a hitelezői oldal, annak jellegéből adódóan³³, hosszabb távon a reál értelemben vett bizonytalanságra érzékeny – viszont nem teszi lehetővé a (kamat)kockázat „optimális” hedgelését. Bizonytalan környezetben a reálváltozók bizonytalanságából adódó kockázat amúgy is megdrágítja a lejárat transzformációt, ami a rövidebb távú hitelt igénylőket előnyösebb helyzetbe juttatja a megtakarításokért folytatott versenyben. A hosszú távú ingatlanhitelhez jutni kívánó helyzetét még tovább nehezíti, hogy nominális „*irrationalitása*” foglyaként nem képes effektíve hosszú távú forráshoz jutni. (Lásd I. Függelék)

Jelen helyzetben az ingatlanpiacon (nettó) kereslettel megjelenők adott pillanatban folyó jövedelmük arányában jóval kevesebbet képesek beruházásra fordítani, mint hatékony jelzáloghitelezés mellett tehetnék. Ez az ingatlanpiac sajátosságai – a keresett jószág mennyiségének diszkrét volta, valamint a magas (objektív és szubjektív) tranzakciós költségek³⁴ – révén a keresleti oldalt gyengíti. Ebből következően az ingatlanhitelezés hatékonyságának esetleges javulása a rövidtávon valószínűleg igen rugalmatlan kínálat mellett az árak jelentős emelkedését vonná magával.

³³ A rövid lejáratú forrásokra építő bankrendszer, de még a hosszabb távú forrásokkal rendelkező intézmények (pl. nyugdíjalapok) is – ez utóbbiak a folyamatos verseny, illetve az időről időre történő megmértetés révén – gyakorlatilag rülirozzák a forrásaikat, így azok költsége nominálisan könnyen igazodik.

³⁴ A lakás változtatás az objektív tranzakciós költségek (illeték, ügyvédi költség, költözködés költsége stb.) mellett jelentős szubjektív költségek által is terhelt. Ez utóbbi egyrészt a költözködés „*bonvodalmaitól*” való rettegés, másrészt pedig a lakott ingatlanhoz való személyes kötődés explicite meg nem jelenő, mindazonáltal alighanem jelentős pénz-értéke.

Az alábbi ábra a lakáshitel állomány alakulását mutatja a rendszerváltást követően.



VIII. ábra

Érdekes módon a rendkívül alacsony hitelállomány szint ellenére a kihelyezés volumene viszonylag jelentősnek mondható. A jelenség magyarázata a rendkívül rövid effektív futamidőben rejlik: már a szerződéses futamidők is viszonylag rövidnek mondhatók – az OTP által kínált leghosszabb futamidejű konstrukció is csak 10 évre szól, s a tipikus futamidő 5 év – a rendkívül magas (reál)kamatszint hatására azonban a hitelek döntő többségét idő előtt visszafizetik. Mindezt az teszi lehetővé, hogy hazánkban nincs lehetőség az előtörlesztési opció bank részéről történő kizárására, ami pedig az angolszász típusú klasszikus *mortgage* egyik sajátossága.

Ma a lakosság ingatlanpiaci beruházása – lakás vásárlás, felújítás, valamint új lakás építése esetén az állami támogatáson felüli “önrész” finanszírozása – jellemzően előzetes takarékoskodással, valamint már meglevő ingatlan(ok) értékesítésével történik. Az érvényben lévő kondíciók – abszurd magas reál hitelkamat ill. kamatmarzs – mellett hitelt gyakorlatilag csak az egész rövid távú likviditási hiány kiküszöbölésére vesznek fel.³⁵ Ez egyfelől rontja az ingatlanpiac hatékonyságát, hiszen a likviditási korlát konzerválja a – lezajlott lakásprivatizáció, valamint a rendszerváltást követő vagyoni átrendeződés ill.

³⁵ Az OTP-nél “megfigyelt” egyik tipikus hitelfelvételi forma, hogy az építkező ifjú pár a banki hitel segítségével mintegy előre veszi fel a születendő gyermek után járó szociálpolitikai kedvezményt. Ennek megfelelően a gyermek megszületését, s az állami támogatás folyósítását követően a kölcsönt azonnal visszafizetik.

differentencializálódás eredményeként létrejött – szuboptimális eszköz (=lakás) allokációt. Másrészt pedig az előzetes felhalmozás, illetve az esetleges hitelek mielőbbi visszafizetésének kényszere valószínűleg a lakosság széles rétegében az intertemporális optimalizáció által diktált megtakarítási hajlandóságnál nagyobb felhalmozást indukál. A jelzáloghitelek esetében a referenciahozamokra rakódó extra terhek – pl. a magas kockázati prémium – ugyanis a lakáspiac keresleti oldalán megjelenő háztartások esetében a számukra effektív kamatlábat jóval a referenciahozamok szintje fölé emeli, ami többlet megtakarítást generál.³⁶

A betéti- és a (lakás)hitelkamatok között fennálló jelentős különbség mellett – a lakásigények rugalmatlanságának függvényében – tehát többlet megtakarítás keletkezik. Minthogy a magas kamatmarzs – jelentsen akár banki extraprofitot, kvázi-fiskális bevételt, vagy *“csupán”* tényleges (társadalmi) ráfordítást a másik oldalon – a lakosság számára már önmagában is meglehetősen drága, így a jelen helyzet jóléti szempontból valószínűleg igen költséges.

A jelzálog intézményrendszere

Az ingatlanhitelezés másik, a pénzügyi szakemberek által talán nem mindig jelentőségének megfelelő súllyal kezelt problémaköre a jelzáloghitelek biztonságát garantáló jogi infrastruktúra állapotával kapcsolatos. Megfelelő keretfeltételek között a prudens ingatlanhitelezés a legbiztonságosabb üzletágak közé tartozik. Hogy nálunk közel sincs még így azt jól szemlélteti, hogy az OTP – saját bevallása szerint – a hitelek árazásakor a nem teljesítés kockázatát évi 6% prémiummal kalkulálja.³⁷

A magyar ingatlan-nyilvántartás mind a mai napig nem volt képes megbirkózni a piacgazdaság körülményei között reá háruló feladat tömeggel. A nyilvántartásba történő bejegyzés gyakran évekig is eltart, az aktuális állapot lekérdezése pedig rendkívül nehézkes. A helyzet különösen a fővárosban kritikus, ahol a közelmúltban tett erőfeszítések dacára egyes kerületekben még mindig több éves ügyhátralékkal küzdenek³⁸.

³⁶ Itt említendő, hogy mint arra Guiso-Japelli(1997) rámutat, egy növekedő gazdaságban valamely beruházás előzetes megtakarítással történő finanszírozása a folyó jövedelmekre vonatkozólag nagyobb megtakarítási hányadot tételez fel, mint ugyanezen beruházás – hitellel történő – utólagos finanszírozása.

³⁷ Éppen ennyiert 20 éves, fix kamatozású jelzáloghitelhez lehet jutni az Egyesült Államokban.

³⁸ A Fővárosi Földhivataloknál felhalmozódott elintézetlen ügyek becsült(!) száma közel félmillió. (Viszonyítási alapként: az új beadványok száma havi 20 000 körül mozog.) Budapest összes

A bizonytalanság másik forrása a bírósági úton történő jelzálog érvényesítés, illetve a végrehajtási eljárás hosszadalmas és még ma is gyakorlatilag kiszámíthatatlan volta. A bíróságok – a Földhivatalhoz hasonlóan – rendkívül leterheltek, így a polgári peres eljárások jellemzően évekig húzódnak. Egy közelmúltban készült tanulmány³⁹ szerint a törlesztő részlet elmaradása és a jogerős bírósági ítélet alapján történő árverezés között hazánkban átlagosan négy év telik el. Az OTP egy belső tanulmánya állítólag 58 hónapos adatot tartalmaz, melyből is 16 hónap esik a végrehajtási szakaszra. Összehasonlításképpen, az igényérvényesítési idő az Egyesült Államokban 8 hónap, s a fejlett ingatlanhitelezési szektorral rendelkező országok közül egyik leglassabbnak számító Franciaországban is csak mintegy másfél év. A jogi infrastruktúra meghatározó szerepére utal, hogy az adott területen az EU-n belül leginkább elmaradottnak minősülő Olaszországban, ahol a – némi eufémizmussal – *repurchase procedure*-nek nevezett eljárás átlag öt és fél évig tart, a jelzáloghitelezés egészen a közelmúltig csupán marginális szerepet töltött be.⁴⁰

A jogi intézményrendszer bizonytalansága jelentősen megnöveli az üzletág kockázatát, s gyaníthatóan fundamentális szerepet játszik abban, hogy a jelzálogpiacon tapogatózó intézmények egyelőre kivárnak.⁴¹

További problémát jelent, hogy még a hosszas jogi procedúrát lezáró végrehajtási szakaszban is csupán a lakás korlátozott tulajdonjoga kerül árverésre: az azt megszerző új tulajdonos a „*lakót nem teheti ki*”, azaz köteles megfelelő elhelyezést biztosítani az imígyen kényszerbérllővé degradált egykori tulajdonosnak. Ennek – a célja szerint valóban humánus – jogintézménynek az a következménye, hogy a hitelezők által indított eljárások eredményeként árverésre kerülő ingatlanokat a köznyelv által egyszerűen csak *lakásmaffiának* nevezett körök vásárolják meg a tényleges forgalmi érték jellemzően 40-

földhivatalában akad legkésőbb 1991-ben beadott, mindmáig elintézetlen ügy. Az illetékes (földművelésügyi) miniszter a hátralék ledolgozására 1999 év végéig adott határidőt.

³⁹ Lakossági Hitelmegtérülés: Hitelezési Kockázat kezelése (Lakásfinanszírozás Magyarországon Konferencia; 98.XI.11-12 – A Hitelmegtérülési Munkacsoport Jelentése)

⁴⁰ Ennek következtében az első lakáshoz jutó átlagos olasz életkora 41 év, mikor is az első lakást vásárló angolok átlagosan 29, az amerikaiak pedig 28 évesek. Részletes elemzés található Guiso – Japelli (1997) tanulmányában.

⁴¹ A hiteladagolásról (*credit-rationing*) szóló irodalom a *red-lining* kifejezést használja arra az esetre, amikor a magas kockázatú ügyfelek – az aszimmetrikus információs helyzetben létrejövő kontraszelektációs mechanizmus következtében – semmilyen körülmények között (azaz semmilyen kamatláb mellett) sem hitelezhetők. Maga a kifejezés éppen az ingatlanhitel szektorból származik, s arra utal, hogy a néhai (new york-i) bankárok a térképen piros vonallal zárták körbe jelzáloghitelezésből kizárt területeket. Erős a gyanúm, hogy ha élne még ez a technika, úgy nem egy hazai bank (fülföldi) tulajdonosa magát az országhatárt húzná meg pirossal.

50 százalékan⁴², s ezt követően a jogállammal közel sem kompatibilis módszerek segítségével igyekeznek birtokon belülré kerülni. A végeredmény egyáltalán nem biztos, hogy emberségesebb, mint a közhatalmi eszközökkel történő kilakoltatás, másrésről viszont a jogérvényesítés esetén „*piacosítása*” jelentősen csökkenti az ingatlanok effektív fedezetértékét. Ráadásul a nominális kamatokhoz igazodó, s ily módon rendkívül magas büntetőkamatok révén a teljes tartozás a procedura végére már szinte bizonyosan meghaladja a lakás elárverezésekor befolyó értéket, így az egykori tulajdonosnak semmi esélye más – kisebb/olcsóbb – lakást találnia.

A biztosítékok tényleges minőségét elég nehéz megítélni, minthogy a piac döntő hányadát uraló, gyakorlatilag monopolhelyzetet élvező OTP hitelfortfoliója jelentős atipikus komponenst tartalmaz. A „*régi*” rendszerű lakáshitelek mögött részben vagy egészben állami garancia áll, amely lehívásának feltétele az, hogy a pénzintézetnek ne sikerüljön a tartozásokat behajtania. A kialakult helyzetben – éppen az államilag garantált, illetve kamattámogatásban részesített kihelyezések nagy állománya révén – az OTP árképzésében nem csupán a monopol jelleg érződik, hanem a költségvetési szubvenciók torzító hatása is valószínűsíthető.

A bizalmatlanság kérdése

A jelzáloghitelezés felfutásának ütemét alighanem befolyásolja majd a lakosságnak a hosszú távú eladósodással kapcsolatos attitűdje. A lakáshitel szerződések a rendszerváltást követő többszöri, egyoldalú módosítása, bár közgazdaságilag – s úgy tűnik: jogilag is – igazolható volt, mindazonáltal aligha erősíti a több évtizedre szóló hitelszerződések kondícióinak sérthetlenségébe vetett hitet. Az is elég nehezen ítéhető meg, hogy a készpénzben történő támogatást felváltó, a jövőre vonatkozó kamattámogatást előírányzó rendszer mennyire lesz hiteles, amikor a mindenkori kormányzat nyilvánvalóan nem retten vissza – lásd nyugdíjreform – az elődei által kialakított rendszer feltételeinek utólagos módosításától.

⁴² A végrehajtók becslése.

IV. Boomok és összeomlások

Az aktívaár buborék

Az utóbbi időben igen nagy népszerűsége tett szert az aktívaár buborék (*asset price bubble*) paradigmája. Létezik rá tudományos igényű definíció⁴³, mely az általános egyensúlyelméleti modellek “*a racionalitás extrém formáján nyugvó, s ennek következtében kevésbé meggyőző*” (határ)feltételeinek feloldását követően létrejövő explozív, s ekképpen hosszútávon nyilvánvaló módon fent nem tartható megoldásait nevezi, a *fundamentális* megoldástól való elhatárolás jegyében, buboréknak. Fontos elméleti eredmény, hogy sztochasztikus környezetben egy ilyen fajta buborék lehetősége konzisztenssé tehető a hagyományos racionalitási feltételezésekkel (*rational bubbles*). Nem ellentmondás tehát, hogy a piaci szereplők, bár tudják, hogy egyfajta pilótajátékot játszanak, a *parti végének* időzítésére vonatkozó valószínűségi eloszlás tökéletes ismeretében tudatosan, és teljesen racionálisan vesznek részt abban.

A fogalmat azonban többnyire nem ebben a formalizált értelemben használják, hanem valami olyasmit értenek alatta, hogy az aktívaárak hosszú távon fent nem tartható dinamikával emelkednek⁴⁴. Ebben az értelemben a buborék piaci szereplők többé-kevésbé kollektív tévedését tételezi fel, vagyis azt, hogy nem veszik figyelembe az árdöntéseik alapjául szolgáló inkább – vagy - kevésbé explicit modelljeikben valamely tendencia fenntarthatatlanságát, s így a hibás modell alapján előre megjósolható módon tévednek. Minthogy ez a (kollektív) tévedés adott esetben a társadalom egészének kárt okoz(hat), logikusan következik, hogy a piac működését felügyelő, illetve a megfelelő eszközök felett diszponáló hatóságoknak eminens feladatuk a buborékok kialakulásának megakadályozása. Ha például nyilvánvaló, hogy az amerikai részvények túlértékeltek, akkor a FED-nek még akkor is célszerű kamatot emelni, ha az inflációs viszonyok amúgy ezt nem indokolnák. Csakhogy, mint arra – többek között – Cogley (1999) rámutat, ez a fajta *deus ex machina* szerep a piaci szereplőkkel szemben fennálló információs előnyt feltételez. Márpedig, véleménye szerint (az adott esetben) a FED nem rendelkezik olyan információs előnnyel, amely révén – akárcsak várható értékben is – helyesen

⁴³ Lásd pl. Blanchard-Fisher (1989), az idézet is innen származik.

⁴⁴ Így definiálja a fogalmat pl. az HSBC 1999-es kiadványa (Bubble Trouble: The US bubble and how it will burst), de utalhatunk az Economistra is, amely az utóbbi időben különösen gyakran cikkezik a „Wall Street-i buborékról”.

cselekedhetne. Ha ugyanis a FED közgazdászainak modellje más árat tart *“helyesnek”* mint a konkrét piaci ár, akkor az jó eséllyel annak a modellnek, illetve az abban használt változók operacionalizálásának, vagy mérésének hibájából következik. Az információs monopólium, illetve a piaci szereplők vagy a reprezentatív piaci szereplő informáltságának kérdésköre messze túlmutat ezen dolgozat keretein, így saját (jegybanki) nézőpontunkra való tekintettel – jobb híján – axiomatizáljuk, hogy van valamiféle képünk a gazdaságban fennálló egyensúlytalanságokról, s felvállalt feladatunknak tekintjük ezek megszüntetését.

Bayes-féle sztochasztikus világképünk talaján nem csupán *ex ante* nehéz megítélni valamely tendencia fenntarthatóságát, de – bár erről gyakorta megfelelkeznek – *ex post* sem sokkal könnyebb. Minthogy egy összeomlás megtörténte nem feltétlenül jelenti azt, hogy annak nagy valószínűséggel kellett bekövetkeznie, ezért megfelelő statisztikai és/vagy elméleti megfontolások nélkül felelőtlen, teljes bizonyossággal pedig lehetetlen akárcsak a múltra vonatkozólag is buborékokat azonosítani.

Ismét egy másik megközelítésből az aktívaár buborék egyszerűen deskriptív kategóriának tekinthető, amikor is a múltban lejátszódott kitartó aktívaár-emelekedés, majd az ezzel nyilvánvalóan inkonzisztens hirtelen összeomlás sémáját értjük alatta. Ebben az értelemben számos buborékot – a másik szemlélet szerint csupán buborék-*gyanús* eseménysort – találhatunk a közelmúlt gazdaságtörténetében.⁴⁵ Az HSBC tanulmánya megpróbálja azonosítani az utólag megalapozatlannak bizonyult áralakulást kiváltó (de legalább is elősegítő) faktorokat. Végző soron arra az eredményre jut, hogy a buborékok kialakulásának alapfeltétele a túlzottan laza monetáris politika. Érvelése szerint a fogyasztói árak alakulására koncentráló központi bankok a fogyasztói- illetve az eszközárakat befolyásoló aszimmetrikus sokkok, illetőleg ezen árak alakulásának eltérő dinamikus jellemzői mellett azzal, hogy csupán az inflációra koncentrálnak gyakorta maguk hoznak létre félrevezető, s hosszú távon fenntarthatatlan körülményeket. Abból ugyanis, szól a fejtegetés, hogy egy gazdaságpolitikai *mix* konzisztens a fogyasztói árak stabilitásával, még nem következik, hogy a gazdaságpolitika által indukált eszközár (*asset*

⁴⁵ Így például az angol ingatlanpiaci buborékok, közülük is a legjelentősebb a '80-as évek végén, a skandináv (svéd, norvég, finn), a francia valamint thaiföldi a ingatlanpiaci, valamint a japán ingatlan- és részvénytőke booms, a mexikói általános boom, az amerikai részvény-, illetőleg junk-bond piaci buborék, s a sor még hosszan folytatható.

price) alakulási folyamat is fenntartható hosszú távon.⁴⁶ Mindez persze betudható annak a nyilvánvaló ténynek, hogy a mindenkori monetáris politikának az eszközárak alakulására gyakorolt hatásáról a (többé-kevésbé) előre látó szereplőket tételező hagyományos makromodelljeink nemigen képesek érdemi információt nyújtani.

Egy buborék kialakulása és felfúvódása az alábbiak szerint stilizálható. Egy pozitív likviditási sokk, vagy egy liberalizációs lépés valamely eszköz piacán átmeneti keresletnövekedést okoz. Ennek következtében az eszköz ára emelkedésnek indul. Amennyiben a piac szereplői tévesen értelmezik a történeteket⁴⁷, akkor előfordulhat, hogy az eszköz árának emelkedését annak jövőbeni hozamára vonatkozó kilátások kedvezőbbre fordulásával magyarázzák. A jövőre vonatkozó magasabb hozamkilátások újabb befektetőket vonzanak az adott piacra, ami megfelelően rugalmatlan kínálat mellett önmagában is árnövelő tényezőként hat. Ha a befektetők nem a *“kőkemény fundamentumok”* alapján alakítják ki az árakra vonatkozó elképzeléseiket, úgy önmagában az árnövekedés *ex post* hozam növelő hatása képes lehet a várakozásokat visszaigazolni. Egy *bubble*-gyanús helyzetben a korábban bevett értékelési módszerek érvényüket veszítik, s a problémát az okozza, hogy a rendelkezésre álló információ alapján lehetetlen eldönteni, hogy valóban történt-e rezsimváltás a *“reálszektorban”*.⁴⁸ A buborékok kialakulásának egy egyszerű formalizált modellje a II. függelékben található.

Az irracionalitás költségei

A buborékok kialakulása, amikor is tehát valamely piacon az árak alakulása – utólag – irracionálisnak bizonyul⁴⁹, alapvetően kétféle társadalmi szintű költséggel jár. Egyrészt a fundamentális ártól való időleges eltérés torzítja a piaci mechanizmus allokációs funkciójának hatékonyságát, s ezáltal jóléti veszteséget okoz. Másrészt pedig az esetlegesen éles korrekció szakítópróbának (*stress-test*) teszi ki az intézményrendszert,

⁴⁶ Ez természetesen azt is jelenti, hogy – második közelítésben – hosszabb távon magával az árstabilitással sem konzisztens.

⁴⁷ Analógiaként gondoljunk a Lucas-féle sziget modellben az inflációs sokk értelmezésére.

⁴⁸ Az észak-amerikai, nagyrészt a *high-tech* cégek árfolyam-robbanása által vezérelt tőzsdei hossz megalapozottságáról folyó vita is arról szól, hogy vajon tényleg eljött-e egy újabb kor (információs társadalom stb.) amelyben a termelékenység a korábbinál magasabb ütemben nő, s ez alapján helyes a tőzsdék által kialakított árszint, vagy csupán átmeneti tényezők – az alacsony kamatlábak, illetve a demográfiai csúcs – által kiváltott torzulásról van szó.

⁴⁹ Legalább is determinisztikus értelemben, hiszen sztochasztikus értelemben, mint azt már említettük, utólag sem *„dönthető el”* valamely várakozás helyes vagy helytelen volta.

melynek sérülése, illetőleg hosszabb-rövidebb ideig tartó diszfunkcionalitása akár az érintett szektoron kívül is képes jelentős károkat okozni.

Az ingatlanpiacon kialakuló buborék meglehetősen magas jóléti veszteséget képes produkálni, hiszen a hibás árvárakozások mellett elhatározott/megkezdett, utólag azonban ráfizetésesnek bizonyuló – azaz Paretoi-értelemben nem hatékony – beruházásokra fordított erőforrások később csak rendkívül alacsony hatásfokkal konvertálhatók át más szektorok inputjává. Erre gyakorlatilag csupán a beruházások visszafogása ad módot. Mivel azonban az ingatlanok élettartama meglehetősen hosszú, így az amortizáció útján *“nyert”* (pontosabban: megtakarított) erőforrások csak hosszabb késleltetéssel válnak a többi szektor számára ismét diszponibilissé.

Ami buborék kipukkadása által az intézményrendszerben okozott kárt illeti, az részint a korrekció lefolyásától (mértékétől és hevességétől), részint pedig a veszteségek lokalizálhatóságától függ. Amennyiben a korrekció vesztesei jelentős tőkeáttétellel rendelkeznek, úgy nagy a valószínűsége, hogy veszteségeiket legalább is részben mások kénytelenek megfizetni. Ez tipikusan a pénzügyi rendszerbe vetett bizalom megingásával jár, illetőleg a felmerült veszteségek *„allokációjának”* időszakában a társadalom pénzügyi koordinációs mechanizmusainak részleges bénulását vonja maga után.

Ez utóbbi szempontból a hazai ingatlanpiacon az utóbbi időben bekövetkezett emelkedés, még ha magában is hordozza egy visszaesés lehetőségét, komolyabb veszélyt egyelőre nem jelent, hiszen jelentős tőkeáttétel ez ideig nem alakult ki. A helyzet természetesen könnyen megváltozhat, s ez óvatosságra kell intsen a jelzáloghitel állomány dinamikájának megítélésénél.

A pénzügyi rendszerre leselkedő veszély szempontjából közel sem mindegy, hogy a hitel fedezeteként szolgáló ingatlan mekkora tranzakciós költséggel értékesíthető. Az ingatlanárak esése ugyanis például a saját lakás céljára megvásárolt ingatlan tulajdonosát csupán elsüllyedt (*sunk*) alternatív költséggel szembesíti, s – önmagában – aligha vezet a törlesztés felfüggesztéséhez. Ez a kör, minthogy az illikvid eszköz mindenkori reprezentatív piaci ára számára közel irreleváns, az árak esésére rövid távon gyakorlatilag nem reagál. Ugyanakkor egy ingatlanbefektetéssel/fejlesztéssel foglalkozó vállalkozás – *horribile dictu*: bank – esetében a vagyronvesztés viszonylag hamar explicite megjelenik, ami az adott vállalattal szemben fennálló kötelezettségek kockázatának növekedése révén a gazdaság más területeire is tovagyűrűző hatásokat képes kiváltani. Magának az áresésnek a mértéke is függ a piac likviditástól, hiszen egy kevésbé likvid piacon – pl.

saját tulajdonú lakások esetén a prohibítív magas (szubjektív) tranzakciós költségek révén – sokkal kisebb a lefelé irányuló (parciális) pozitív visszacsatolás⁵⁰ jelentősége. A nemzetközi tapasztalatok alapján nyilvánvaló, hogy az ingatlanpiac összeomlása nem a lakossági jelzáloghitelek, hanem az ingatlanfejlesztéseket (közvetlenül) finanszírozó bankok, illetve a jelentős ingatlanbirodalmukat igen nagy tőkeáttétellel kiépítő nagyvállalkozók⁵¹ csődjén keresztül okoz kárt a pénzügyi rendszerben.

A folyó költségvetés szempontjából egy ingatlanpiaci fellendülés mindenképpen kedvező, hiszen ez újabb adók (explicit) kivetése nélkül növeli a folyó bevételeket. Az árszint túllövése – amikor is tehát egy az egyensúlyinál gyorsabb árnövekedést később egy korrekció követ – a költségvetési stabilizátor révén az államháztartás helyzetét rövid távon javítja. Ennek megfelelően a kormányzat szempontjából az eszközár-buborék közel azonos elbírálás alá esik a túlhajsztolt ütemű – azaz szintén fenntarthatatlan – kibocsátás növekedéssel.⁵²

Milyen potenciális veszélyeket hordoz a jelzáloghitelezés beindulása

A fentebbiek alapján számos tényező valószínűsíti, hogy a közeljövőben jelentősen megnő a jelzáloghitelek szerepe. A kormányzat eltökéltnek látszó szándéka a jelzálog jogi intézményének „rendbetétele”⁵³, s valószínű, hogy a lakástámogatási rendszer átalakítását követően a korábbi egyösszegű támogatást (*szocpol*) előbb-utóbb a jelzálog-hitelhez kapcsolódó kamattámogatás váltja majd fel. Az infláció, s ezáltal a nominális kamatszint csökkenése gazdaságossá teszi a hosszabb futamidejű konstrukciókat, s mint láttuk, ez önmagában is ösztönzőleg hat a jelzáloghitelezésre. Az utóbbi évben lezajlott – s egyelőre töretlennek tűnő – ingatlanár emelkedés következményeként a biztosítékok

⁵⁰ A pozitív visszacsatolás alatt azon mechanizmusok értendők, amelyek révén valamely változás olyan hatást vált ki, amely az eredeti változás irányába mutat. Például visszatekintő komponens (is) tartalmazó várakozások esetén az áremelkedés újabb vásárlókat vonz a piacra, míg az áresés az eladói oldal erősödését (s a vevők kivárást) vonja maga után. Összetett modellekben ez a hatás természetesen csupán parciális, ez azonban nem zárja ki, hogy rövid távon – bizonyos paramétertartományon belül – az eredő hatás is pozitívvá váljék, ami az adott példában a felfelé ívelő szakaszban *boom*, majd a folyamat irányának megfordulásával pánik kialakulásához vezet(het).

⁵¹ Immáron itthon is található mindkettőre eklatáns példa.

⁵² Ebből logikailag következik, hogy a kormány „*ellensúlyát*” jelentő intézmények szempontjából is megfontolandó a hasonlóság.

⁵³ Ez a törekvés explicite szerepel a kormányprogramban, s erre utalnak a földhivatali nyilvántartás korszerűsítésére, a lemaradások „*erőltetett ütemű*” felszámolására, valamint az igazságszolgáltatás „*gyorsítására*” irányuló erőfeszítések.

értéke jelentősen megnőtt. Amennyiben a hitelintézetek további ingatlanár emelkedésre számítanak, továbbá nő a végrehajtás során az ingatlan aktuális piaci értékéből a pénzügyintézeteknek jutó értékhányad, úgy egyre nagyobb LTV-jű konstrukciók megjelenésére lehet majd számítani. Várható továbbá, hogy a jelzálog, mint biztosíték minőségének javulásával a hitelebíráskor mind puhább korlátot jelent majd az igazolt jövedelem alacsony szintje.⁵⁴ A kockázatok csökkenése, illetőleg a verseny erősödése révén a jelenleg irreálisan magas reálkamatok is minden bizonnyal csökkenni fognak.

A jelzáloghitelezés felfutása több problémát is felvet. Először is az ingatlanfinanszírozásban bekövetkező rezsimváltás – nevezetesen az, hogy az előzetes takarékoskodás (készpénzzel történő vásárlás) helyét átveszi az utólagos törlesztéses megtakarítás (hitelből történő vásárlás) – egy egyszeri (tranziens) megtakarítás csökkenést jelent. A jelenleg szinte terheletlen (ingatlan)vagyontömeg fedezete mellett felvett kölcsönök révén a lakossági hitelállomány makroszinten viszonylag rövid idő alatt jelentős mértékben nőhet, ami rövid távon egyensúlyromlást implicálhat. Másrészt a kialakuló magas – minden bizonnyal változó kamatozású – lakossági hitelállomány a kamattranszmissziós mechanizmusok révén alapvetően befolyásolja a monetáris politika keretfeltételeit. Nagy-Britannia szerepe a '92-es ERM válságban, az EMU-ból való kimaradása, illetve az esetleges csatlakozással kapcsolatos éles vita jól illusztrálja a magas *mortgage* állománynak a jegybanki politika mozgásterét szűkítő hatását.

Ha egy esetleges lakossági hitelexpanzió fedezete külföldről származik, úgy ráadásul növekszik az ország sebezhetősége, hiszen tovább nő kiszolgáltatottságunk a nemzetközi likviditási helyzet ingadozásaival szemben. Kötött árfolyamrendszer esetén a hazai monetáris politikának egész kevés lehetősége van a kamatszintnek a gazdasági ciklushoz történő igazítására, illetve a nemzetközi kamat-sokkok tompítására. Jelentős lakossági hitelállomány mellett a fizetett kamatok esetleges megugrása a háztartások rendelkezésre álló jövedelmének csökkenése révén erős, a hazai monetáris politika által nehezen kompenzálható restriktív eredményez. A jelen árfolyamrendszer sikere alighanem a nemzetközi mércével mérve meglehetősen alacsony monetáris áttételnek is köszönhető. Érdekes tehát elgondolkodni azon, miképpen befolyásolja a kötött

⁵⁴ Hazánkban kiterjedt szürkegazdaságnak „köszönhetően” a magas jövedelműek egy jelentős köre nem képes a bankrendszer felé igazolni az – adóhivatal elől elrejtett – jövedelmét. Elég, ha csak arra gondolunk, hogy az egyéni vállalkozók az APEH felé – országos átlagban (!) – rendre minimálbér-körüli jövedelmet vallanak be.

árfolyamrendszer fenntarthatóságát a lakossági hitelállomány esetleges jelentős növekedése.

A másik potenciális problémát egy esetleges ingatlanpiaci buborék kialakulása, illetőleg ez utóbbi idővel elkerülhetetlen kipukkadása okozhatja. Ha az ingatlanpiacra – tranziens módon – beáramló pénzmennyiség által indukált aktívaár-infláció a tökéletes előrelátás hiányában a piaci aktorokban rövid távon önbeteljesítő, hosszabb távon azonban illuzórikus ár- illetve hozamvárakozásokat ébreszt, úgy a folyamat erőforrás-pazarló, utólag feleslegesnek bizonyuló ingatlanberuházásokhoz, ill. az (ingatlanár) korrekció bekövetkeztekor a banki fedezetek eróziója révén súlyos esetben akár jelentős pénzügyi válsághoz is vezethet. Az ingatlanpiac összeomlása a fejlett pénzügyi rendszerrel rendelkező országokban is okozhat komoly intézményi problémákat (lásd pl. Japán, Franciaország), az újkeletűen liberalizált finansziális szektorral rendelkező országokban pedig, mint azt Thaiföld példája illusztrálja, egyenesen katasztrófához vezethet. Ez utóbbi szempontból valószínűleg komoly előnyt jelent a magyar bankrendszer tulajdonosi szerkezetét meghatározó külföldi szakmai befektetői háttér. Ez egyrészt tőkeerejénél, másrészt (talán) tapasztalatai alapján viszonylag védett a helyi pénzügyi rendszernek egy esetleges ingatlanpiaci visszaesést követő megroppanása ellen. Ebből a szempontból kevésbé szerencsés a két legnagyobb hazai *retail* bank tulajdonosi struktúrája, ami megfelelő prudencia hiányában könnyen egy esetleges ingatlanpiaci összeomlás legfőbb veszteseinek szerepére predesztinálja őket. Célszerűnek tűnik tehát, hogy a felettük felügyeleti, avagy éppenséggel tulajdonosi jogkört gyakorló állami intézmények különös figyelmet fordítsanak a prudens üzletpolitika kialakítására.

A hazai lakásberuházások azon, a második fejezetben tárgyalt sajátossága, mely szerint is mindenki „*maga építi a házát*”, szintén a pénzügyi intézményrendszer kiszolgáltatottságát csökkenti. A hitelezés felfutásának hatását vizsgálva arról sem szabad megfeledkeznünk, hogy az éppenséggel az intézményrendszer számára legkisebb rendszerkockázatot hordozó (magán)lakáshitelezési szektorban várható. Az igazi kockázatot jelentő kereskedelmi célú ingatlanok – bevásárlóközpontok, iroda- és parkolóházak stb. – (potenciális)építtetői már hosszabb ideje jól hitelezhetők.⁵⁵

Amennyiben elfogadjuk, hogy a pénzügyi „*liberalizációt*” követően megnövekszik a buborék kialakulásának az esélye, vagyis a piac egyes szereplői hajlamosak túlértékelni

⁵⁵ Ezen szektor jelentős expanzióját, ha egyáltalán, csupán egy jelentős monetáris lazítás lenne képes stimulálni.

a többi szereplő (hosszú távú, fundamentális) keresletét, s az átmeneti likviditásbővülés következtében megugró árak alapján a meghatározó többség hosszabb távra vonatkozólag hibás következtetésre jut, úgy megkockáztatható, hogy az ingatlanhitelezés felfutásával kapcsolatos rezsimváltásra alighanem elég rosszkor kerül éppen most sor, amikor is egy korábbi „negatív buborék” szertefoszlását követően az árak amúgy is félrevezető ütemben emelkednek. A likviditás bővülése képes lehet a közelmúltban kialakult, hosszú távon értelemszerűen tarthatatlan árdinamikát még egy ideig konzerválni, ami pedig a buborék fennmaradásához szükséges „tömegpszichózis” melegágyává válhat.⁵⁶

Míthogy az ingatlanárak emelkedése a rendszerváltást követően tartósan elmaradtak nemcsak az inflációtól, de a környező, hasonló helyzetben lévő országokban lezajlott *asset price* inflációtól is, így igen valószínű, hogy a lakások – a valamiféle fundamentális árszinthez képest – alulértékeltté váltak. A negatív ártrend megtörését úgy tűnik szorosan fogja követni egy pénzügyi „liberalizáció”, amely már önmagában is egy (deskriptív értelemben vett) buborék kialakulásához vezethet. Félő, hogy mindezek következtében a hazai ingatlanárak túllövással fognak igazodni, azaz hosszabb távon (3-5 év) nem kerülhető el egy, akár jelentősebb áresés.

⁵⁶ Elég ha csak egyre többen „ismerik fel”, hogy – akárcsak a földárak esetében – az EU-ban az ingatlanárak is többszöröse a hazainak.

V. Konklúzió

A tanulmány abból a feltételezésből indul ki, hogy a hazai lakáshitel piacon a közeljövőben fordulat várható. Ez, kiegészülve az állami támogatási rendszer változásával az utóbbi időszakban lejátszódott jelentős áremelkedés folytatódását vetíti előre.

A nemzetközi tapasztalatok azt mutatják, hogy az ingatlanpiac nem képes „ideális” módon betölteni információs szerepét, s a tökéletlen igazodás a piac jellegéből adódóan akár több év távlatában is jelentős amplitúdójú ciklusokat képes produkálni. Egy ilyen rendszert racionális várakozásokon alapuló modellekkel vizsgálva a tapasztalt hektikus áralakulás elég nehezen magyarázható a fundamentumok változásával. A rendszer – adott esetben nem is olyan – rövid távú dinamikájának megértéséhez segítséget nyújthat a pozitív visszacsatolások, illetőleg az erre épülő fellendülés/összeomlás paradigmái.

Hazánkban a jelzáloghitelezés feltételeinek megteremtése időben nem sokkal követi a korábbi negatív piaci trend megfordulását. Mindez az EU csatlakozással kapcsolatos, s a jövedelmi viszonyokkal minden bizonnyal inkompatibilis gyors ingatlanár-igazodási *várakozások* mellett jó eséllyel az ingatlanárak későbbi visszaeséséhez fog majd elvezetni.

A lakosság megtakarítása a hitelexpanzió ideje alatt makroökonómiai szempontból szignifikáns mértékben csökkenhet, az ingatlanpiaci fellendülés az új építkezések, illetve a felújítással kapcsolatos évtizedes elmaradások pótlásának importigénye révén a külső egyensúlyt rontja. A vagyonhatáson keresztül a lakosság fogyasztása valószínűleg hosszabb távon is emelkedik, bár ezen érv diszkussziójával a dolgozat (jelen) keretei között nem foglalkoztunk. A folyó költségvetés helyzetét a fellendülés szakaszában az élénkülő belső kereslet, valamint az ingatlanhoz közvetlenül kapcsolódó adó és adó-jellegű bevételek növekedése tranziens módon javítják.

A lakáspiaci „*buborék*” esetleges kipukkadása a pénzügyi intézményrendszer stabilitása szempontjából nem valószínű, hogy komolyabb kockázatot jelentene, mindazonáltal az éles eszközár-korrekciónak lehetősége miatt fontos lehet a megfelelő prudenciális szabályozás.

A Jegybank részéről a fentebbieken túlmenően figyelmet érdemel a lakosság hitelhez jutási esélyeinek javulásából adódó potenciális külső eladósodás, valamint a

monetáris áttétel növekedésének a kamat-transzmissziós mechanizmusra gyakorolt hatása.

Az aktív állami lakáspolitikai (liberális) közgazdasági érvekkel nehezen igazolható. A szociálpolitikai indíttatású jövedelemtranszfer hatékonyságának feltétele, hogy a támogatottak köre jól elhatárolható, s kellőképpen szűk legyen. Szociális megfontolások alapján nem a lakáshoz jutást, hanem közvetlenül a lakhatást célszerű támogatni. Az új lakáspolitikai koncepció révén a kormányzat a gazdaságnak egy a hazai kis- és közepes vállalkozások által dominált, importigényesség szempontjából azonban kedvezőtlen adottságú szegmensét kívánja ösztönözni, miközben a támogatás révén közvetlenül, az eszközárarányok módosulása révén pedig közvetve vagyont csoportosít át a magasabb jövedelmű rétegek javára.

A Magyarországon jelenleg működő, új ingatlanok létrehozásához kötődő támogatási rendszer káros módon torzítja az eszközárakat, s ennek révén nehezen becsülhető, de valószínűleg igen jelentős jóléti veszteséget okoz. A támogatási rendszer ezen korlátjának feloldása – *ceteris paribus* – megemeli a lakásárakat, amit csak fokoz, ha a folyó állami támogatások mértéke a költségvetési előirányzat emelkedése, illetőleg az implicit eladósodás révén megnövekszik.

A lakosság likviditási korlátjának „keménységét” döntő mértékben meghatározó jelzáloghitel szektor – hazánkban nyilvánvaló – elmaradottsága szintén jelentős jóléti veszteséget okoz. Ennek megfelelően a pénzügyi rendszer eme szegmensének fejlesztése jól felfogott politikai cél, ami legelső helyen a megfelelő intézményi/jogi infrastruktúra kialakítását teszi szükségessé. A jelzáloghitelezés kívánatosnak tartott felfutását széleskörű kamattámogatással siettetni az ingatlanszektor költségvetési dotációjáról elmondottak alapján nem látszik célszerűnek. Amennyiben elfogadjuk, hogy a bankrendszer – a külső pénzügyi sokkoknak kitett kis nyitott gazdaság körülményei között – nem képes a kiterjedt jelzáloghitelezéshez szükséges lejárat transzformációra, illetőleg ami ezzel ekvivalens, az árfolyam- és kamatkockázatok hatékony redisztribúciójára, úgy indokoltnak látszik az állam kiegyensúlyozó, (*ex*- és/vagy *implicit*) garanciális szerepvállalása.

Irodalom

- Olivier J. Blanchard – Stanley Fisher: **Lectures on Macroeconomics**; *MIT Press, 1989, Chapter 5: Multiple Equilibria, Bubbles and Stability*
- Timothy Cogley: **Should the FED Take Deliberate Steps to Deflate Asset Price Bubbles?** *FRBSF Economic Review 1999, No.1*
- Csilléry Józsefné – Gubó Józsefné – Vincze Judit: **A pénzintézetek lakáshitelezéssel kapcsolatos tevékenységének elemzése**; MNB 1999. szeptember
- Douglas Diamond: **Átmeneti állapot a Közép-Európai lakásfinanszírozásban**; *a Lakásfinanszírozás Magyarországon Konferenciára (98.XI.11-12) készült tanulmány*
- Hegedüs József – Várhegyi Éva: **A lakásfinanszírozás válsága a '90-es években**; *Közgazdasági Szemle XLVI 1999 február, 101-120. o.*
- Hegedüs József – Zsámboki Katalin: **The Transformation of the Housing Sector 1989-1998: Macroeconomic Considerations**; *a Lakásfinanszírozás Magyarországon Konferenciára (98.XI.11-12) készült tanulmány*
- Iványi György: **Hogyan működhet a lakásfinanszírozás?**, Magyar Hírlap 1999. november 23.
- Luigi Guiso – Tullio Japelli: **Private Transfers, Borrowing Constraints and the Timing of Home Ownership**; *CEPR Discussion Papers No.2050*
- John Muellbauer – Anthony Murphy: **Booms and Busts in the UK Housing Market**; *The Economic Journal 107 (November 1997) pp. 1701-1727.*
- Andrei Shleifer – Robert Vishney: **The Limits of Arbitrage**; *Journal of Finance 52/1. (Jan. 1997)*
- Várhegyi Éva: **A lakásfinanszírozás kilátásai a kereskedelmi bankoknál**; *a Lakásfinanszírozás Magyarországon Konferenciára (98.XI.11-12) készült tanulmány*
- Bubble Trouble: The US bubble and how it will burst**; *HSBC Economics and Investment Strategy, July 1999*
- Lakossági Hitelmegtérülés: Hitelezési Kockázat kezelése**; *Lakásfinanszírozás Magyarországon Konferencia; 98.XI.11-12 – A Hitelmegtérülési Munkacsoport Jelentése*
- HomePath Glossary on Mortgage Market**, <http://www.homepath.com/glotextc.html>

I. Függelék

Az infláció a magasabb nominális kamatok révén azonos reálkamatszint mellett is csökkenti a hosszú távú, annuitásos konstrukcióval történő hitelezés esélyeit, hiszen a magasabb nominális kamatszint mellett a hagyományos kondíciójú hitel reál értelemben hamarabb kerül visszafizetésre. Ez lerövidíti az effektív futamidőt, s az első részletek relatív súlyának növekedtével a – jellemző módon – adott törlesztési erő mellett csökkenti a kihelyezhető összeget.

A jelenséget egy egyszerű számpéldával igyekszem illusztrálni. Különböző – a futamidő alatt fixnek tekintett – infláció, az erre rakódó 5% reálkamat mellett vizsgálom, hogy a kölcsön felvevője éves jövedelme hányszorosának megfelelő összegig hitelezhető. Az általános gyakorlatnak megfelelően a törlesztőrészlet felső határának a havi nettó jövedelem 30 százalékát tekintem. A folyósítási és egyéb irreguláris vagy nem kamatként meghatározott költségekkel az egyszerűség kedvéért nem foglalkozom.

A fentiek alapján a kihelyezhető összeg:

$$D = \frac{0.3 * S}{AF(12 * N; ((1 + \Pi) * 1.05)^{1/12} - 1)}$$

ahol is S a havi nettó jövedelem, N a futamidő években, Π az éves infláció, az annuitás faktor definíció szerint

$$AF(n, r) = \frac{1}{r} \left(1 - \frac{1}{(1 + r)^n} \right)$$

Az alábbi táblázat a fenti módon számított hitelösszeg ill. az éves jövedelem ($12 * S$) arányát mutatja néhány reprezentatív esetben:

Π Π Π Π Π N :	5 év	10 év	20 év	30 év
2.0%	1.27	2.16	3.26	3.80
5.0%	1.18	1.91	2.63	2.90
10.0%	1.06	1.58	1.95	2.04
15.0%	0.96	1.34	1.54	1.57
20.0%	0.88	1.16	1.27	1.28
30.0%	0.75	0.91	0.95	0.95

Kihelyezhető hitel és az éves jövedelem aránya

Látható, hogy 30% infláció mellett a 10 helyett 30 év törlesztés vállalása már gyakorlatilag nem jelent növekedést a kihelyezhető összegben, amely semmilyen futamidő mellett sem éri el az éves jövedelmet.⁵⁷ Másfelől, pl. könnyen kiszámítható, hogy 13.1% infláció alatt már az 5 éves futamidő vállalása is elegendő ahhoz, hogy a hitel felvevője egy teljes évi nettó jövedelmével megegyező kölcsönhöz jusson.

Amennyiben a háztartás havi nettó jövedelme 75 000 Ft⁵⁸, úgy hitelképessége az alábbiak szerint alakul:

□□□□□□	5 év	10 év	20 év	30 év
2.0%	1 139 580	1 948 298	2 929 505	3 423 663
5.0%	1 063 946	1 717 116	2 364 279	2 608 188
10.0%	956 362 Ft	1 421 639	1 758 127	1 837 771
15.0%	867 292 Ft	1 205 146	1 388 027	1 415 780
20.0%	792 718 Ft	1 042 330	1 145 678	1 155 924
30.0%	675 783 Ft	818 392 Ft	854 836 Ft	856 459 Ft

Az átlagos jövedelmű háztartás által felvehető hitel (Ft)

Hangsúlyozni szeretném, hogy a fenti számítás alapján csupán azon korlát vizsgálható, mely szerint a legelső törlesztőrészlet nem haladhatja meg a havi nettó jövedelem bizonyos hányadát (esetünkben 30%). A különböző inflációs scenáriók mellett felvett maximális hitelösszeg reálterhe természetesen azonos futamidő esetén is eltér egymástól. A reálterhek alakulásának vizsgálatához sokkal több és pontosabb feltételezéssel kellene élnünk, ami meghaladja jelen dolgozat kereteit.

Bár a teljes futamidő alatt állandó inflációs ráta irreális feltételezés, a hitelképesség vizsgálat gyakorlatilag mégis a fent leírt módszerhez hasonlatos módon történik. A kamatláb (esetünkben infláció+reálkamat) változásakor az annuitás újraszámolásra kerül, de értelemszerűen ekkor már nem kerül sor újabb hitel kihelyezésére (kamatcsökkenés esetén), sem pedig a kint lévő hitel valamiféle visszahívására (növekvő kamat esetén). Ugyanígy nem kerül sor többé a “30 százalékos szabály” ellenőrzésére a havi nettó jövedelem változása esetén sem. Ebből következőleg elképzelhető, hogy alacsony kezdeti infláció (s ebből következőleg: alacsony induló kamatláb) esetén egy későbbi agresszív

⁵⁷ A kölcsönösszeg elméleti maximuma – örökjáradék szerű törlesztés vállalása esetén – az annuitás jelenértéke, azaz 30% infláció esetén az éves jövedelem 95.1%-a.

⁵⁸ KSH ...

kamatemelést követően a törlesztőrészlet reál értelemben is nőhet, vagyis változatlan reáljövedelem mellett is hosszabb-rövidebb időre felé kerülhet a nettó jövedelem bővös 30 százaléka. Ez a veszély tehát egyrészt az esetleges kamatemelkedés mértékétől függ (hiszen ez emeli a későbbi törlesztőrészletet), másrésztől függ az inflációnak a szerződéskötést követő alakulásától, hiszen ez utóbbi csökkenti a törlesztőrészlet reálértékét.

Az alacsony induló nominálkamatszint esetén nem kizárt, hogy a háztartások *“túlvállalják”* magukat abban az értelemben, hogy a későbbiekben esetleg nem hogy enyhülni nem fog a (jövedelmükhöz viszonyított) kamatteher, de még esetleg emelkedik is. A 30 százalékos szabálynak – ami egyébként a hazai végrehajtási szabályokból a nemzetközi normákkal konform módon adódik – a mindenkorin kamatszint, illetőleg a kamatszint várható elmozdulásának irányára (nagyságára) való tekintet nélkül történő alkalmazása a bankrendszer (egésze) részéről tehát nem feltétlenül tekinthető racionális és/vagy prudens magatartásnak.

II. Függelék

Valamely piaccal rendelkező *asset* időszakai hozamát az általa biztosított folyó jövedelem és az eszköz árában az időszak alatt bekövetkező változás együttesen határozza meg. A hozam *ex ante* tehát:

$$r_t = \frac{E_t(D_{t+1}) + E_t(P_{t+1}) - P_t}{P_t}$$

ahol D a tartott eszköz által generált *cash-flow*, P az eszköz ára, $E_t(\cdot)$ pedig a várakozások – a t időszak információs bázisán történő – képzésének operátora.

Amennyiben kizárható a pilótajátékok (*Ponzi-games*) lehetősége, vagyis

$$\lim_{T \rightarrow \infty} E_0\left(\frac{P_T}{\prod_{t \leq T} (1 + r_t)}\right) = 0$$

úgy viszonylag könnyen belátható, hogy megfelelő tőkemobilitás, s ehhez mérten megfelelően kis piac esetén az árak meg kell egyeznie az exogénnek tekinthető elvárt hozam (\mathbf{r} vektor) által meghatározott fundamentális értékkel:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_0(D_t)}{\prod_{\tau \leq t} (1 + r_{\tau})}$$

Amennyiben P_0 fentebbi értéke nyilvánvaló – akárcsak a piac néhány szereplője számára is – továbbá lehetőség van a mindenkori árak a fundamentális értéktől való eltérését megfelelő spekulációs stratégiával kiaknázni, akkor a piaci mechanizmus meglehetősen pontosan fogja “*produkálni*” a fundamentális árat. Amennyiben a fundamentális érték bizonytalan és/vagy a spekuláció korlátokba ütközik, úgy nincs garancia a helyes árazásra.

Az átmenet természetesen elmosódik: a különböző eszközök fundamentális árának bizonytalansága széles határok között mozog. Minél hosszabb egy eszköz élettartama, minél bizonytalanabb a tartása révén elérhető (folyó) jövedelem várható értéke, továbbá minél rugalmatlanabb a kínálata és kiszámíthatatlanabb a (fundamentális) kereslete, s nem utolsósorban minél inkább eltér a piac szereplőinek ezekről a paramétereikről

alkotott véleménye, annál bizonytalanabb a *“helyes ár”*.⁵⁹ A spekulációt a gyakorlatban korlátozzák az esetleges fix költségek – amelyek révén kis áreltérés esetén nem lehet kifizetődő módon *“arbitrálni”* – az intézményi korlátok (a piac *inkomplett* volta), az esetleges likviditási korlátok, valamint ez utóbbival kiegészülve a fundamentális érték bizonytalanságával nagyban összefüggő spekulációs kockázatok.⁶⁰ Márpedig a fundamentális ár bizonytalansága és a spekuláció (technikai jellegű) korlátai jelentősen rontják a piaci mechanizmus hatékonyságát.

A fundamentális ár stabilitása tehát nagyban függ az ahhoz történő konvergenciát biztosító mechanizmus eredményességétől. Ez utóbbi pontosan az az aspektus, amitől a fundamentális megoldást *“előállító”* (makró)modellek tipikusan elvonatkoztatnak.

Az esetleges buborékok vizsgálata tehát felfogható úgy is, mint egy a bizonytalanságot racionális várakozások tételezésével *“elintéző”* makromodell axiómáinak feszegetése, vagy ha tetszik, az eredmény stabilitásának egy fajta technikai jellegű vizsgálata.

⁵⁹ A klasszikus *piactisztító ár* paradigmája csak igen nyakatekert módon alkalmazható például az aranypiacra, ahol tonnaszámba van jelen *„felesleg”*, s ahol éppen a magas készletek révén – amiben korántsem csupán a monetáris arany foglaltatik benne – a fundamentális ár (ha létezik egyáltalán ilyesmi!) gyakorlatilag nem határozható meg.

⁶⁰ Ezzel kapcsolatban lásd *Schleifer-Vishny (1997)* cikket.

MNB Füzetek / NBH Working Papers:

1995/1 (november)

Simon András: Aggregált kereslet és kínálat, termelés és külkereskedelem a magyar gazdaságban 1990-1994

1995/2 (november)

Neményi Judit: A Magyar Nemzeti Bank devizaadósságán felhalmozódó árfolyamveszteség kérdései

1995/3 (február)

Dr. Kun János: Seignorage és az államadósság terhei

1996/1 (március)

Simon András: Az infláció tényezői 1990-1995-ben

1996/2 (június)

Neményi Judit: A tőkebeáramlás, a makrogazdasági egyensúly és az eladósodási folyamat összefüggései a Magyar Nemzeti Bank eredményének alakulásával.

1996/3 (június)

Simon András: Sterilizáció, kamatpolitika az államháztartás és a fizetési mérleg

1996/4 (július)

Darvas Zsolt: Kamatkülönbség és árfolyam-várakozások

1996/5 (augusztus)

Vincze János - Zsoldos István: A fogyasztói árak struktúrája, szintje és alakulása Magyarországon 1991-1996-ban
Ökonometria vizsgálat a részletes fogyasztói árindex alapján

1996/6 (augusztus)

Csermely Ágnes: A vállalkozások banki finanszírozása Magyarországon 1991-1994

1996/7 (szeptember)

Dr. Balassa Ákos: A vállalkozói szektor hosszú távú finanszírozásának helyzete és fejlődési irányai

1997/1 (január)

Csermely Ágnes: Az inflációs célkitűzés rendszere

1997/2 (március)

Vincze János: A stabilizáció hatása az árakra, és az árak és a termelés (értékesítés) közötti összefüggésekre

1997/3 (április)

Barabás Gyula - Hamecz István: Tőkebeáramlás, sterilizáció és pénzmennyiség

1997/4 (május)

Zsoldos István: A lakosság megtakarítási és portfólió döntései Magyarországon 1980-1996.

1997/5 (június)

Árvai Zsófia: A sterilizáció és tőkebeáramlás ökonometria elemzése

1997/6 (augusztus)

Zsoldos István: A lakosság Divisia-pénz tartási viselkedése Magyarországon

1998/1 (január)

Árvai Zsófia - Vincze János: Valuták sebezhetősége: Pénzügyi válságok a '90-es években

1998/2 (március)

Csajbók Attila: Zéró-kupon hozamgörbe becslés jegybanki szemszögből
ZERO-COUPON YIELD CURVE ESTIMATION FROM A CENTRAL BANK PERSPECTIVE

1998/ 3 (március)

Kovács Mihály András - Simon András: A reálárfolyam összetevői
THE COMPONENTS OF THE REAL EXCHANGE RATE IN HUNGARY

1998/4 (március)

P.Kiss Gábor: Az államháztartás szerepe Magyarországon
THE ROLE OF GENERAL GOVERNMENT IN HUNGARY

1998/5 (április)

Barabás Gyula - Hamecz István - Neményi Judit: A költségvetés finanszírozási rendszerének átalakítása és az eladósodás megfékezése Magyarországon tapasztalatai a piacgazdaság átmeneti időszakában
FISCAL CONSOLIDATION, PUBLIC DEBT CONTAINMENT AND DISINFLATION
Hungary's Experience in Transition

1998/6 (augusztus)

Jakab M. Zoltán-Szapáry György: A csúszó leértékelés tapasztalatai Magyarországon

1998/7 (október)

Tóth István János - Vincze János: Magyar vállalatok árképzési gyakorlata

1998/8 (október)

Kovács Mihály András: Mit mutatnak?
Különbféle reálárfolyam-mutatók áttekintése és a magyar gazdaság ár- és költség-versenyképességének értékelése

1998/9 (október)

Darvas Zsolt: Moderált inflációk csökkentése
Összehasonlító vizsgálat a nyolcvanas-kilencvenes évek dezinflációit kísérő folyamatokról

1998/10 (november)

Árvai Zsófia: A piaci és kereskedelmi banki kamatok közötti transzmisszió 1992 és 1998 között
THE INTEREST RATE TRANSMISSION MECHANISM BETWEEN MARKET AND COMMERCIAL BANK RATES

1998/11 (november)

P. Kiss Gábor: A költségvetés tervezése és a fiskális átláthatóság aktuális problémái

1998/12 (november)

Jakab M. Zoltán: A valutakosár megválasztásának szempontjai Magyarországon

1999/1 (January)

ÁGNES CSERMELY-JÁNOS VINCZE: LEVERAGE AND FOREIGN OWNERSHIP IN HUNGARY

1999/2 (március)

Tóth Áron: Kísérlet a hatékonyság empirikus elemzésére a magyar bankrendszerben

1999/3 (március)

Darvas Zsolt-Simon András: A növekedés makrogazdasági feltételei
Gazdaságpolitikai alternatívák

CAPITAL STOCK AND ECONOMIC DEVELOPMENT IN HUNGARY (May 1999)

1999/4 (április)

Lieli Róbert: Idősormodelleken alapuló inflációs előrejelzések
Egyváltozós módszerek

1999/5 (április)

Ferenczi Barnabás: A hazai munkaerőpiaci folyamatok Jegybanki
szemszögből
Stilizált tények
LABOUR MARKET DEVELOPMENTS IN HUNGARY FROM A CENTRAL BANK PERSPECTIVE -
Stylized Facts

1999/6 (május)

Jakab M. Zoltán - Kovács Mihály András: A reálárfolyam-ingadozások főbb
meghatározói Magyarországon
DETERMINANTS OF REAL-EXCHANGE RATE FLUCTUATIONS IN HUNGARY

1999/7 (July)

ATTILA CSAJBÓK: INFORMATION IN T-BILL AUCTION BID DISTRIBUTIONS

1999/8 (július)

Benczúr Péter: A magyar nyugdíjrendszerben rejlő implicit államadósság-
állomány változásának becslése
CHANGES IN THE IMPLICIT DEBT BURDEN OF THE HUNGARIAN SOCIAL SECURITY SYSTEM

1999/9 (augusztus)

Vígh-Mikle Szabolcs-Zsámboki Balázs: A bankrendszer mérlegének
denominációs összetétele 1991-1998 között

1999/10 (szeptember)

Darvas Zsolt-Szapáry György: A nemzetközi pénzügyi válságok tova-
terjedése különböző árfolyamrendszerekben
FINANCIAL CONTAGION UNDER DIFFERENT EXCHANGE RATE REGIMES

1999/11 (szeptember)

Oszlay András: Elméletek és tények a külföldi működőtőke-befektetésekről

2000/1 (január)

Jakab M. Zoltán - Kovács Mihály András - Oszlay András: Hová tart a
külkereskedelmi integráció?
Becslések három kelet-közép-európai ország egyensúlyi külkereskedelmére

2000/2 (February)

SÁNDOR VALKOVSZKY - JÁNOS VINCZE: ESTIMATES OF AND PROBLEMS WITH CORE INFLATION IN HUNGARY

2000/3 (március)

Valkovszky Sándor: A magyar lakáspiac helyzete