

# **MNB Füzetek**

**2000/8**

Árvai Zsófia – Menczel Péter:

**A MAGYAR HÁZTARTÁSOK MEGTAKARÍTÁSAI 1995 ÉS 2000 KÖZÖTT**

2000. december

Online ISSN: 1585 5597

ISSN 1219 9575

ISBN 963 9057 81 9

Árvai Zsófia: munkatárs, Közgazdasági és kutatási főosztály

E-mail: [arvaizs@mnb.hu](mailto:arvaizs@mnb.hu)

Menczel Péter: munkatárs, Statisztikai főosztály

E-mail: [menczelp@mnb.hu](mailto:menczelp@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>

## **Tartalomjegyzék**

<b>KÖVETKEZTETÉSEK.....</b>	<b>5</b>
<b>BEVEZETÉS .....</b>	<b>7</b>
<b>1. HÁZTARTÁSI MEGTAKARÍTÁSOK A NYOLCVANAS ÉS KILENCVENES ÉVEKBEN: NEMZETKÖZI</b>	
<b>TAPASZTALATOK.....</b>	<b>8</b>
<b>2. A HÁZTARTÁSOK PÉNZÜGYI VAGYONÁNAK ÉS MEGTAKARÍTÁSI VISELKEDÉSÉNEK FŐBB JELLEMZŐI..</b>	<b>11</b>
<b>3. HELYETTESÍTÉSI, JÖVEDELMI ÉS VAGYONHATÁS.....</b>	<b>13</b>
3.1 Helyettesítési hatás .....	14
3.2 Jövedelmi hatás.....	15
3.3 Vagyonhatás.....	17
<b>4. A PÉNZÜGYI VAGYON SZERKEZETÉBEN VÉGBEMENT ÉS A JÖVŐBEN VÁRHATÓ VÁLTOZÁSOK.....</b>	<b>19</b>
4.1 Pénzügyi eszközök.....	20
4.2 Pénzügyi kötelezettségek.....	30
<b>5. KITEKINTÉS.....</b>	<b>33</b>
<b>FÜGGELÉK .....</b>	<b>36</b>
1. Nemzetközi összehasonlítás.....	36



## ***Következtetések***

- A magyar háztartások megtakarítási és fogyasztási viselkedése a kilencvenes évek második felében erős hasonlóságot mutat más, hasonló pályát bejárt európai és latin-amerikai országok tapasztalataival. Akárcsak az áttekintett országokban Magyarországon is a gazdasági fellendüléssel együtt járó pénzügyi liberalizációnak tulajdonítható elsősorban a lakossági hitelállomány növekedése és a háztartások megtakarításainak csökkenése. Az EU-tagság – hasonlóan a kevésbé fejlett EU-országok tapasztalataihoz – a magyar lakosság permanens jövedelem kilátásainak javulását vetíti előre, ami alapján a fogyasztási és beruházási kereslet, valamint a hitelállomány további növekedését valószínűsíthető. Úgy tűnik azonban, hogy jelenleg az EU-tagság közeledtével ezek a folyamatok (különösen a pénzügyi liberalizáció és modernizáció) előrehaladottabbnak tekinthetők, mint a kevésbé fejlett európai országokban a csatlakozás idején, ezért a fogyasztási és megtakarítási viselkedésben a változás valószínűleg kevésbé lesz ugrásszerű.
- A likviditási korlátok oldódása, s ezáltal a háztartások eladósodottsági szintjének fokozatos növekedése mind strukturális mind pedig ciklikus tényezőknek tulajdonítható. A gazdasági növekedés megszilárdulása a háztartások reáljövedelmének fokozatos növekedését vetíti előre, ami a háztartások részéről a hitelkereslet növekedéséhez vezet. Ezzel egy időben a bankrendszer háztartások számára nyújtott hiteleinek kínálata is növekedett részben a visszafizetési kockázat csökkenése, részben pedig üzletpolitikai megfontolások miatt. A hitelkereslet növekedésének újabb lendületet adhat majd, ha a hitelek reálkamata a bankok közötti verseny erősödése következtében a jelenlegi rendkívül magas szintről gyorsabb csökkenésnek indul.
- Az elkövetkező éveket várhatóan a fejlett piacgazdaságokra jellemző GDP-arányos pénzügyi eszköz és kötelezettség mutatókhoz való felzárkózási folyamat fogja jellemezni. Míg a fejlett országokban a pénzügyi kötelezettségek rendelkezésre álló jövedelemhez viszonyított aránya 50-100% között mozog, addig ez Magyarországon jelenleg 7%. Nem nehéz megjósolni a mutató gyors növekedését a jövőben, különösen a jelzáloghitelezés általános elterjedésével párhuzamosan. Az eladósodottsági szint növekedése természetes folyamat, ez ugyanis lehetővé teszi a háztartások számára a fogyasztásuk életciklusuknak megfelelő kisimítását.
- A pénzügyi eszközök terén a jövőben a következő tendenciák valószínűsíthetők: az M1 aggregátum növekedési üteme valószínűleg átlagot meghaladó lesz az infláció csökkenéséből adódó alacsonyabb használdozat költség miatt. További ok, hogy a magyar lakosság a fejlett országokhoz képest kisebb arányban rendelkezik banki kapcsolattal, ami – a lakossági forrásokért folytatott bankok közötti versennyel együtt - előrevetíti a folyószámlák, bankkártyák számának növekedését. A szerződéses megtakarítások a másik kategória, ahol számottevő növekedés várható a magán nyugdíjpénztárak tagságának növekedése miatt, továbbá azért, mert az egyéb biztosításokat egyre szélesebb rétegek veszik igénybe. Csökkenés várható azonban a lekötött betétek esetében, amelyeket egyre

jobban kiszorítanak a nem banki befektetések. Összességében, a jelenlegi relatív hozamkülönbségek mellett a nem tranzakciós célú és nem szerződéses típusú pénzügyi eszközök körében további dezintermediáció várható, azaz – a jelenlegi szabályozási környezetben – az M3/GDP mutató valószínűleg nem fog számottevően nőni, inkább stagnálás várható.

- Vizsgálataink nem tudták kimutatni, hogy a reálkamatok hatást gyakoroltak volna a megtakarításokra az 1995 utáni időszakban, elemzésünk alapján sem a helyettesítési, sem a jövedelmi, sem pedig a vagyongatás nem tűnik szignifikánsnak. Ebből egyáltalán nem következik, hogy a reálkamatok szintje potenciálisan ne befolyásolhatná a megtakarítási rátát, szélsőségesen magas, illetve alacsony reálkamatok tartósan fennálló szintje minden valószínűség szerint hatást gyakorolna a megtakarításokra. Mivel azonban a szűksávos árfolyamrendszer behatárolta a kamatpolitika mozgásterét, eddig nem volt alkalmunk hosszabb időn keresztül fennálló kiugróan magas, illetve alacsony reálkamatszintet – s így a háztartások erre adott reakcióját sem – megfigyelni.
- Kimutatható azonban az egyes pénzügyi eszközök relatív hozamkülönbségének hatása portfólió reallokáció formájában. Míg a folyamatos portfólió reallokáció a magasabb relatív hozamú nem banki befektetések irányába a dezintermediáció nemzetközi szinten jellemző folyamatának köszönhető, az egyszeri, nagyarányú relatív hozamváltozások (pl. orosz válság) diszkrét változásokat eredményeznek a megtakarítások szerkezetében.

## Bevezetés

A GDP felhasználási oldalának mintegy 60-65 százalékát kitevő lakossági fogyasztásra (illetve a lakossági megtakarításokra) vonatkozó döntési mechanizmusok ismerete kiemelt szempont a monetáris politikai lépések meghozatalánál. Szűkebb értelemben a megtakarítási döntések elemzésénél alapvetően a következő két kérdés a legfontosabb a monetáris politika számára:

- Milyen hatást gyakorolnak a kamatláb (reálkamat) változások a háztartások fogyasztására (ha egyáltalán kimutatható ilyen hatás)?
- Milyen tényezők befolyásolják a megtakarítások szerkezetében bekövetkező változásokat?

A tanulmány azonban ennél tágabb kérdésekkel is foglalkozik, ugyanis a **magyar háztartások megtakarításainak 1995-2000 időszakban tapasztalt elemzésén** túl a tanulmánynak kiemelt célja, hogy megvizsgálja, **milyen folyamatok várhatók középtávon a háztartások megtakarításaiban**. Ez a vizsgálat a már megindult folyamatok elemzésén és nemzetközi tapasztalatokon alapul. A kamatláb változásának lakossági fogyasztásra, illetve megtakarításra gyakorolt hatását a modern közgazdaságtan az életciklus elmélet (és annak különböző változatai) keretében vizsgálja<sup>1</sup>. A monetáris transzmissziós mechanizmus elemzését a legtöbb jegybank egy makromodell segítségével végzi, amelynek keretében szimulálható a kamatláb változtatásoknak a háztartásokra gyakorolt hatása. Sajnos azonban a fogyasztás kamatrugalmasságának ökonometriai elemzése a magyar adatokon több okból sem lehetséges. Egyrészt nem állnak rendelkezésünkre megfelelő hosszúságú és idősoros tulajdonságokkal rendelkező idősorok – negyedéves adatok csupán 1995-től vannak -, másrészt pedig a magyar gazdaság átmeneti jellege miatt stabil paraméterek feltételezése nem realisztikus, és a strukturális törések kezelése a rövid idősor miatt nehézkes. A fogyasztási és megtakarítási magatartás makromodell hiányában is vizsgálható, de a magyar adatokra egyéb kifinomult ökonometriai módszerek sem alkalmazhatók az előzőekben jellemzett adatproblémák miatt. Így a monetáris transzmisszió szempontjából kulcsfontosságú kérdés analitikus elemzését nem tudjuk elvégezni, ebben a tanulmányban a rendelkezésre álló Magyarországra vonatkozó információk összegyűjtésével, bemutatásával és a nemzetközi tapasztalatok feldolgozásával kívánjuk a kérdéskört körbejárni.

Az első fejezetben a háztartási megtakarításokra vonatkozó nemzetközi tanulságokat összegezzük, amit a Függelékben részletesebben bemutatott ország-tanulmányok alapján vontunk le. A következő fejezetben a háztartások pénzügyi vagyonának - pénzügyi eszközeinek és kötelezettségeinek -, valamint megtakarítási viselkedésének főbb jellemzőit írjuk le. Ezt követően a kamatváltozások megtakarítási döntésekre gyakorolt (potenciális) hatását igyekszünk feltárni a helyettesítési, jövedelmi és vagyonhatás segítségével. A negyedik fejezetben a megtakarítások szerkezetében végbement változásokat, és az azok mögött megbújó okokat elemezzük részletesen, valamint a lakosság pénzügyi vagyonának várható jövőbeni alakulásáról adunk képet. A Kitekintést követően a Függelékben néhány, hazánkhoz hasonló pályát bejárt ország tapasztalatait írjuk le részletesen, ugyanis a pénzügyi vagyon jövőbeni

---

<sup>1</sup>Erről bővebben lásd Menczel (2000).

alakulására vonatkozó következtetéseket nagy részben ezen ország-tanulmányok alapján vontuk le. Magyarország esetében a részletesen vizsgált időszak 1995-től napjainkig tart, ugyanis véleményünk szerint az ebben az időszakban megindult folyamatok bírnak döntő jelentőséggel a jövő szempontjából. Ebben a periódusban továbbá a reálgazdasági folyamatok nyomon követése elvégezhető már negyedéves adatok felhasználásával is, a jövőre nézve releváns esetekben viszont a kilencvenes évek első felének tapasztalatait is figyelembe vesszük.

### ***1. Háztartási megtakarítások a nyolcvanas és kilencvenes években: nemzetközi tapasztalatok***

A nyolcvanas és kilencvenes években számos feltörekvő országban a háztartási megtakarítási ráta szignifikáns csökkenését figyelhattuk meg. Mivel Magyarországon is hasonló folyamat indult meg az elmúlt időszakban, ezért érdemes megvizsgálni, mi áll a jelenség hátterében. A nemzetközi tapasztalatok feldolgozása azért is különösen fontos, mivel a magyar adatok elemzéséhez a sztenderd ökonometriai eszköztárat nem tudjuk felhasználni elsősorban az idősor rövidege miatt. A feltörekvő országok közül a latin-amerikai országok és egyes, hazánkhoz hasonló európai országok tapasztalatait ismertetjük<sup>2</sup> és összegezzük, mivel úgy gondoljuk, hogy számunkra az ezekből levonható tanulságok igazán lényegesek.

A nyolcvanas évek első feléhez képest az áttekintett országokban – Chile és Spanyolország kivételével - csökkent a háztartások GDP-hez (és a rendelkezésre álló jövedelemhez) viszonyított megtakarítási rátája. A **háztartási megtakarítási ráta csökkenése 3 és 10 százalékpont között volt** az elmúlt évtizedben ezekben az országokban, egyedül Chilében nőtt jelentősen a háztartási megtakarítások GDP-hez viszonyított rátája, amit elsősorban a nyugdíjreform hatásának tulajdonítanak. Spanyolországot is az általános tendenciáktól eltérő esetnek tekinthetjük, ugyanis ott a háztartások megtakarítási rátája a nyolcvanas évek második felében végbement csökkenés után a kilencvenes évek első felében viszonylag gyorsan elérte korábbi szintjét<sup>3</sup>.

A háztartási megtakarítások csökkenésének és a fogyasztás fellendülésének eddig felmerült legfontosabb magyarázatait Montiel (1997) a következőkben összegzi:

1. Az egyik magyarázat a különböző fogyasztási hajlandóságú népességcsoportok közötti jövedelem újraelosztást hangsúlyozza.
2. A pénzügyi liberalizáció és modernizáció is a fogyasztási hajlandóság növekedése irányába hat a likviditási korlátok enyhítésén keresztül.
3. Bizonyos strukturális változásokhoz kapcsolódó, jelentős permanens jövedelem növekedésre vonatkozó várakozások is alapul szolgálhatnak a lakossági fogyasztás és hitelkereslet felfutásához.

---

<sup>2</sup> Az áttekintett országok a következők: Argentína, Chile, Kolumbia, Mexikó, Peru, Uruguay, Venezuela, Olaszország, Portugália, Lengyelország és Spanyolország. A fontosabb országokra vonatkozó részletes esettanulmányokat lásd a Függelékben.

<sup>3</sup> Itt a lakossági fogyasztás erőteljes fellendülésével együttjáró ideiglenes megtakarítási ráta csökkenést nem annyira a pénzügyi liberalizáció, mint inkább a pozitív jövedelemsokkok és az ideiglenesen túlértékelt árfolyam okozta.



4. Árfolyam alapú stabilizáció<sup>4</sup> eredményeként is kialakulhat fogyasztás megélénkülése, amikor a nominális kamatlábak esése és az inflációs inercia nyomán kialakuló alacsony ex ante reálkamatok ösztönzik a fogyasztást. Ez a magatartás különösen nem hiteles árfolyam alapú stabilizáció esetén racionális, ekkor ugyanis az alacsony kamatokat a lakosság ideiglenesnek tekinti, és így fogyasztását előre hozza.

Az esettanulmányokból levonható legfontosabb tanulság, hogy a háztartási megtakarítási ráta csökkenésében a nyolcvanas évek második felében, illetve egyes országokban (pl. Magyarország és Lengyelország) a kilencvenes években lezajlott **pénzügyi liberalizáció és modernizáció** játszott a főszerepet. A pénzügyi liberalizáció eredményei közül a likviditási korlátok enyhülését, a kamatlábak felszabadítását és a központi befolyásolt hitelkihelyezés megszüntetését kell kiemelni, amihez hozzájárult a tőkeáramlás fokozatos liberalizációja. Korábban a szóban forgó országok szinte mindegyikére a likviditás korlátos háztartások igen magas aránya volt jellemző, a hitellehetőségek gyors bővülése és a jelzáloghitelekre vonatkozó szabályozások enyhítése<sup>5</sup> azonban a háztartások eladósodottságának gyors növekedését, a lakossági fogyasztás igen erős fellendülését és több országban eszközár inflációt vont maga után. A lakossági fogyasztás, illetve a lakossági hitelállomány kiugró növekedését lehetett tapasztalni többek között Argentínában 1991-94-ben, Spanyolországban 1986-91-ben, Mexikóban 1988-94-ben, Lengyelországban 1996-tól és Portugáliában 1993-tól.

Fontos kiemelni, hogy a pénzügyi liberalizációt követő első évek az adott **gazdaságok kedvező ciklikus pozíciójával** estek egybe, azaz a pozitív jövedelem kilátások nagyban hozzájárultak a likviditási korlátok enyhüléséhez. Latin-Amerikában a pénzügyi liberalizáció kiteljesedése a stabilizációs kísérletek kései hullámához kapcsolódott (pl. Argentína 1991, Mexikó 1987), és a strukturális reformoknak egy fontos eleme volt. A gazdasági fellendülés tehát a sikeres stabilizációnak volt köszönhető, amelynek csak egyik – noha igen lényeges - eleme volt a pénzügyi liberalizáció. Latin-Amerikában a gazdasági növekedés fontos tényezője volt továbbá az USA 1992 óta tartó expanziója. Portugália és Spanyolország esetében az EU-hoz való csatlakozással járó strukturális reformok és liberalizációs lépések járultak hozzá jelentősen a gazdasági fellendüléshez, míg Olaszország esetében a pénzügyi rendszer (többek közt a közös EU előírások által kikényszerített) modernizációja oldotta a likviditási korlátokat. Az is látható, hogy a fenti országok közül Argentínában és Mexikóban a Tequila-válság, míg Spanyolországban az ERM-válság vetett véget, illetve akasztotta meg a lakosság fogyasztásának felfutását valamint eladósodási folyamatát, ez azonban elsősorban más tényezőknek volt tulajdonítható. Lengyelország és Portugália kilencvenes évekbeli tapasztalata megerősíti a fenti megfigyelést, azaz hogy a pénzügyi liberalizáció és a kedvező gazdasági konjunktúra együttesen vezet a kiugróan megnövekedett lakossági fogyasztáshoz és az eladósodottság növekedéséhez, hiszen a szóban forgó időszakokra mindkét országban kedvező ciklikus pozíció jellemző.

---

<sup>4</sup> Árfolyam alapú stabilizációk esetében a monetáris hatóságok az árfolyam előre bejelentett pályájával igyekeznek az inflációs várakozásokat letörni. Ez az előre bejelentett pálya többféle formát ölthet, pl. valutatanács, fix árfolyam, csúszó leértékelés.

<sup>5</sup> Pl. az ingatlanfedezeti arány emelése.

A megtakarítási ráták csökkenése nem írható egyedül a gazdasági fellendüléssel együtt járó pénzügyi liberalizáció számlájára, de ez az a tényező, ami minden országra jellemző. Egyes országokban azonban más hatások is fontos szerepet játszottak. Spanyolországban a lakossági fogyasztás és hitelállomány kiugró növekedése jelentős részben az EU-hoz való csatlakozás (1986) következményeinek tulajdonítható, mindenekelőtt a külkereskedelmi és tőkepiaci liberalizációnak, és a peseta árfolyamának az EMS-ben részt vevő egyéb valutákhoz való rögzítésnek. A **túlértékelt árfolyam és a liberalizált külkereskedelem** hatására rövid időn belül nagyon megugrott a fogyasztási javak (elsősorban a tartós fogyasztási cikkek) iránti kereslet és ezek importja.

A fogyasztási megélénkülésének fenti elméletei közül az **árfolyam alapú stabilizáció hatása** Argentína és Mexikó esetében érhető tetten legmarkánsabban, noha Argentínában a nem hiteles stabilizációra alapuló magyarázat elsősorban az 1978-81 és 1985-88 közötti epizódokra érvényes, az 1991-94 közötti (jóval jelentősebb) fogyasztási fellendülést inkább annak a magyarázatnak tulajdonítják, hogy a Convertibility Plan<sup>6</sup> bevezetésével jelentősen megnöttek a háztartások permanens jövedelemre vonatkozó várakozásai. Fontos megjegyezni, hogy a fenti országokkal ellentétben *Magyarországon nincsenek jelei annak, hogy az árfolyamon alapuló dezinflációnak szerepe lenne a lakosság eladósodottsági szintjének növekedésében és a megtakarítási ráta csökkenésében.*

Portugália esetében a fentiek közül több tényező is fontos szerepet játszik a lakossági fogyasztás és beruházás fellendülésben, valamint a megtakarítások csökkenésében. Az EU-hoz való csatlakozás olyan strukturális változást jelentett, amely szignifikánsan javította a gazdaság növekedési és a lakosság jövedelem kilátásait. Az EU-tagság – akárcsak Spanyolország esetében – külkereskedelmi és pénzügyi liberalizációval járt, ami a pénzügyi intézményrendszer fokozatos modernizációjával együtt nagyban hozzájárult a lakosság fogyasztási és beruházási keresletének felfutásához. Ezen hatások egymástól elválaszthatatlanok.

A különböző fogyasztási hajlandóságú csoportok közötti **jövedelem újraelosztást** Olaszország esetében sikerült kimutatni, ahol átcsoportosítás történt a fiatalabb korosztályok felé, amelyek alacsonyabb megtakarítási hajlandósággal rendelkeznek. Ugyancsak hozzájárult az aggregált háztartási megtakarítási ráta csökkenéséhez, hogy bár az összes korosztály megtakarítási hajlandósága csökkent, a fiatalok megtakarítási hajlandósága a többi korosztályénál is jobban esett. Ehhez minden valószínűség szerint a jelzálog- és fogyasztási hitelek elérhetőségének javulása is hozzájárult, ami különösen a fiatalabb korosztályok számára fontos.

Végezetül, a fogyasztási hajlandóság szubjektív tényezőire is fel kell hívni a figyelmet, ugyanis az áttekintett országokban igen jelentős volt a korábban **elhalasztott fogyasztás miatti türelmetlenség**, ami a likviditási korlátok lazulásával nagyobb keresletet generált, mint amit feltehetően egy fejlett országban tapasztalhattunk volna hasonló esetben.

A háztartások megtakarítási hajlandóságának csökkenése az aggregált belföldi megtakarítási rátákban nem vagy csak mérsékelten tükröződött, mert más szektorok többnyire kompenzálták a háztartási komponens esését. A **költségvetési és**

---

<sup>6</sup> Az 1991-ben bevezetett valutatanács rendszerén alapuló stabilizációs intézkedések.

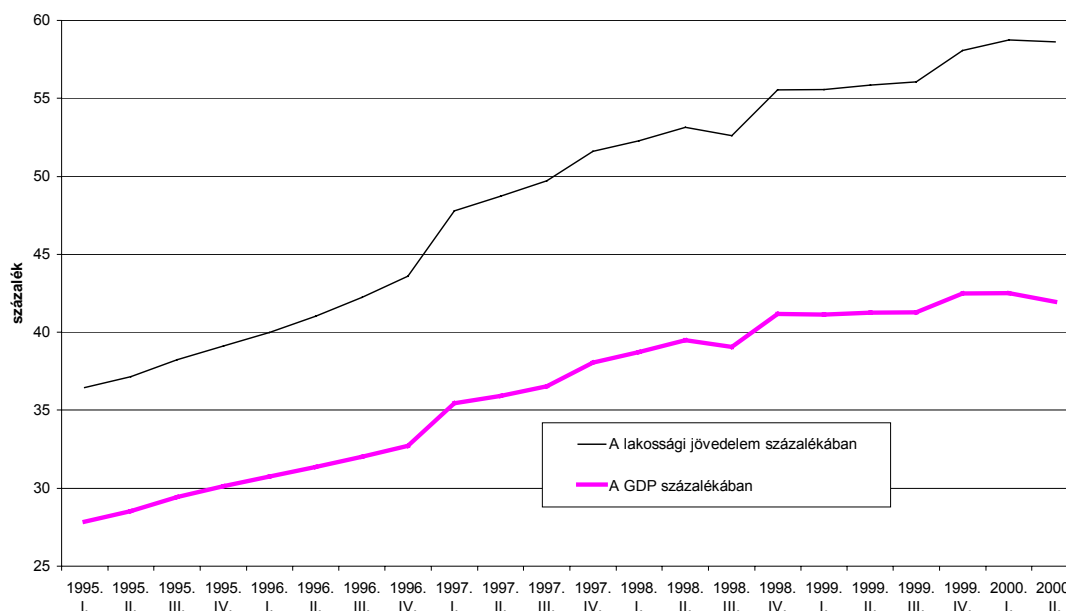
**vállalkozói szektor megtakarítási pozíciójának alakulása azonban nemzetközileg nem volt annyira egyértelmű, mint a háztartási szektoré.** A latin-amerikai országok közül Argentínában, Mexikóban és Peruban a háztartási megtakarítási ráta csökkenésével párhuzamosan a vállalati szektor megtakarítási rátája nőtt vagy stagnált, míg Kolumbiában, Uruguayban és Venezuelában a magánszektor csökkenő megtakarítási rátáját a költségvetési szektor ellentételezte. Chilében a nyolcvanas évek közepéhez képest mind a háztartási, mind a vállalati szektor mind pedig a költségvetési szektor megtakarítási rátája emelkedett. Az Európai Unió áttekintett országaira (Portugália, Spanyolország, Olaszország) jellemző, hogy a kilencvenes évek második felében alapvetően a költségvetési szektor kompenzálta a háztartási szektor megtakarítási rátájának csökkenését, amiben a GDP-arányos költségvetési hiányra vonatkozó maastrichti kritérium jelentős szerepet játszott. Spanyolországban a fogyasztás feltutásának 1986 és 1991 közötti epizódja során a háztartási megtakarítási ráta esésével párhuzamosan mind a vállalati mind pedig a költségvetési szektor megtakarítási pozíciója javult.

## ***2. A háztartások pénzügyi vagyonának és megtakarítási viselkedésének főbb jellemzői***

Első lépésben érdemes a háztartások nettó pénzügyi vagyonának GDP és lakossági jövedelemarányos alakulását szemügyre vennünk:

*1.ábra*

**A lakosság nettó pénzügyi vagyonának alakulása  
(A lakosság rendelkezésre álló jövedelmének és a GDP trendjének százalékában)**



A fejlett piacgazdaságokban a háztartási szektor nettó finanszírozási képessége általában pozitív, és hozzájárul a gazdaság egyéb belföldi szektorainak (vállalati, kormányzati) finanszírozásához. Az elmúlt időszakban mindezt a magyar háztartásokról is elmondhattuk, hiszen a lakosság nettó pénzügyi vagyona a lakossági

jövedelemhez viszonyítva mintegy húsz százalékkal emelkedett az elmúlt öt év során<sup>7</sup> (1. ábra). A pénzügyi eszközök, források és a nettó pénzügyi vagyon részaránya a lakossági jövedelem százalékában még mindig távol áll a fejlett gazdaságokban tapasztalt nagyságrendtől, ezért a közeljövőben ezen mutatók folytatódó felzárkózására lehet számítani.

1. táblázat

**A háztartási szektor nettó pénzügyi vagyona a rendelkezésre álló jövedelem százalékában<sup>8</sup>**  
**(Magyarország kivételével 1993-as adatok)**

	A rendelkezésre álló jövedelem százalékában (%)		
	Pénzügyi eszközök	Pénzügyi kötelezettségek	Nettó pénzügyi vagyon
Ausztrália	207	79	128
Kanada	312	86	226
Franciaország	237	51	186
Németország	218	78	140
Olaszország	263	31	232
Japán	333	96	237
Spanyolország	169	58	111
Svédország	158	100	58
Nagy-Britannia	356	102	254
Egyesült Államok	366	92	274
<b>Magyarország*</b>	<b>65</b>	<b>7</b>	<b>59</b>

\* 2000. júniusi adatok.

Az 1. táblázat jól mutatja az érett piacgazdaságok és Magyarország tőkepiaca között a fejlettségbeli különbséget, hiszen a magyar háztartások pénzügyi eszközeinek és forrásainak jövedelemarányos értéke annak ellenére látványosan alacsonyabb, hogy az adatok hét évvel későbbi időpontra vonatkoznak mint a többi ország esetében. 1993-tól kezdve ráadásul az amerikai és nyugat-európai tőkepiaci fellendülés következtében ezen országokban a százalékos értékek bizonyosan emelkedtek. A tőkepiac mélyülésével hazánk esetében is a pénzügyi eszközök, illetve kötelezettségek lakossági jövedelemhez viszonyított arányának emelkedése várható, különösen a lakossági hitelpiac gyors felfutására lehet számítani.

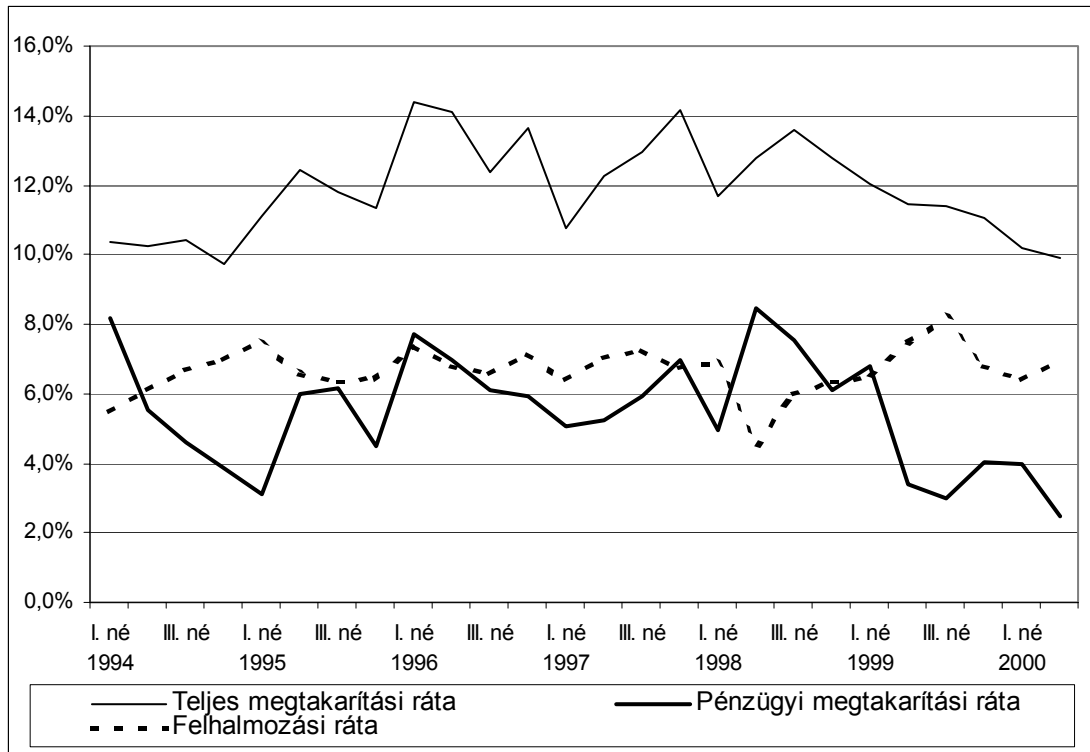
A 2. ábra a teljes megtakarítási ráta stabilitásáról tanúskodik, viszonylagos volatilitását a pénzügyi megtakarítások ingadozása okozza. A teljes megtakarítási ráta 1999. évi csökkenése nem érte el a pénzügyi megtakarítások mérséklődésének mértékét, hiszen erre az időszakra tehető a lakosság beruházási tevékenységének megélénkülése.

<sup>7</sup> Célszerű a folyó és állományi kategóriákat világosan elkülöníteni. A háztartások *nettó finanszírozási képessége* (folyó kategória) nem más, mint a lakosság adott időszak alatt eszközölt megtakarításaiból és hitelfelvételeiből számított egyenleg, amely előjelétől függően gyarapítja, vagy csökkenti a háztartások adott időpontra vonatkozó *nettó pénzügyi vagyonát* (állományi kategória). Ebből következően beszélhetünk napjainkban növekvő nettó pénzügyi vagyon mellett is a korábbi időszakokhoz képest csökkenő mértékű nettó finanszírozási képességről.

<sup>8</sup>Forrás: Financial structure and the monetary policy transmission mechanism, BIS, March 1995. p. 10.

2. ábra

**Operacionális lakossági megtakarítási ráta (a lakosság rendelkezésére álló jövedelem százalékában)**



### 3. Helyettesítési, jövedelmi és vagyonghatás

A közgazdasági elmélet nem szolgál egyértelmű válasszal a lakossági fogyasztás, illetve megtakarítás kamatérzékenységét illetően, hiszen a kamatváltozás három csatornán keresztül is hatást gyakorol a lakosság fogyasztási döntéseire:

- *Helyettesítési hatás:* kamatemelkedés esetén a megdrágult jelenbeli fogyasztást az egyének megtakarítással helyettesítik, ezzel teremtve meg a bőségesebb jövőbeni fogyasztás lehetőségét. A helyettesítési hatás kamatemelkedés esetén tehát rövid távon növeli a megtakarításokat, s csökkenti a fogyasztást.
- *Jövedelmi hatás:* a kamatemelkedés ugyanakkor megnöveli a háztartások jövőbeni kamatból származó jövedelmét, ami a megtakarítások csökkentésére és a fogyasztás növelésére ösztönözhet. A kamatemelkedéssel ugyanis a tervezett jövőbeni fogyasztás nettó jelenértéke csökkenni fog, s így kevesebb megtakarításból is finanszírozható. Mindez természetesen azt feltételezi, hogy a lakosság nettó megtakarítása pozitív, tehát pénzügyi eszközeinek értéke meghaladja a pénzügyi kötelezettségek értékét. Amennyiben ugyanis a háztartások nettó hitelfelvevők a gazdaság egyéb szektoraival szemben, a kamatemelkedés növekvő jövőbeni kamatterheket jelent, ami a megtakarítások növelését és a fogyasztás csökkentését kényszerítheti ki.
- *Vagyonghatás:* a kamatváltozás végül a már meglévő pénzügyi és nem pénzügyi vagyon ártértékelődésén keresztül gyakorolhat hatást a lakosság fogyasztási-megtakarítási döntéseire. A kamatemelkedés a magasabb diszkonttényezőn keresztül mérsékli a pénzügyi és reálvagyon piaci értékét, ezen felül csökkenti a

humánvagyonot megtestesítő jövőbeni jövedelemáramlás jelenértékét is. Mindez a helyettesítési hatáshoz hasonlóan a fogyasztás csökkenéséhez és a megtakarítások növekedéséhez vezethet.

A kamatemelkedés tehát a *helyettesítési*- és a *vagyonhatás* eredményeképpen fogyasztáscsökkenést von maga után, míg a *jövedelmi* hatás a háztartások esetében általában fogyasztásnövekedést, tehát a monetáris politika céljával ellentétes folyamatokat indukál. A fentiekben jellemzett három hatásmechanizmus ennél fogva nem azonos típusú és nagyságrendű fogyasztási és megtakarítási döntést eredményez, ezért egy kamatváltozás lakossági folyamatokra gyakorolt *teljes* hatását előzetes információk nélkül nem lehet megbecsülni.

### 3.1 Helyettesítési hatás

A helyettesítési hatás számszerűsítése még akkor sem egyszerű feladat, ha a magyarnál hosszabb és megbízhatóbb idősorok állnak rendelkezésre. Esetünkben ökonometria eszközök alkalmazásának hiányában csak ábrák és kvalitatív információk segítségével vonhatunk le következtetéseket a helyettesítési hatásról. A helyettesítési hatás a fogyasztásnak (megtakarításnak) a kamatváltoztatás hatására végbemenő időbeli átrendeződését fejezi ki. Ezt a hatást azonban csak olyan gazdaságokban lehet megragadni, ahol az elemzett időszakban a fogyasztási (megtakarítási) hajlandóság nem változik lényeges mértékben. Az 1995-2000 közötti időszakban **Magyarországon egy olyan folyamat kezdődött meg, ami az egyik (elhalasztott fogyasztással és alacsony eladósodottsággal jellemezhető) egyensúlyi szintről egy másik (az életciklus elmélettel jobban összhangban lévő, fogyasztás simításra irányuló és magasabb eladósodottságú) egyensúlyi szintre való átmenetként írható le.** Ez a folyamat – normál esetben – messzemenően dominálja a (reál)kamatváltozás változásának hatását. Nem állítjuk azonban, hogy semmilyen reálkamat-változás ne gyakorolna hatást a megtakarításokra. Tartósan fennálló, szélsőségesen magas/alacsony (ez alatt a fejlett piacgazdaságokra jellemzőnél jóval nagyobb, illetve kisebb reálkamatokat értjük) reálkamatok minden valószínűség befolyásolnák a megtakarítások szintjét, ilyen helyzet azonban az elemzett időszakban (sőt a kilencvenes években) nem állt elő. Ennek oka főként az árfolyamrendszerben keresendő, amely behatárolta a magyar kamatpolitika mozgásterét. Így nem volt módunk a háztartásoknak a nagyon magas, illetve nagyon alacsony reálkamatokra adott reakcióját megtapasztalni.

A Függelékben ismertetett ország-tanulmányok közül a portugál és a lengyel példa is azt sugallja, hogy **a gazdasági felzárkózási folyamat következményei – elsősorban a magasabb jövedelemvárakozásokon alapuló bővülő lakossági hitelkonstrukciók, a lakosság széles rétegei számára elérhető jelzáloghitelek törvényi feltételeinek megteremtése, az infláció és a kamatok csökkenése – sokkal nagyobb hatással vannak a háztartások megtakarítási és fogyasztási hajlandóságára, mint a reálkamatok.** Különösen Lengyelország esete szemléletes, ahol a magyarnál jóval magasabb (nemritkán 8-10%-os) reálkamatok<sup>9</sup> mellett sem sikerült megállítani a megtakarítási ráta csökkenését. A lengyel lakosság eladósodási folyamata kísértetiesen hasonlít a magyar folyamatokra, ami nem meglepő, hiszen a

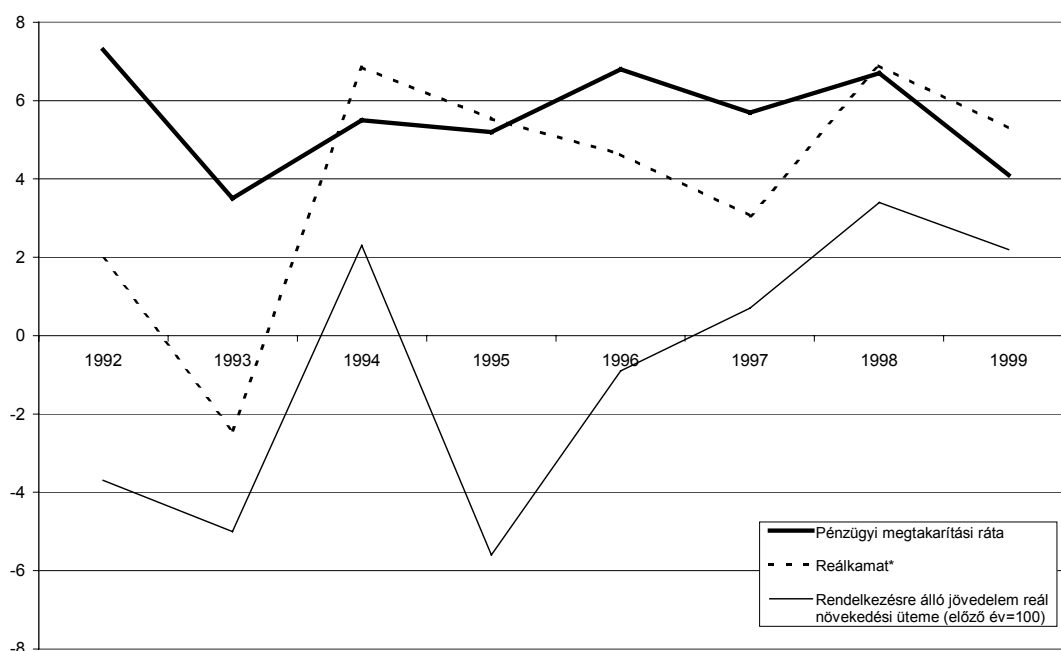
<sup>9</sup>Az 1999-ben jellemző 8-10%-os (piaci kamatokkal számított) reálkamatok mellett a lakosság pénzügyi megtakarítási rátája az előző évi átlagosan kb. 8%-ról 3%-ra esett vissza. Részletesebben lásd a Függelékben.

két ország hasonló pályát futott be a kilencvenes években azzal a különbséggel, hogy Lengyelországban a tartós gazdasági növekedés néhány évvel korábban kezdődött, mint Magyarországon.

A 3. ábra alapján sem vonható le egyértelmű következtetés a pénzügyi megtakarítási ráta és a reálkamatok kapcsolatáról, és a kettő közötti korreláció<sup>10</sup> nem mondható magasnak (0.38). A pénzügyi megtakarítási ráta és a rendelkezésre álló jövedelem reál növekedési üteme közötti kapcsolat még gyengébb (az egyidejű korreláció 0,17), de ezen mutatókból a minta rövidsége miatt nem vonhatók le messzemenő következtetések. A reálkamat és a rendelkezésre álló jövedelem reál növekedési ütemének viszonylagos együttmozgása egy közös oknak, az inflációnak köszönhető.

3. ábra

**A pénzügyi megtakarítási ráta, a reálkamat és a rendelkezésre álló jövedelem növekedési üteme**



\*Az ábrán szereplő reálkamatot a 3-hónapos diszkont kincstárjegy és a CPI szezonális igazítása során kapott trend segítségével számítottuk.

Az alábbi érvelésből kiderül majd, hogy véleményünk szerint a reálkamatok szintje és változása kevésbé befolyásolja a lakossági megtakarítások aggregált szintjét, s így a fogyasztásban sem várhatunk látványos elmozdulást egy-egy jegybanki kamatlépés eredményeképpen. Ezzel szemben a kamattranzmisszió különböző pénzügyi eszközöknél jelentkező eltérő sebességéből adódóan a relatív hozamok megváltozása portfólió átcsoportosítást indukál a háztartások részéről a különböző pénzügyi eszközök között. Ezért a következő fejezetben bemutatjuk majd a pénzügyi vagyonszerkezetében végbement változásokat és a jövőben várható trendeket.

### 3.2 Jövedelmi hatás

<sup>10</sup> A korreláció késleltetett értékei is inszignifikánsak.

<sup>11</sup> Forrás: Financial structure and the monetary policy transmission mechanism, BIS, March 1995. p. 10.

A monetáris politikai lépések általános hatékonyságának felméréséhez a lakosság megtakarítási portfólióján belül célszerű a piaci kamatozású eszközök és források részarányát megállapítani. Ekkor már kiszámolható a jegybanki egy százalékos kamatemelés teoretikus **jövedelmi hatása**<sup>12</sup>, amelynél azt feltételezzük, hogy a kamatváltozás teljes egészében átgyűrűzik a lakosság piaci kamatozású pénzügyi instrumentumainak hozamaiba. Hangsúlyoznunk kell, hogy potenciális jövedelmi hatásról van szó, ami a jövedelem megváltozásán túl azt is feltételezi, hogy mindez módosítja a lakosság fogyasztási és megtakarítási döntéseit is.

2. táblázat

**Egy százalékos kamatemelkedés jövedelmi hatása a háztartási szektorra nézve  
(2000 második negyedévi adatok)**

Piaci kamatozású pénzügyi eszközök *		Piaci kamatozású pénzügyi kötelezettségek **		Potenciális jövedelmi hatás	
Összes eszköz %-ában	GDP %-ában	Összes kötelezettség %-ában	GDP %-ában	GDP %-ában	Rendelkezésre álló jövedelem %-ban
61	30	90	4	0,3	0,4

\*Bankbetétek, állampapírok, vállalati kötvények, befektetési jegyek

\*\*Építési hitel, fogyasztási hitel;

Számításainkban a háztartási szektor kötelezettségei között nem szerepel a *kisvállalkozók* hitele.

A várakozásoknak megfelelően a háztartások rendelkezésre álló jövedelme bővülne a kamatszint 1 százalékos emelkedése esetén, amit mindenekelőtt a szektor alacsony eladósodottsági szintje magyaráz. A táblázatban szereplő számítások feltételezik, hogy egy éven keresztül csak egyetlen 100 bázispontos kamatemelés történt, s a piaci hozamok az egy százalékos emelkedés után konstansak maradtak, azokat más tényező nem befolyásolta.

A valóságban a fenti feltételek maradéktalanul nyilvánvalóan nem teljesülhetnek. A jegybanki kamattranzmisszió a lakosság eszközei közül az állampapírok, valamint az azokhoz szorosan kapcsolódó befektetési lehetőségek (befektetési alapok, vállalati kötvények) esetében a leggyorsabb, hiszen az állampapírpiacon a keresleti és kínálati viszonyok megváltozása gyors alkalmazkodást kényszerít ki. A kereskedelmi banki betéti kamatok lassabban követik a jegybank kamatváltoztatásait. A bankrendszer átlagos betéti kamatlába, illetve a jegybank irányadó kamatlába közötti eltérés hosszútávon megközelítőleg állandó, azonban mindezt a bankok nem az egyes jegybanki lépésekre adott gyors reakciókkal, hanem időben kisimított óvatos kamatváltoztatásokkal érik el<sup>13</sup>. A piaci kamatozású pénzügyi eszközök lakossági portfólióján belüli megoszlását mutatja a következő táblázat. Azt, hogy a jövedelmi hatás milyen távon jelentkezik alapvetően két dolog befolyásolja: a pénzügyi eszközök és kötelezettségek átlagos futamideje és az, hogy ezek fix vagy változó kamatozásúak-e. Magyarországon a jövedelmi hatás a bankbetéteknél a fejlett országokban tapasztaltnál rövidebb távon jelentkezik, mivel a megtakarítások zömét

<sup>12</sup> A potenciális jövedelmi hatás számszerűsítése a következőképpen történt: a piaci kamatozású eszközök és kötelezettségek állományát felszoroztuk az 2000 júniusában érvényes átlagos kamatlábakkal, majd ugyanezt a műveletet elvégeztük egy százalékkal magasabb értékekkel is. A két számított érték különbsége megadja az 1 százalékos kamatemelkedés teoretikus jövedelmi hatását.

<sup>13</sup> Lásd Árvai (1998).



kitevő bankbetétek túlnyomó<sup>14</sup> része éven belüli lejáratú, és így az átárazódás relatíve gyorsan megy végbe. A rövid lejáratú instrumentumok nagy aránya a megtakarításokban általában jellemző a magas, illetve volatilis inflációjú országokra.

3. táblázat  
**Piaci kamatozású pénzügyi eszközök megoszlása**  
 (2000. júniusi adatok)

	<b>Összes eszköz %-ában</b>	<b>Piaci kamatozású eszközök %-ában</b>
<b>Bankbetét</b>	40	66
<b>Állampapír, vállalati kötvény, befektetési jegy</b>	21	34

A lakosság rendelkezésre álló jövedelmének csak elenyésző, mintegy 6-7 százalékát teszi ki a kamatbevételeket is tartalmazó úgynevezett tulajdonosi jövedelem. Mindez a háztartások pénzügyi portfóliójának összetételéből adódik, hiszen az összes pénzügyi aktívák 61 százalékát kitevő piaci kamatozású eszközöknek mindössze egyharmadát alkotják a magasabb kamatozású állampapírok, vállalati kötvények és befektetési jegyek. A 2. táblázatból az is kiderül, hogy a kamatláb megváltozása a jövedelmi hatáson keresztül az előbbieken ismertett szigorú feltételek fennállása esetén legfeljebb a rendelkezésre álló jövedelem 0,4 százalékának erejéig képes bármiféle hatást gyakorolni a háztartások fogyasztására, illetve megtakarítására. Várakozásaink szerint a közeljövőben a pénzügyi kötelezettségek gyorsabban fognak növekedni a pénzügyi eszközökhöz képest a GDP arányában, ami csökkentheti a potenciális jövedelmi hatás nagyságrendjét.

Elképzelhető azonban, hogy a monetáris politika kamatlépéseinek hatása a lakosság kiadásaira elmarad a fenti értékektől, ami mindenekelőtt a jövedelem-eloszlás egyenlőtlenségéből fakad. Feltételezhetjük ugyanis, hogy a kamatjövedelmek nagy része az egyébként is magasabb jövedelmű rétegekhez áramlik, amely csoportok fogyasztási határhajlandósága feltehetően alacsonyabb, illetve hitelhez való hozzájárítása problémamentes. Ezen csoportok esetében a kamatemelkedés hatására előálló jövedelemnövekedés nagy valószínűséggel inkább a megtakarításokat növelné a fogyasztással szemben. Ezzel szemben az alacsonyabb jövedelmű rétegek kamatbevétele elenyésző súlyt képvisel összjövedelmükhöz képest, így egy marginális jegybanki kamatemelés nem valószínű, hogy a fogyasztási szokások megváltoztatását váltaná ki. Megállapíthatjuk tehát, hogy a jegybanki kamatemelés háztartásokra vonatkozó *potenciális* jövedelmi hatása sem kiugró nagyságrendű, de a lakosság jövedelemszerkezetének strukturális adottságai miatt a *tényleges* jövedelmi hatás minden bizonnyal még ezt a mértéket sem éri el.

### 3.3 Vagyonhatás

A kamatváltozás a *vagyonhatáson* keresztül is befolyásolhatja a háztartások fogyasztási döntéseit, az alábbiakban erre a csatornára igyekszünk rávilágítani.

<sup>14</sup> A 2000 áprilisi adatok szerint az éven belüli lejáratú betétek aránya a lekötött betéteken belül 89% körül volt.

A pénzügyi- és reálvagyomból származó jövőbeni pénzáramlások jelenértékét befolyásolja a diszkonttényező megváltozása. Az egyes vagyonelemek piaci értékében bekövetkezett tartós elmozdulás a fogyasztási viselkedés változását idézheti elő, többnyire a monetáris politika szándékainak megfelelően. Egy kamatemelkedés hatására ugyanis a pénzügyi- és reálvagyon piaci értéke csökken, ami ceteris paribus a fogyasztás mérséklődésének irányába hat.

A reálvagyomból (főként ingatlanból) származó értéknövekedés, vagy csökkenés fogyasztás módosító hatását rendkívül nehéz számszerűsíteni egy kamatmódosulást követően. Ekkor többnyire a lakosság beruházási tevékenységének élénkülését, vagy lassulását lehet regisztrálni, ami viszont nem fogyasztás jellegű kiadásnak számít, hanem sokkal inkább a lakosság felhalmozási tevékenységének a megváltozott finanszírozási környezet által előidézett átütemezéséről van szó. Az utóbbi másfél évben tapasztalt monetáris politikától független ingatlanpiaci árrobbanás középtávon természetesen komoly módosulásokat eredményezhet a háztartások fogyasztási pályájában, azonban ez a jelenség túlhaladja ennek a dolgozatnak az elemzési keretét.

A lakosság pénzügyi vagyonának változása már sokkal pontosabban nyomon követhető, azonban egyelőre még nem képviselnek a háztartások portfólióján belül jelentős súlyt azok a fix kamatozású eszközök (állampapírok, vállalati kötvények), amelyeknek piaci árfolyama azonnal megváltozik egy kamatváltozás hatására. Ezeknél az instrumentumoknál az előre rögzített nagyságú kuponfizetések jelenértéke azonnal megváltozik a diszkonttényező elmozdulásának hatására. Ebbe a csoportba sorolhatók még a befektetési jegyek is, mivel a befektetési alapok többsége állampapírok által dominált portfóliókat kezel, ezért a befektetési jegyek árfolyama szorosan együttmozog az állampapírok áralakulásával. A jegybanki kamatlépések eredményeképpen előálló vagyonhatás a fix hozamú pénzügyi eszközök egyelőre alacsony részaránya miatt nem túl jelentős mértékű, így fogyasztásra gyakorolt hatása is feltehetően gyenge. Ezen eszközök súlya azonban az elmúlt évek során növekedett, s ez a tendencia minden bizonnyal folytatódni fog az elkövetkezendő évek során is.

A vagyonhatás elemzésekor szót kell ejteni a részvényekről is, hiszen ezek árfolyamváltozása természetesen ugyancsak befolyásolja a pénzügyi vagyon értékét. Magyarországon a jegybanki kamatlépések hatása a magyar részvények árfolyamára jelenleg elenyészőnek mondható (ellentétben a fejlett országok részvénytőkepiacáival, azok között is elsősorban az angolszász típusú tőkepiacokkal). Ez elsősorban az árfolyamrendszer jellegének és a külföldi portfólió-befektetők nagyon nagy arányának köszönhető. A magyar részvénytőkepiacon jelenlévő külföldi befektetők érdeklődését a magyar részvények iránt sokkal inkább befolyásolják a Fed és az ECB kamatlépései, valamint a nemzetközi tőkepiacok eseményei, mint a magyar jegybank kamatdöntései, ezáltal az árfolyamokat elsősorban a külföldi befektetők döntései alakítják.

A vagyonhatás szempontjából szintén meghatározó szereppel bírhat a külföldi deviza tartása. A lakossági portfólióban a deviza részaránya egyfajta bizalmi indikátorként is felfogható, amely a gazdaságpolitika, s azon belül hangsúlyosan a monetáris politika hitelességéről mond ítéletet. 1995-ben az új árfolyamrendszer bevezetésének idején, valamint a szigorú költségvetési kiigazítás után a háztartások várakozó álláspontra helyezkedtek a folytatott gazdaságpolitika végkimenetelét illetően, ami a devizaeszközök magas részarányában mutatkozott meg a pénzügyi megtakarításokon

belül. Az elmúlt évek során a következetes monetáris és fiskális politika hatására megszilárduló árfolyamrendszerben a lakosság is egyre kevésbé számított a forint hirtelen leértékelődésére, ami a pénzügyi megtakarítások átcsoportosítását eredményezte a devizával szemben jelentős hozamelőnyt kínáló forintbefektetések irányába. Az utóbbi néhány évben a kiszámítható gazdaságpolitika eredményeképpen a devizaeszközök átértékelődésével keletkező vagyongyökerezés egyre kevésbé befolyásolja a lakosság fogyasztási döntéseit. Ezen a téren a közeljövőben sem számíthatunk gyökeres fordulatra, mindezzel természetesen a felelős gazdaságpolitika folytatódását feltételezve.

#### 4. táblázat

##### A vagyongyökerezés szempontjából releváns pénzügyi eszközök alakulása

százalék

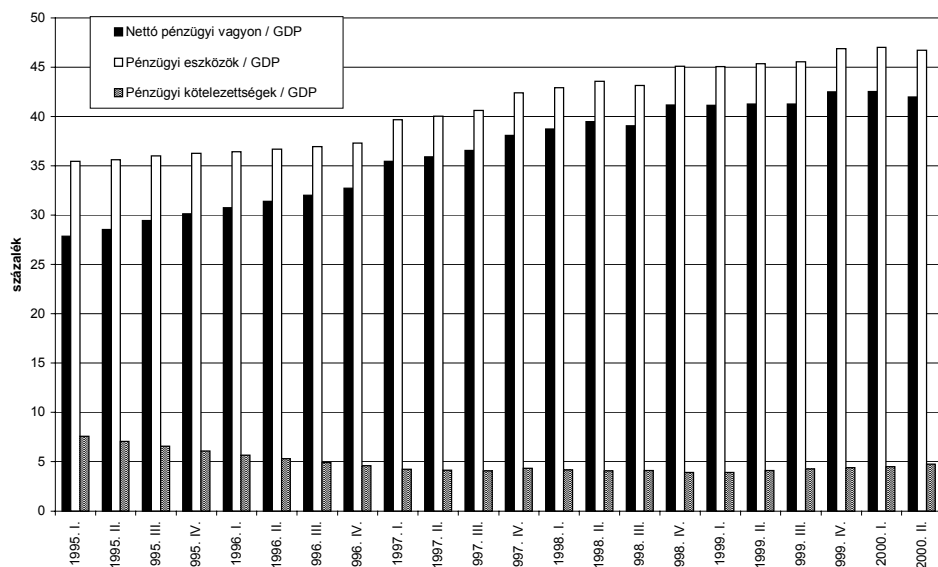
	1995	1996	1997	1998	1999
Állampapírok, befektetési jegyek, vállalati kötvények részaránya az <b>összes pénzügyi eszközhöz</b> viszonyítva	9	11	16	18	19
Állampapírok, befektetési jegyek, vállalati kötvények részaránya a <b>lakossági jövedelemhez</b> viszonyítva	5	6	10	11	13
Közvetlen tőzsdei részvénytartás részaránya az <b>összes pénzügyi eszközhöz</b> viszonyítva	5	5	7	6	4
Devizabetétek részaránya az <b>összes pénzügyi eszközhöz</b> viszonyítva	20	17	14	13	12

#### 4. A pénzügyi vagyon szerkezetében végbement és a jövőben várható változások

A háztartások nettó pénzügyi vagyonának felépülését az elmúlt években szinte teljes egészében a lakosság pénzügyi eszközökbe történő befektetései határozták meg. A lakossági hitelek piaca csak 1998 során kezdett magára találni, azonban részaránya a GDP százalékában továbbra is elhanyagolható. Ennek megfelelően a nettó pénzügyi vagyon alakulásában játszott szerepe sem meghatározó, bár középtávon ezen a téren mindenképpen gyökeres változásokra lehet számítani. A 4. ábra is jól mutatja a nettó pénzügyi vagyon állományának és a pénzügyi eszközök alakulásának szoros együttmozgását, valamint a pénzügyi kötelezettségek egyelőre elenyésző szerepét.

4. ábra

### A háztartások nettó pénzügyi vagyonának, pénzügyi eszközeinek valamint

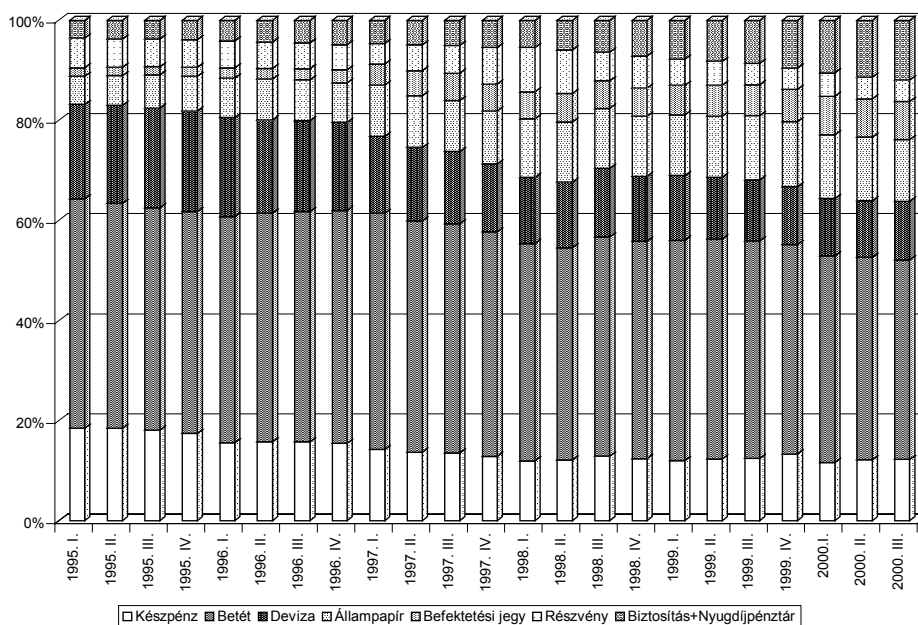


### kötelezettségeinek alakulása a GDP százalékában

A pénzügyi eszközök és kötelezettségek összetételének vizsgálata alapján nyomon követhető az elmúlt néhány évben tapasztalt hazai tőkepiaci fejlődés, valamint a modern pénzügyi befektetési ismeretek mind szélesebb lakossági körben megfigyelhető terjedésének hatása.

### 4.1 Pénzügyi eszközök

5. ábra



## A háztartások pénzügyi eszközeinek összetétele

A tradicionálisnak tekinthető megtakarítási formák (készpénz, bankbetét, deviza) részaránya érezhetően csökkent az elmúlt öt év során, hiszen ezek az eszközök 1995 első negyedéhez képest 2000 harmadik negyedében 19 százalékkal alacsonyabb súllyal szerepelnek a lakosság portfóliójában (5. ábra). Ezen időszak alatt a bankbetétek részaránya változott a legkisebb mértékben<sup>15</sup>, tehát a háztartások főként a készpénz- és devizaállományuk rovására fordultak kifinomultabb befektetési formák felé. A deviza-megtakarítások háttérbe szorulását a magyar gazdaság, és így a forint stabilizálódása magyarázza az 1995. márciusi kiigazítás után, míg az alacsonyabb készpénzhányad a kedvező feltételeket kínáló forint befektetési lehetőségek folyamatos bővülésének köszönhető. E portfólióátrendezés eredményeképpen látványosan emelkedett 1995 óta az állampapírok és befektetési jegyek részaránya, illetve a bevezetett nyugdíjreform és a társadalmi öngondoskodás szemléletének előtérbe kerülése a biztosítók és nyugdíjpénztárak térnyerésében csapódott le.

A jegybanki kamattranzmisszió szempontjából az egyes eszközök állományának változása mellett az árfolyam- és kamatátértékelődésektől megtisztított operacionális tranzakciók alakulását érdemes szemügyre venni. A pénzügyi eszközök állománya alapján meghatározott struktúra segítségével következtetni lehet az egyes kamatlépésekre adott tranzakciós mozgásokra, és esetleg a helyettesítési hatás szerepének jelentőségére. A lakosság pénzügyi megtakarítási tranzakcióiban jelentős szerepet játszó pénzügyi eszközöket a kamatérzékenység szemszögéből a következő csoportokba sorolhatjuk<sup>16</sup>:

- *Állampapírok, befektetési jegyek, vállalati kötvények, tőzsdei részvények.* Ezek az eszközök a portfóliójukat tudatosan kezelő, feltételezhetően az átlagnál nagyobb jövedelmű háztartások eszközei. A tőzsdei részvények<sup>17</sup> kivételével a jegybanki kamatpolitika várható reálhozamukat közvetlenül befolyásolja. Ezen eszközök a lakossági pénzügyi vagyónállományból 1999-ben 24 %-ot tettek ki, a megtakarítási tranzakciókból részesedésük 8%-ot ért el. A reálkamatok változása ezen eszközök befektetőiben kétféle reakciót válthat ki: portfólió átrendezést a részvény típusú és a fix kamatozású eszközök között, illetve nettó megtakarítás változást. E jómódú réteg körében nem tartjuk valószínűnek, hogy a reálkamatok hatással lennének a fogyasztás/megtakarítási döntésre, a kamatok alakulása vélhetően elsősorban portfólió átrendeződést indukál. A pénzügyi megtakarítási ráta csökkenését akkor eredményezheti a kamatalakulás, ha pénzügyi eszközeik egy részét egyéb vagyontárgyakba csoportosítják át úgy, hogy a reálvagyontárgyak eladói magasabb fogyasztási hajlandóságú rétegekből kerülnek ki.
- *Készpénz, lakossági forintbetétek és devizabetétek* az operacionális megtakarítási tranzakciók 54%-át adták 1999-ben. A készpénz, látra szóló forint betét és

<sup>15</sup> A bankbetéteken belül azonban markáns változásoknak lehettünk tanúi, hiszen az elmúlt években a látraszóló és rövidlejáratú betétek részaránya az összes betéthez viszonyítva látványosan emelkedett hosszulejáratú lekötött betétek rovására (lásd 6. ábra).

<sup>16</sup> Az alábbi elemzés Varró László közreműködésével készült, ezért köszönet illeti.

<sup>17</sup> A külföldi befektetők jelenléte igen hangsúlyos a magyar tőzsdén, őket azonban elsősorban a külföldi jegybankok (Fed, ECB) kamatlépései befolyásolják.

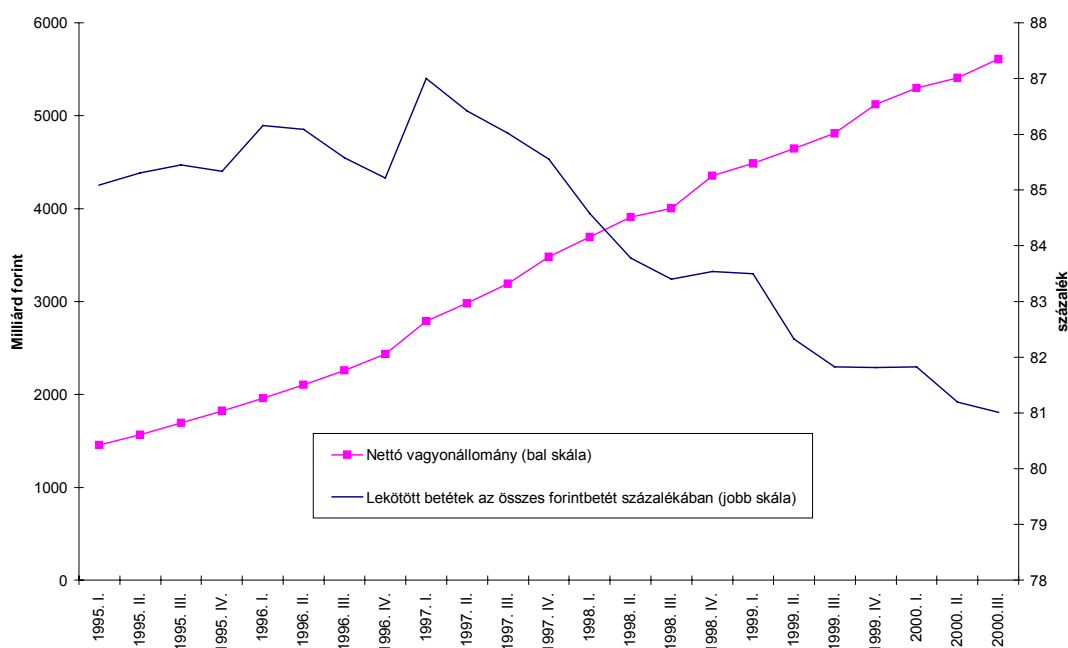
devizabetét állományokról azt feltételezzük, hogy túlnyomórészt nem tudatos portfóliódöntések keretében halmozzák fel. A készpénz és a lakossági látra szóló betétek túlnyomó része tranzakciós funkciókat tölt be, tartásukban a likviditási motívum a domináns. A jövedelem növekedése és az infláció csökkenése várhatóan a likvid eszközök további bővülését eredményezi.

A devizabetéteket a lakosság főként leértékelés elleni biztosításként tartja. Szintjük jóval stabilabb az árfolyamrendszerre vonatkozó piaci várakozások és a kamatprémium ingadozásánál, ami a lakossági várakozások inerciájára utal. Valószínűsíthető, hogy a kilencvenes évek elejének nagy leértékelései még mindig befolyásolják a lakossági portfólió-döntéseket, de az inflációs bizonytalanság is hozzájárult az ebben a formában való befektetésekhez, ugyanis a devizabetétek az infláció és a forinthozamok volatilitása elleni hedge-ként is szolgáltak. A devizabetét-állomány egy része valószínűleg a valuta átváltásából származó tranzakciós költség elkerülésére irányuló szándéknak is köszönhető.

A lakossági M1-be nem tartoznak bele a lekötött forintbetétek, amelyek általában megtakarítási funkciókat töltenek be, és 81%-ot képviselnek a lakossági forintbetétek között. Ezek bizonyos mértékig kamatérzékenyek, ez az a kategória, ahol a reálkamatok szignifikáns hatással lehetnek a fogyasztási-megtakarítási döntésre. E kategória alakulását azonban legalább ilyen mértékben meghatározza a dezintermediáció, amit jól tükröz, hogy növekvő lakossági pénzügyi vagyon mellett több éve csökkenő a lekötött betétállomány összes betétéhez viszonyított hányada.

6. ábra

**A lakosság nettó vagyonállományának és a lekötött betétek összes forintbetéhez viszonyított alakulása**



Kockázat és hozamvolatilitás szempontjából a lekötött betétek a kincstárjegyekkel és a pénzpiaci alapokkal azonos kategóriába tartoznak. Alacsonyabb reálkamat szint mellett a lekötött betétek tartalékolási kötelezettségből és más banki költségekből eredő hozam hátránya nagyobb jelentőséget kaphat, így számítani lehet a lakossági kincstárjegyek és az alacsony kockázatú befektetési alapok irányába történő portfólió átrendezésre.

Ebben a szegmensben tehát a lekötött betétektől eltekintve a jegybanki kamattranszmisszió várhatóan gyenge, az eszközök felhalmozását más tényezők magyarázzák. A lekötött betétek esetében egy csökkenő súlyú pénzügyi eszközről van szó, amelynek állományára erősebb hatást gyakorolhat a jegybanki kamatpolitika. A kamatlépések azonban várhatóan inkább portfólió-átrendezést, mint pénzügyi megtakarítási ráta változást váltanának ki.

- *Életbiztosítások és nyugdíjpénztárak.* Ezeket az megtakarításokat hosszú távú fix szerződések határozzák meg. Mind a nyugdíjpénztári, mind a biztosítási szerződések túlnyomó többsége tíz évnél hosszabb lejáratú és az ügyfélnek nagyon erős ösztönzése van arra, hogy ne mondja fel idő előtt. Hozamértékelésre csak negyedévente vagy évente kerül sor, tehát információ hiányában a nem realizált reálhozam sem okoz vagyongyűjtést, és így portfólió döntést sem indukál. Rendkívül valószínűtlen tehát hogy ezen eszközökön keresztül a jegybanki kamatpolitika és a reálkamatok hatással tudnának lenni a fogyasztási viselkedésre. Ezeknek az elemeknek a súlya tavaly 38% volt a megtakarítási tranzakciókban. Számos érv mutat arra, hogy ez tovább fog növekedni az elkövetkezendő években. A nyugdíjpénztárak tagsága 1999 nyarán ugrásszerűen nőtt, s ezen tagoknak tavaly csak néhány hónapnyi megtakarításuk volt. A magán nyugdíjpénztárak tagsága továbbá a pályakezdőkkel folyamatosan bővül. Mind a nyugdíjpénztárak, mind a biztosítási díjtartalék esetében az állomány felhalmozási fázisban van. Ez azt jelenti, hogy a meglévő állomány reálhozama, amely közgazdasági értelemben megtakarított kamatjövő, folyamatosan növekedni fog még éveken át.

**A jövőben várható tendenciákat** tehát a következőkben lehet összefoglalni: az M1 aggregátum növekedési üteme valószínűleg átlagot meghaladó lesz az infláció csökkenéséből adódó alacsonyabb használati költség miatt, valamint azért is, mert a készpénztartás növekedhet azon csoportok jövedelemnövekedése miatt, amelyek számára a banki szolgáltatások túl drágák. Ezen kívül a magyar lakosság a fejlett országokhoz képest kisebb arányban rendelkezik banki kapcsolattal, ami – a lakossági forrásokért folytatott bankok közötti versennyel együtt - előrevetíti a folyószámlák, bankkártyák számának növekedését. A szerződéses megtakarítások a másik kategória, ahol számottevő növekedés várható a magán nyugdíjpénztárak tagságának növekedése miatt, továbbá azért, mert az egyéb biztosításokat egyre szélesebb rétegek veszik igénybe. Csökkenés várható azonban a lekötött betétek esetében, amelyeket egyre jobban kiszorítanak a nem banki befektetések. Összességében, a jelenlegi relatív hozamkülönbségek mellett a nem tranzakciós célú és nem szerződéses típusú pénzügyi eszközök körében további dezintermediáció várható, azaz – a jelenlegi szabályozási környezetben – az M3/GDP mutató valószínűleg nem fog számottevően nőni, inkább stagnálás várható. Nem valószínű, hogy a fejlett országokra jellemző bankrendszer/GDP arányt Magyarország valaha is el fogja érni, mert a gazdasági átmenet, valamint a nemzetközi pénzügyi modernizáció és liberalizáció olyan fázisban érte Magyarországot, amelyben a dezintermediációs folyamat azt

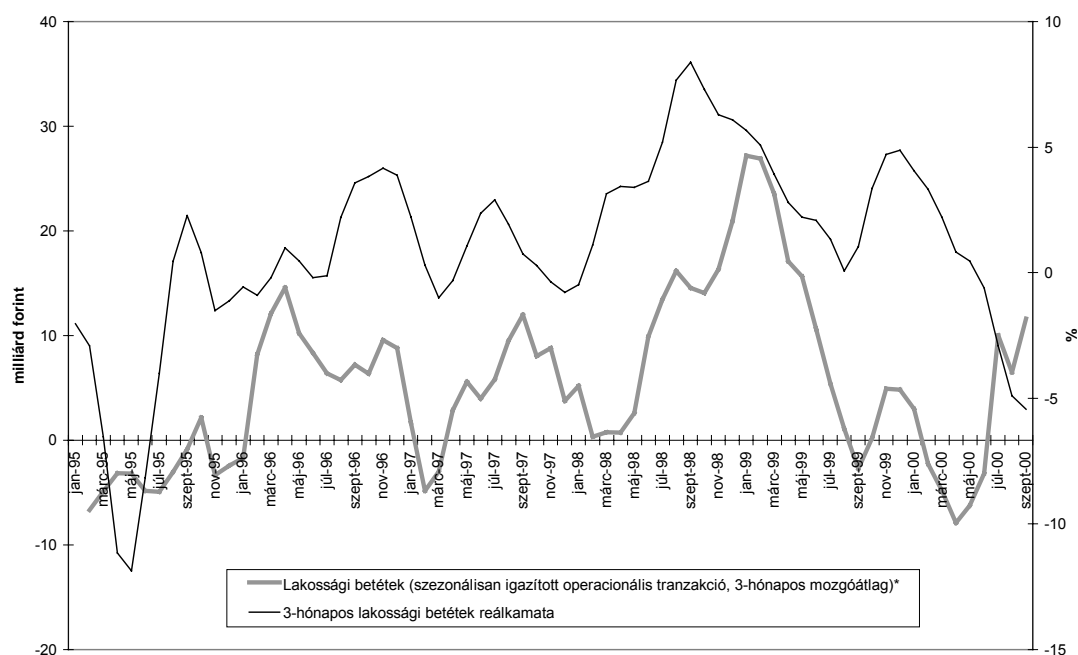
megelőzően erősödött fel, mielőtt a hagyományos kereskedelmi banki betétek állománya felépülhetett volna. Ezért ennél a mutatónál helytállóbb az összes (nem banki befektetéseket is magában foglaló) pénzügyi eszköz alakulását vizsgálni, tehát az M3/GDP hányados már nem értelmezhető úgy, mint a pénzügyi liberalizáció előtt.

#### 4.1.1 A pénzügyi eszközök portfólió összetételének változása 1995-2000 között

Az előbbieket alapján megállapíthatjuk, hogy egy jegybanki kamatlépés hatására inkább számíthatunk a pénzügyi eszközök közötti átcsoportosításra, mint a helyettesítési hatás jelentkezésére, ezért a következőkben a lakosság pénzügyi eszközeinek összetételében 1995 és 2000 között végbement változásokat igyekszünk magyarázni.

A portfólió összetétel változásának magyarázatában elsődleges szerep jut a portfólióelemek relatív hozamainak megváltozásának. Ennek a vizsgálata hagyományosan portfóliómodellek keretében végezhető, ahol az egyes összetevők változását a saját és a többi portfólióelem hozamával magyarázzuk. A magyar adatok azonban az egzakt ökonometriai elemzést nem teszik lehetővé. Ennek ellenére az az ábrák segítségével is látszik, hogy kapcsolat fedezhető fel egyes portfólióelemek és reálhozamok között. A továbbiakban az ábrákra támaszkodva igyekszünk következtetéseket levonni a portfólió reallokáció mögött meghúzódó eseményekről.

7. ábra



#### Lakossági betétek és a betéti reálkamat

\*2000 év hatással korrigálva

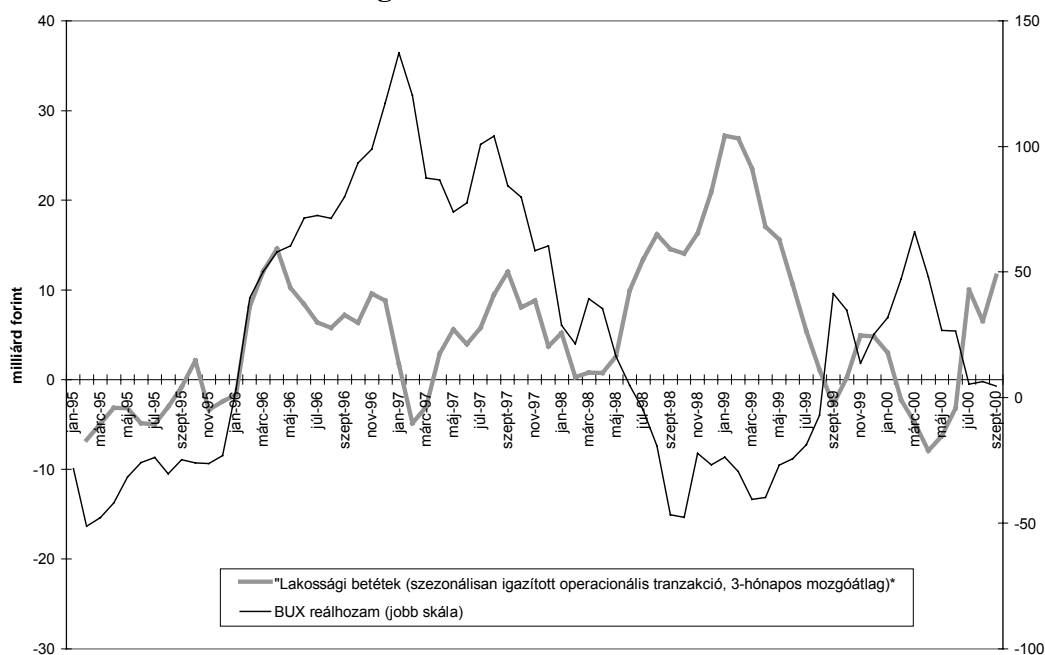
Az 1995-2000 közötti időszak két részre osztható: az 1998 nyaráig tartó időszakban a bankbetét tranzakciók szintje szignifikánsan alacsonyabb volt, mint az azt követő időszakban (7. ábra). A reálkamatok esetében is megfigyelhető ugyanez a jelenség némi lead-del (a pontos késleltetést ökonometriai elemzés hiányában nem lehet megállapítani). Ez akár arra is utalhatna, hogy a reálkamatok és a bankbetét tranzakciók között szignifikáns kapcsolat mutatható ki. Véleményünk szerint azonban



ez a kapcsolat a látszat ellenére nem egyértelmű, a portfólió reallokáció értelmezéséhez ugyanis meg kell vizsgálni a többi hozam viselkedését is. A 8. ábrán jól látható, hogy a bankbetétek népszerűsége látványosan megugrott a BUX esését követően. Ez annak a jele, hogy az orosz válságot követő tőzsdei áresések után a háztartások a részvényeknél kisebb kockázatú megtakarítási alternatívákba menekültek. Az állampapírok iránt nem volt hasonlóan látványos érdeklődés az orosz válság hatására, pedig azok is lényegében kockázatmentes befektetésnek tekinthetők. Ennek a jelenségnek a legvalószínűbb magyarázata az, hogy a befektetők azért menekültek a bankbetétekbe, mert ezek hozamvolatilitása jóval kisebb, mint az állampapíroké. A kockázatmentesnek tekinthető eszközök közül a MAX reálhozamának volatilitása jóval nagyobb volt, mint a kincstárjegyek és a bankbetétek reálhozamának volatilitása (10. ábra).

Az 1995-2000 közötti adatok alapján nem rajzolódik ki egyértelmű összefüggés a reálkamatok és bankbetétek, illetve állampapírok közötti kapcsolatáról. Az 1995 és 1998 második fele közötti időszakhoz képest magas reálkamatok ugyanúgy az orosz válsággal álltak kapcsolatban, mint a BUX zuhanása, az orosz válságot követően ugyanis jelentősen megugrott a forint befektetések kamatprémiuma, ami magas reálkamatokhoz vezetett. Tehát igaz ugyan, hogy a bankbetétek irányába történt portfólió reallokáció és a magas reálkamatok szintje egy időszakra esik, de a banki befektetéseket nem a magas reálkamatok vonzották, azok az árfolyamrendszer jellegéből adódóan az orosz válság következményeként alakultak ki. A bankbetétek és a reálkamatok szintje közötti egyértelmű kapcsolat hiányát alátámasztja az is, hogy az állampapírok irányába nem figyelhető meg hasonlóan látványos átrendeződés annak ellenére, hogy a piaci reálhozamok a betétek reálkamatánál magasabbak voltak. Egyértelmű kapcsolat megállapítását a havi frekvencia miatt zajos idősorok és a rövid minta is megnehezíti.

8. ábra  
Lakossági betétek és a BUX reálhozama

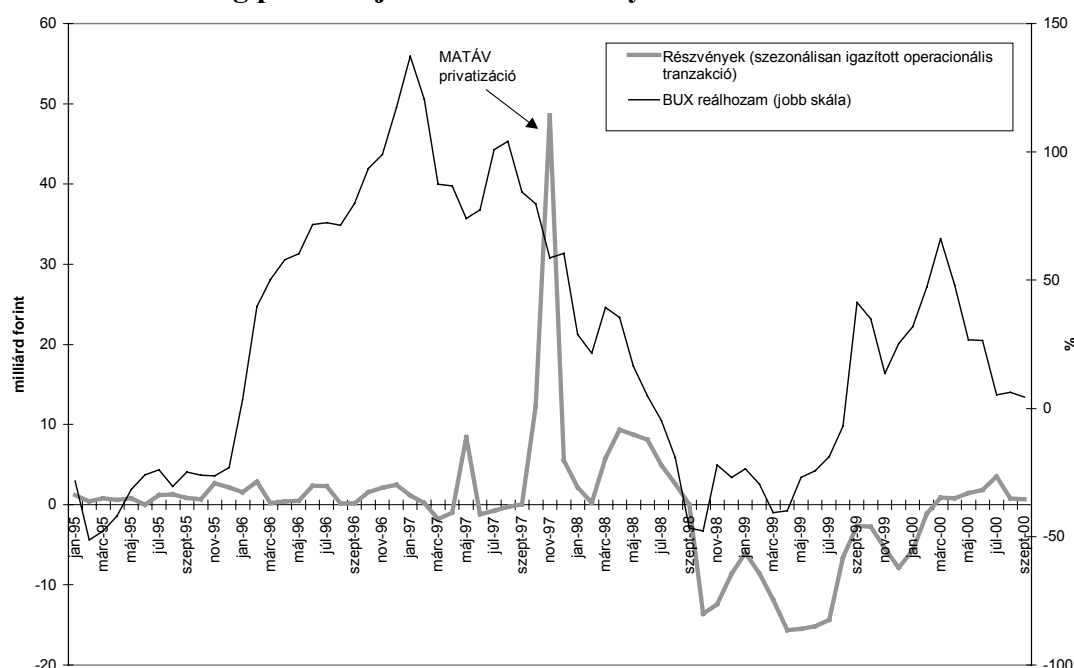


\*2000 hatással korrigálva

Azt a tényt, hogy az orosz válságot követő portfolió átrendeződést a kockázatos értékpapíroktól való menekülés motiválta, a 9. ábra is megerősíti. Ezen ugyanis jól megfigyelhető a részvények iránti kereslet csökkenése a tőzsdei áreséssel párhuzamosan.

9. ábra

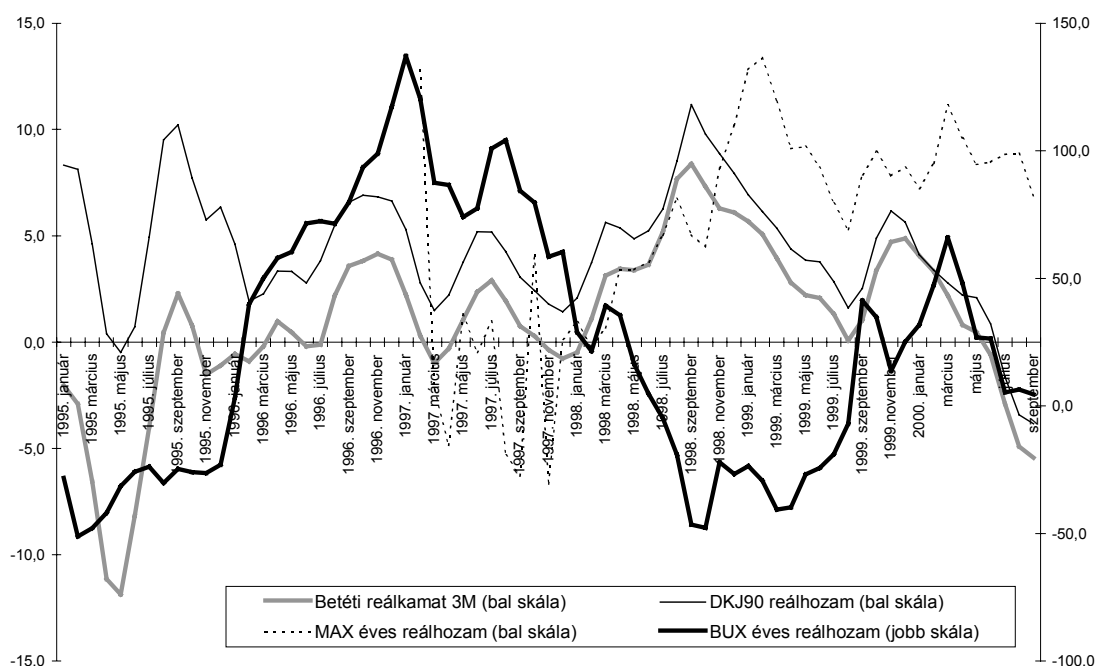
**A lakosság portfoliójában lévő részvények és a BUX reálhozama**



A fentiek alapján tehát mindössze annyit lehet biztonsággal megállapítani, hogy az 1995 óta eltelt időszakban a relatív hozamváltozásoknak volt hatása az operacionális megtakarítási tranzakciókra, de ugrásszerű átrendeződést a megtakarítási tranzakciókban csak az olyan nagy mértékű relatív hozamváltozások okoztak, mint az 1998 őszi tőzsdei árfolyamesés.

Az orosz válságot követő számottevő portfolió átrendeződés némileg elfedi a háttérben már évek óta zajló dezintermediációs folyamatot, amely hosszú távon nagyobb hatást gyakorol a portfolió összetételre, mint az egyszeri sokkok. A nem banki megtakarítások aránya a lakosság nettó pénzügyi megtakarításaiban 1999 harmadik negyedévében újra elérte az orosz válság előtti szintet.

10. ábra  
Kereskedelmi banki, állampapír-piaci és tőzsdei reálhozamok



A 10. ábra a reálhozamokat ábrázolja a szóban forgó időszakban. Jól látható, hogy a megközelítőleg egy kockázati kategóriába tartozó bankbetétek és állampapírok közötti hozamkülönbség – noha az elmúlt években szignifikánsan csökkent – folyamatosan a piaci hozamok javára állt fenn. A 5. ábrán nyomon követhető a nem banki megtakarítások fokozatos térnyerése a forint és devizabetétek rovására, és ezt a folyamatot támasztja alá a 6. ábrán a lekötött betétek összes forintbetéhez viszonyított csökkenése.

### *A banki megtakarítások kamatai*

A makrogazdasági környezeten kívül a kamattranzmisszió hatékonyságát nagyban meghatározza a kereskedelmi bankok piacának struktúrája és a bankok üzletpolitikája, amely a szóban forgó időszakban jelentős változásokon ment keresztül. A következőkben a magyar bankrendszerben lezajlott azon változásokat mutatjuk be röviden, amelyek a lakossági piacot érintik. A magyar bankrendszer struktúráját hosszú évekre meghatározta az a tény, hogy az előző rendszerben a lakossági bankszolgáltatásokat a takarékszövetkezeteken kívül egy bank – az OTP – volt hivatott végezni, amely így hatalmas előnnyel indult a kétszintű bankrendszer bevezetésekor, és ezt az előnyt – noha csökkenő mértékben – máig meg tudta őrizni. Noha a vállalati ügyfelek piacán már a 90-es évek közepétől éles verseny<sup>18</sup> folyik elsősorban a külföldi tulajdonú, erős anyabankkal rendelkező bankok között, a lakossági bankszolgáltatások piacán 1998-ig nagy volt a koncentráció, a piacot az OTP és a Postabank uralta, a többi kereskedelmi bank üzletpolitikájában a lakossági üzletág nem jelent meg hangsúlyos területként. Azóta azonban számos, korábban a vállalati piacra fókuszáló bank kapcsolódik be fokozatosan a lakossági forrásgyűjtésbe és lakossági hitelezésbe. Ennek okai többértűek, amelyek közül a legfontosabb, hogy a vállalati hitelezés jövedelmezősége az erős verseny következtében drasztikusan lecsökkent, ezért a bankok új, jövedelmezőbb üzletágak felé kezdtek fordulni. Az új területek között előkelő helyet foglal el a lakossági hitelezés, amelyben nagy növekedési potenciál rejlik. A lakossági forrásgyűjtés növelése szintén kiemelt prioritásként szerepel egyre több bank üzletpolitikájában, ami ugyancsak hozzájárult a verseny erősödéséhez a retail piacon. A hitelezési aktivitás növekedése arra készteti a bankokat, hogy növeljék belföldi forrásaikat, ami azért is reális cél, mert Magyarországon a lakossági betétállomány GDP-hez viszonyított aránya jóval elmarad a fejlett országokra jellemző aránytól (noha ez természetesen annak is köszönhető, hogy az összes pénzügyi eszköz GDP-hez viszonyított aránya messze elmarad a fejlett országokétól).

### **A KONCENTRÁCIÓ VÁLTOZÁSA**

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999 I.
<i>Lakossági betétek piaca</i>											
A legnagyobb bank	80,5	78,3	71,1	69,0	66,2	63,4	60,5	56,9	52,9	44,4	43,4
Első 3 legnagyobb bank	82,2	81,8	78,6	78,1	75,5	72,1	69,6	70,5	66,0	61,9	59,9
Első 5 legnagyobb bank	82,6	83,4	81,2	80,8	78,8	76,3	74,5	76,6	72,4	69,4	67,8

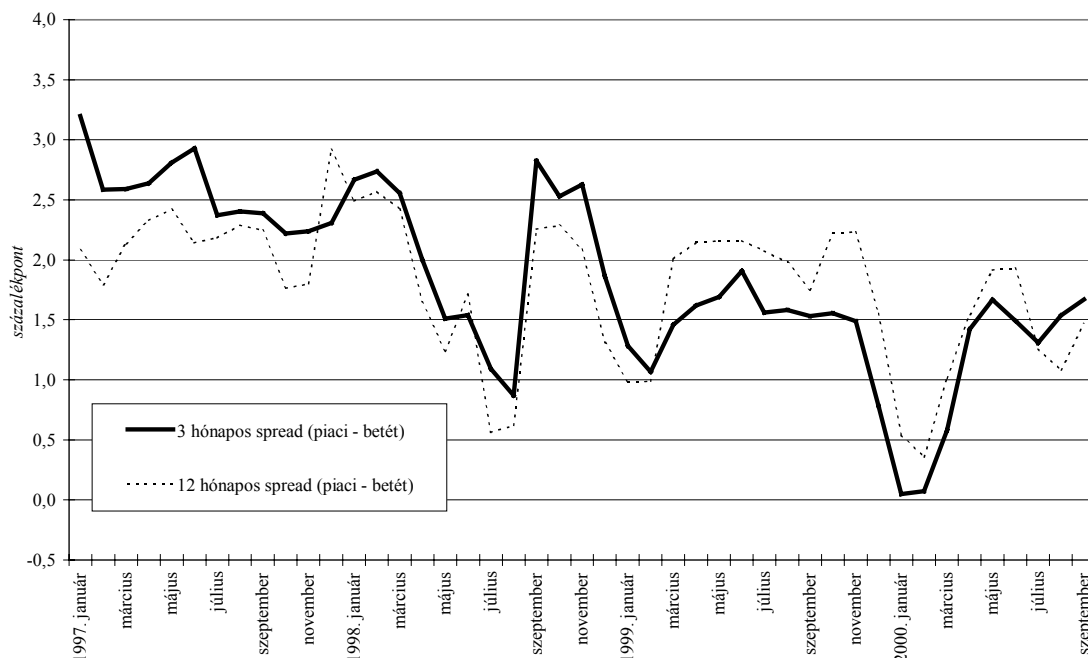
Forrás: Bankfőosztály

A lakossági üzletágban egyre fokozódik a verseny, a csúszó leértékeléses árfolyamrendszer megszilárdulása óta a piaci hozamok és a lakossági betéti kamatok

<sup>18</sup> 1999 végére a piaci hozamok és a vállalati hitelkamatok közötti rés 1,5 százalékpont körül stabilizálódott.

közötti spread csökkenő trendet mutat, és az 1996-ban jellemző 3,5 százalékponttól 1999-re 1,5 százalékpont körüli szintre süllyedt (11. ábra).

11. ábra  
A piaci és kereskedelmi banki betéti kamatok közötti spread



A piaci és kereskedelmi banki kamatok közötti spread szűkülését természetesen a dezintermediáció is elősegítette, hiszen a nem banki fixed-income megtakarítási formák ma már lényegében hasonló szolgáltatásokat nyújtanak mint a bankbetétek, de érezhető hozamelőnnyel. Hosszabb távon a bankbetétek csak úgy őrizhetik meg versenyképességüket a hasonló kockázati kategóriába eső nem banki megtakarításokkal szemben, ha a banki források terhelő költségei, mindenekelőtt a kötelező tartalékráta, jelentősen csökkennek. A hasonló kockázati kategóriába eső megtakarítási alternatívák közötti preferenciát módosító tényezők közül releváns lehet még a betétbiztosítási rendszer változtatása, ugyanis a biztosított összesség jelentős emelése növeli a bankbetétek vonzerejét.

A megtakarítások alakulását és a pénzügyi eszközök portfólió-összetételét hosszabb távon több olyan tényező is befolyásolja, amellyel kapcsolatban most csak spekulációkba bocsátkozhatunk. Ezek közül kiemelt jelentősége van a makrogazdasági környezetnek, a demográfiai változásoknak, a jövedelem-eloszlásnak, az elérhető befektetési instrumentumoknak és a kockázatvállalási kedv alakulásának. Ezen tényezők hatásának kifejtése meghaladja a tanulmány kereteit és célját, ezért csak nagyon röviden említünk néhányat a legvalószínűbb hatások közül. A gazdasági növekedéssel párhuzamos reáljövedelem emelkedés legfontosabb hatása minden valószínűség szerint a háztartások eladósodási szintjének emelkedése és a pénzügyi megtakarítások csökkenése lesz a likviditási korlát fokozatos oldódása miatt. A demográfiai változások hatása nem egyértelmű, de annyi megemlíthető, hogy a lakosság elöregedése a konzervatívabb portfólió-összetétel irányába mutat, valamint a biztosítások és nyugdíjpénztári megtakarítási formák felértékelődését vetíti előre. A jövedelemkoncentráció növekedése olyan szempontból hathat a portfólió-összetételre,

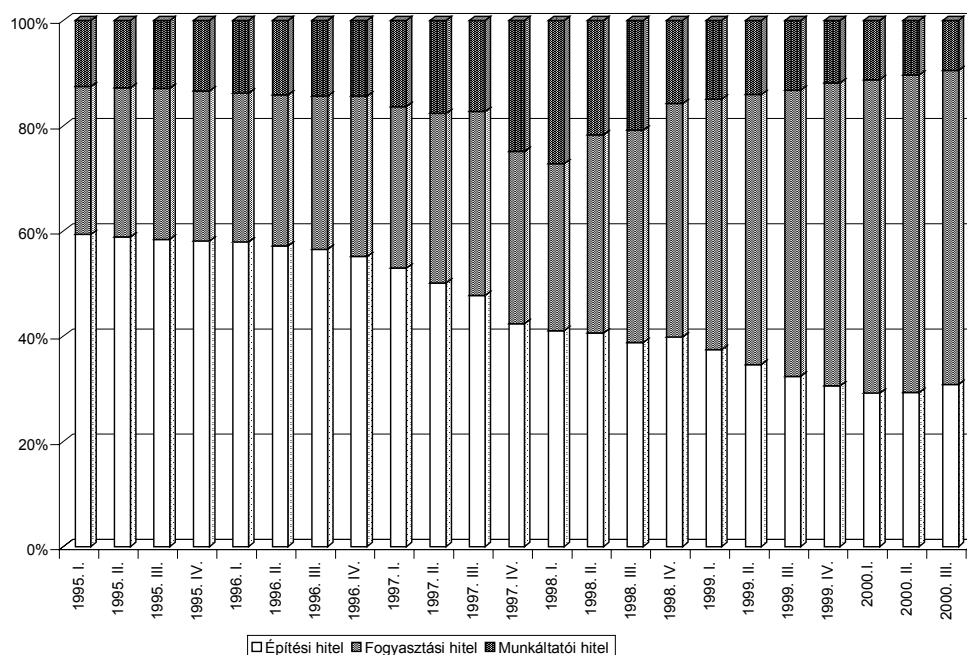
hogy a magasabb jövedelmű háztartások portfóliójában valószínűleg magasabb a kockázatosabb eszközök aránya, és így ez az aggregált megtakarításokra is igaz. A befektetési instrumentumok választékának növekedése szofisztikáltabb befektetési magatartást és hatékonyabb kockázat diverzifikációt tesz lehetővé, ami erősíti a dezintermediációs folyamatot.

## 4.2 Pénzügyi kötelezettségek

A pénzügyi kötelezettségek állománya a rendszerváltástól kezdve folyamatosan zsugorodott 1999-ig, összetételében a régi építési hitelek kifutása, valamint a fogyasztási hitelek 1998-tól megfigyelhető bővülése szembetűnő (lásd 12. és 14. ábra). A közeljövőben várhatóan folytatódni fog a fogyasztási hitelek részarányának emelkedése, illetve hosszú időszak után minden bizonnyal az építési hitelállomány is növekedésnek indul.

12. ábra

### A háztartások pénzügyi kötelezettségeinek összetétele



A lakossági hitelállomány 1998-ban elkezdődött bővülő tendenciája a jövőben várhatóan folytatódni fog, melynek hatására a lakossági pénzügyi megtakarítási ráta tartós csökkenésére számítunk. A lakossági hitelállomány mind a jövedelemhez, mind a GDP-hez viszonyított aránya nagyságrenddel kisebb a fejlett piacgazdaságokra jellemző értéknél. Itt valószínűleg egy olyan strukturális korrekcióról van szó, amit nagyon kétséges, hogy bármilyen jegybanki kamatpolitika le tudna fékezni. Az elmúlt időszak lakossági hitel növekedése is rendkívül magas reálkamat mellett ment végbe, valószínűleg egy likviditási korlát feloldódásáról van szó, ahol a hitellehetőséghez való hozzáférés ténye fontosabb, mint a reálkamat költség. A kamaterzékeny hitelfelvevők számára még akkor is megengedhetetlenül drágák maradnak a lakossági hitelek, ha kamatuk követi a piaci kamatok csökkenését. Figyelembe véve a lakossági hiteltörténet hiányát és a hitelelbírálas szempontjából értékelhetetlen szürkezőna jövedelmek magas arányát, a lakossági hitel/jövedelem arány egyensúlyi szintje

minden bizonnyal alacsonyabb, mint Nyugat-Európában. Ugyanakkor szinte biztosra vehető, hogy ezen egyensúlyi arány a jelenlegi szintnél jóval magasabb, azaz a korrekció szinte független a reálkamatoktól és a jegybanki kamatlépésektől.

Ha csak az 1995 utáni időszakot nézzük, akkor nem lehet elválasztani a strukturális eladósodási folyamatot a kedvező gazdasági ciklusnak köszönhetően növekvő hitelfelvételi kedvtől. A 13. ábra azonban arra utal, hogy a strukturális felzárkózó folyamat már kilencvenes évtized első felében megindult, a fogyasztási hitelfelvétel meredeken emelkedett, noha nagyon alacsony bázisról. Az aggregált lakossági hitelállomány mutatóban azonban ezt eltakarta az építési hitelek visszafizetése, majd a fogyasztási hitelfelvétel is hamar elakadt a gazdasági kiigazítás és meredeken emelkedő kamatok következményeként. Mivel ma a pénzügyi és jogi infrastruktúra jóval fejlettebb, mint a kilencvenes évek első felében, ezért a hitelkonstrukciók szélesebb kínálatából válogathatnak a háztartások, valamint a hitel-, kamat és egyéb kockázatok kezelése is magasabb színvonalú. Mindez megnehezíti annak megítélését, hogy egy gazdasági visszaesés mennyire törné meg ezt az eladósodási folyamatot. Valószínűsíthető azonban, hogy a lakossági hitelfelvétel kevésbé érzékeny a gazdasági ciklusra, mint az említett időszakban volt.

13. ábra

**A fogyasztási hitelfelvétel alakulása a lakosság rendelkezésre álló jövedelmének százalékában\***

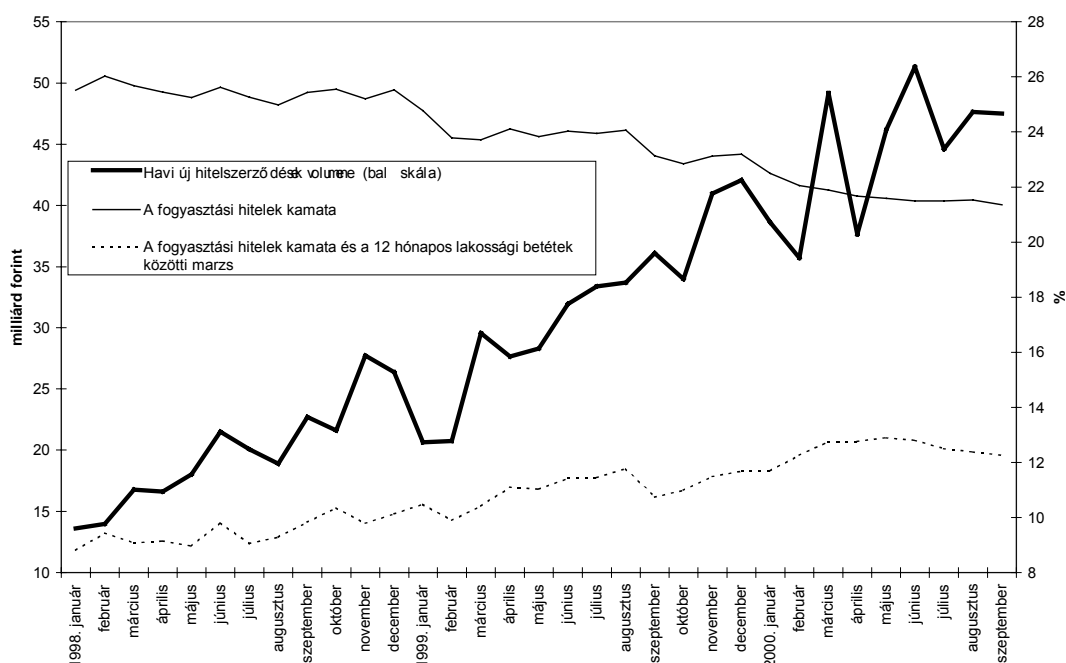


\* Az ábrán a szezonálisan igazított idősorok trendjeiből számított értékek szerepelnek.

A lakossági hitelezés dinamikus növekedése mind keresleti mind pedig kínálati tényezőknek köszönhető. Keresleti oldalon a legnagyobb szerepet a magyar gazdaság pozitív kilátásaival együtt járó jövedelem emelkedési várakozások játsszák, valamint

az a tény, hogy a likviditáskorlátos háztartások kevésbé kamatérzékenyek. Kínálati oldalon a bankok növekvő érdeklődése a lakossági piac iránt a mozgatórugója a hitelállomány növekedésének. A vállalati piacon kialakult éles verseny miatt a vállalati hitelezés jövedelmezősége jelentősen csökkent az 1990-es évek közepéhez képest, ezért egyre több bank kínálja lakossági hiteleit. A növekvő kínálat ellenére jelenleg azonban még mindig a (hitelkamatok és betéti kamatok közötti) marzs növekedése figyelhető meg, ami a lakossági hitelek iránti óriási keresletre, a hitelfelvevők alacsony kamatérzékenységre, és a lakossági hitel szolgáltatásokat nyújtó bankok közötti nem túl erős versenyre utal. A verseny erősödésével a jelenleg igen magas kamatok mérséklődése várható, ami további lökést ad a lakossági hitelállomány növekedésének.

14. ábra  
A fogyasztási hitelek állománya és kamata

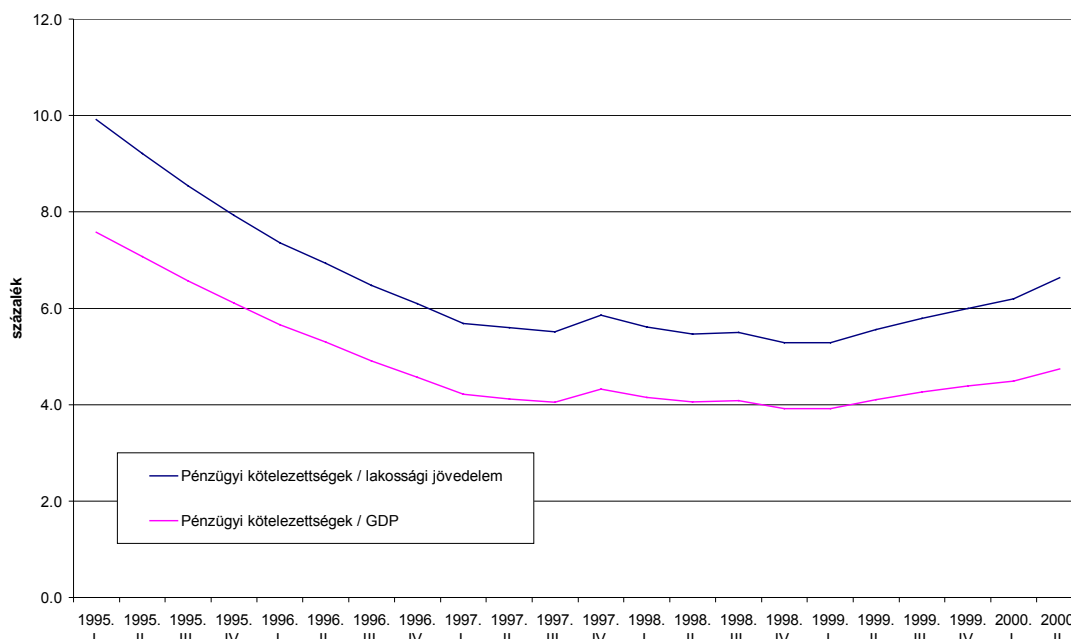


A monetáris transzmisszió szempontjából lényeges változást a jelzáloghitel állomány jelentős növekedése fog okozni, hiszen ezek hosszú lejáratú, nagy összegű hitelek, amelyek a háztartások eladósodottsági szintjét jelentősen megnövelik. Magasabb eladósodottsági szintnél a kamatváltozások már jelentős változást gyakorolhatnak a háztartások pénzmozgására<sup>19</sup>. Erre Magyarországon azonban csak középtávon kell számítani, hiszen jelenleg még az állam által támogatott jelzáloghitelek is csak egy szűk kör számára elérhetőek.

<sup>19</sup> Klasszikus példa erre Nagy Britannia.



*15. ábra*  
**A magyar háztartások eladósodottsága**



## 5. Kitekintés

Közép-hosszú távon<sup>20</sup>, ha jelentősen megemelkedik a lakosság eladósodottsága, kialakulhat majd egy hatékonyabb kamattranzmisszió. Rövidtávon azonban főleg a strukturális elemek játsszák a főszerepet, azaz a háztartások fogyasztási-megtakarítási viselkedésében egy – az elhalasztott fogyasztásnak köszönhető - utolérési folyamat mutatható ki. Ez az elhalasztott fogyasztás mindenekelőtt a gazdasági átmenettel járó reáljövedelem csökkenésnek és a kilencvenes évek első felében jellemző erős likviditás korlátosságnak tulajdonítható. A strukturális változások közül a jelzálog hitelezés tömegessé válásának lesz a legnagyobb hatása, hiszen ez a fajta hosszúlejáratú, nagy összegű hitel képes érzékelhetően megemelni a háztartások eladósodottsági szintjét. Mint azt a Függelékben elemzett portugál példa mutatja, a jelzálog hitelezés hatása a háztartások eladósodottságra viszonylag hamar, 5-8 éven belül jelentkezhet. Ezek a folyamatok minden valószínűséggel a háztartási (pénzügyi) megtakarítási ráta további csökkenését fogják eredményezni. A Függelékben áttekintett országokban a magyarhoz hasonló folyamatok zajlottak le; ezen országok esetében is a háztartások jövedelmének növekedése, a pénzügyi liberalizáció és modernizáció következményei gyakorolták a legnagyobb hatást a lakosság eladósodottsági szintjére. Noha a monetáris politika csekély mértékben tudja befolyásolni ezt a folyamatot, a gazdaság valamely szektorának alkalmazkodnia kell a lakosság megváltozott megtakarítói pozíciójához annak érdekében, hogy a külső egyensúly fenntartható maradjon. A nemzetközi tapasztalatok összegzésekor láttuk, hogy egyes országokban a vállalkozói szektor ellensúlyozta a háztartási szektor

<sup>20</sup> Ez a hosszabb táv valószínűleg olyan hosszú, hogy Magyarország Európai Unió csatlakozása utáni időszakra esik. Hazánk EU (és még inkább EMU) csatlakozása azonban gyökeresen megváltoztatja a monetáris politika mozgásterét.

megtakarításának csökkenését, míg más országokban (elsősorban az EU tagállamokban) a költségvetési szektor kompenzált. Az EU-tagság elérését követően az EMU-ba való belépés Magyarországtól is megköveteli majd a költségvetési deficit jelentősebb csökkentését a jelenlegi szintről. A vállalati szektornál a következő néhány évben nem valószínű a nettó megtakarítási pozíció olyan mértékű romlása, mint a háztartási szektor esetében. Ezt a várakozást arra alapozzuk, hogy a vállalati szektorban a pénzügyi liberalizáció már évekkal korábban lezajlott, a hitelhez való hozzáférés tekintetében ugrásszerű változás nem várható a nagy- és középvállalati körben, a likviditás korlátosság jóformán már csak a kisvállalkozói körben probléma. Ugyancsak a magyar vállalkozói szektor rohamos pozícióromlása ellen szól, hogy bár a 33%-os vállalkozói hitelállomány/GDP mutató a fejlett országok 50-130%<sup>21</sup> közötti értékéhez képest alacsonynak tűnik, az elkövetkező években sem várható az eladósodottság ugrásszerű növekedése, mivel a vállalkozói szektor kedvező jövedelmezősége miatt a belső források szerepe továbbra is jelentős lesz. A külső forrásbevonás nagyarányú növekedése ellen szól az is, hogy a magyar vállalati szektorban a kamatteher/jövedelem mutató magasnak mondható, és ez az alacsony leverage ellenére korlátozza a vállalatok eladósodását.

---

<sup>21</sup> BIS (1995) p.7.

## **FELHASZNÁLT IRODALOM**

**Árvai Zsófia** (1998). A piaci és kereskedelmi banki kamatok közötti transzmisszió 1992 és 1998 között. MNB Füzetek 1998/10

**BIS** (1994). National Differences in Interest Rate Transmission.

**BIS** (1995). Financial Structure and the Monetary Policy Mechanism.

**Elmendorf, D.** (1996). The Effect of Interest Rate Changes on Household Saving and Consumption: A Survey. Fed. Manuscript.

**Hansen, H. J.** (1996). The Impact of Interest Rates on Private Consumption in Germany. Deutsche Bundesbank Discussion Paper.

**Menczel Péter** (2000). Mit jeleznek a megtakarítások? Bankszemle 2000/8.

**Molina, Vinals, Gutierrez eds.** (1998). Monetary Policy and Inflation in Spain. Macmillan.

**Montiel, P.** (1997). What Drives Consumption Booms? In K. Schmidt-Hebbel and L. Servén, editors. Saving in the World: Puzzles and Policies. World Bank Discussion Paper 354. Section C2. Washington D.C.

**Reinhart, Carmen M. ed.** (1999). Accounting for Saving: Financial Liberalization, Capital Flows and Growth in Latin America and Europe. Inter-American Development Bank.

**Zsoldos István** (1997) A lakosság megtakarítási és portfólió döntései Magyarországon 1980-1996. MNB Füzetek 1997/4.

IMF, OECD országjelentések: Spanyolország, Portugália, Lengyelország.

A lengyel és a portugál jegybank éves jelentései.

## ***Függelék***

### **1. Nemzetközi összehasonlítás**

#### ***Spanyolország***

Spanyolországban a hetvenes évek során folyamatosan csökkenő háztartási megtakarítási ráta tovább zuhant 1986-tól kezdődően és igen erős fogyasztási boom-mal párosult, ami elsősorban az EU csatlakozásnak köszönhető. Az EU csatlakozás ugyanis kiteljesítette a korábban megkezdett külkereskedelmi és pénzügyi liberalizációt, és a peseta árfolyamát az EMS-ben résztvevő egyéb európai valutákhoz kötötte. A fogyasztási boomban szerepet játszott a felértékelődő valuta, ami az import cikkeket olcsóbbá tette, bár a jelentősebb reálfelértékelődés a fogyasztás megugrása után 1-2 évvel kezdődött meg igazán. Az ERM válság, ami a spanyol valutát is igen erősen érintette, azokat látszik megerősíteni, akik úgy vélik, hogy az 1988-91-es túlértékelt árfolyamot a lakosság ideiglenesnek tekintette, és igyekezett az importcikk (ideiglenes) olcsóságát kihasználni. A fogyasztási boom-ot a lakossági hitelállomány megugrása is kísérte, ami részben az EU-csatlakozással járó pénzügyi liberalizációnak is köszönhető, de nagy szerepet játszott benne a spanyol lakosság jövedelmi várakozásainak növekedése is. Ezek a tényezők és a jelentős mértékű elhalasztott fogyasztás állhatott a fogyasztás ugrásszerű megnövekedése hátterében, amelynek az 1992-93-as ERM válság vetett véget. A kilencvenes évek elejétől a háztartási megtakarítási ráta újra növekedésnek indult, és 1995-re meghaladta a nyolcvanas évek elejét jellemző szintet.

A háztartási szektor nettó pénzügyi vagyona a GDP 55-70 százaléka között mozgott a nyolcvanas évek elejétől kilencvenes évek közepéig.<sup>22</sup> A nettó megtakarítások alakulását elsősorban a pénzügyi eszközök állományának (a GDP 110-130 százaléka) mozgása határozta meg, a tartozások GDP-hez viszonyított részaránya ugyanis ebben az időszakban stabilnak bizonyult (a GDP 55-60 százaléka). Mindez a lakossági hitelpiaci szereplők prudens magatartásáról tanúskodik, hiszen keresleti részről úgy tűnik, hogy a spanyol háztartások nem hajlandók a jövedelemvárakozásaikat is tükröző GDP alakulásától eltérő mértékben eladósodni, illetve ezzel egy időben mutatja a hitelkínálatot biztosító bankrendszer óvatos kihelyezési gyakorlatát a lakossági üzletágban. A háztartások összes pénzügyi eszközének több mint 50 százalékát likvid instrumentumok alkotják, bár a kilencvenes évek elejétől kezdve egyre jelentősebbé vált a befektetési jegyek és az életbiztosítások szerepe. A kötelezettségek oldaláról elmondható, hogy a vizsgált időszak során a bankrendszer által folyósított hitelek az összes kötelezettség több mint a felét tették ki, sőt a banki hitelek részaránya még növekedett is ebben a periódusban a munkáltatói kölcsönök rovására.

A háztartási szektor nettó megtakarítói pozíciójából adódóan a pénzügyi eszközök tartásából származó kamatjövedelem (GDP 7 százaléka) jelentősen meghaladta a hitelek után fizetendő kamatkötelezettségek mértékét (GDP 3 százaléka). A lakosság nettó hitelnnyújtói helyzetéből következően a kamatváltozások hatására előálló jövedelmi hatás várhatóan a monetáris politika céljával ellentétesen hat. Egy kamatemelés esetén a jövedelmi hatás eredményeképpen élénkülő fogyasztási

<sup>22</sup> Az adatok 1982-1995. közötti időszakra vonatkoznak.

kiadásokra lehet számítani, miközben a kamatlépés esetleg éppen ezt akarta mérsékelni. Ezzel szemben kamatcsökkentéskor éppen az ellenkező scenárió állhat elő.

A spanyol lakosság pénzügyi befektetéseinek nagy részét likvid, rövidlejáratú pénzügyi eszközökbe helyezi el, míg a kötelezettségek átlagos futamideje hosszabb<sup>23</sup>. Ez a struktúra azt sejteti, hogy a monetáris politika rövid távon kevésbé képes szándékainak megfelelő irányba befolyásolni a háztartások pénzelköltését. A rövid futamidejű pénzügyi eszközökön realizált kamatjövedelem viszonylag gyorsan alkalmazkodik a kamatváltozás irányához, így váltva ki ellentétes hatást a jegybank kamatlépésének eredeti szándékával. A pénzügyi kötelezettségek költségei ezzel szemben lassabban árazódnak át, mivel ezek árait elsősorban a monetáris politika által csak közép- és hosszútávon befolyásolt hosszú futamidejű pénzpiaci instrumentumok határozzák meg. A monetáris politika hatásfokát ugyanakkor javítja az a tény, hogy Spanyolországban a változó kamatozású hitelek részaránya az összes kötelezettséghez képest folyamatosan növekszik, a kilencvenes évek közepére az összes hitel több mint egyharmadát tették ki. Ezen kötelezettségek kamatai többnyire pénzpiaci kamatlábak alakulásához vannak rögzítve, így a rövid távú kamatmozgások hamar átcsatornázódnak a forrásköltségekbe. A változó kamatozású instrumentumok előtérbe kerülése tehát folyamatosan növeli a monetáris politika befolyását a lakosság pénzelköltési döntéseire.

A kamatváltozás a fix- és változó hozamú pénzügyi eszközök (állampapírok, vállalati kötvények, részvények) árfolyamváltozásán keresztül generálódó vagyongatás által is befolyásolhatja a lakosság fogyasztási-megtakarítási döntéseit. A spanyol háztartások pénzügyi eszközeinek 13 százalékát teszik ki az előbbieken említett értékpapírok, s ez az arány nem képes a lakosság fogyasztási döntéseit fundamentálisan befolyásoló mértékű vagyongatást kiváltani.

A banki közvetítés szerepe a háztartások megtakarításaiban annak ellenére nem változott jelentősen az elmúlt évek során, hogy a befektetési alapok, az életbiztosítások és a nyugdíjpénztári befektetések előtérbe kerültek az utóbbi időszakban. Ezen intézményi befektetők térnyerése feltehetően folytatódni fog az elkövetkezendő években is, ami az aktuális monetáris politikától független hosszútávú befektetési időhorizont következtében mérsékli a jegybanki döntések befolyásoló képességét. A hitelnyújtás több mint ötven százaléka azonban a bankrendszeren keresztül valósul meg, s a háztartási szektor számára más alternatíva nem is nagyon kínálkozik a forrásbevonásra. A bankszektor domináns helyzete a háztartási szektor eladósodottságában tehát jelentősen növeli a monetáris politikai lépések hatékonyságát.

---

<sup>23</sup> Az összes pénzügyi eszköz 70 százaléka rövid lejáratú, míg mindez mindössze a kötelezettségek 30 százalékáról mondható el. A lakossági hitelek döntő többsége az ingatlanvásárláshoz kapcsolódó jelzálog hitelek közül kerül ki, melyeknek átlagos futamideje 10-20 év.

## **Portugália**

Az 1990-es években döntő változások mentek végbe a gazdasági szereplők megtakarítói pozíciójában Portugáliában. Miközben 1991 és 1998 között az aggregált belföldi megtakarítási ráta a GDP arányában 2 százalékpontot csökkent (24%-ról 22%-ra), a háztartások megtakarítási rátája kb. 7 százalékpontot esett ugyanebben az időszakban. A nem-pénzügyi vállalkozások megtakarítási rátája az évtized elején és végén megközelítőleg azonos volt, azaz a költségvetés pozíciója kompenzálta a háztartások csökkenő megtakarításait. A háztartások finanszírozási képessége drasztikusan csökkent az évtized folyamán, olyannyira, hogy 1998-ban a háztartások (folyó) megtakarítása alacsonyabb volt az általuk eszközölt beruházásoknál, és a háztartások finanszírozási igénye elérte a GDP kb. 1 százalékát. Ez egy meglehetősen szokatlan fejlemény, hiszen a lakosság általában nettó megtakarító, és a többi szektor legfőbb finanszírozója. A finanszírozási képesség folyamatos romlásában a rendkívül dinamikus lakossági hitelfelvétel játszotta a főszerepet, a háztartások pénzügyi kötelezettségeinek állománya az 1990-es évek elejére jellemző 15% per GDP szintről 1998-ra 47% per GDP fölé nőtt, míg a rendelkezésre álló jövedelemhez viszonyított eladósodás 1996 decembere és 1999 májusa között 43%-ról 72%-ra nőtt. A lakosság növekvő eladósodása elsősorban az ingatlan<sup>24</sup> hitelfelvétel tömegessé válásához kapcsolódott, 1992-től a jelzáloghitelezés feltételei (az ingatlanok relatív ára, a jelzáloghitel kamatok, a háztartások rendelkezésére álló jövedelem) drámaian javultak. A jelzáloghitelezéshez kapcsolódó eladósodottsági szint gyors növekedése elsősorban annak köszönhető, hogy ez a piaci szegmens – akárcsak Magyarországon – sokáig fejletlen volt főként a kedvezőtlen makrogazdasági környezet miatt, és a hitelkínálat növekedése hatalmas, a korábbi évekről felgyülemlett kereslettel találkozott. A lakossági hitelezés ugrásszerű növekedése többek között a bankok közötti egyre élesedő versenynek a következménye, ami a pénzügyi szektor liberalizációjának és a külföldi pénzügyi intézmények növekvő jelenlétének köszönhető. A megtakarítási rátát az is csökkentette, hogy a jelzáloghitelezés a korábban felhalmozott megtakarítások egy részének leépítésével is együtt járt. Az ingatlanhitelezésen túl a fogyasztási hitelek állománya is jelentősen megnőtt a deregulációnak, a nominális kamatlábak csökkenésének, a pénzügyi intézmények közötti verseny növekedésének és a háztartások növekvő reáljövedelmének köszönhetően. A háztartások gyors és jelentős eladósodottsága azonban növeli a háztartási szektor kockázati kitettségét, egy nagyobb kamatemelés (különösen mivel a jelzáloghitelek túlnyomó része változó kamatozású) vagy recesszió jelentősen csökkentheti a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét és ezáltal hitel visszafizetési képességet. Portugália EMU tagsága nem teszi lehetővé a monetáris hatóságok számára, hogy kamatpolitikával reagáljanak a hitelexpanzióra, a portugál jegybank mindössze annyit tudott megtenni, hogy megszigorította a lakossági hitelekre vonatkozó céltartalék-képzési kötelezettségeket, hogy a bankszektor kockázati kitettségét csökkentse. A portugál hatóságok nem aggódnak különösebben a háztartások eladósodottságának gyors növekedése miatt, mert az éppen csak eléri az EU átlagot, és a jövőben a hitelállomány növekedésének lassulására számítanak. A hitelállomány felfutását egy átmeneti jelenségnek tekintik, ami a monetáris unióba való belépéssel együtt járó „regime shift”-nek köszönhető. A pénzügyi eszközök összetételében is jelentős változások mentek végbe az előző évtizedben, a nemzetközi

---

<sup>24</sup> Ingatlanhitelezésen itt a lakossági ingatlanokhoz kapcsolódó hitelezést értjük, azaz a lakásvásárlási és építési hiteleket.

trendeknek megfelelően jól megfigyelhetők a dezintermediációs folyamatok: a banki lekötött betétekbe történő befektetések drasztikusan csökkennek, míg a részvények és befektetési jegyek aránya dinamikusan nő a lakosság portfóliójában.

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
M3/GDP	72%	72,5%	73%	73,5%	74%	75,5%	74,5%		
Háztartások bankhitele (%GDP)	14,0	16,0	18,0	22,0	25,0	30,0	35,0		
Belföldi megtakarítás (%GDP)	24,0	22,0	21,0	19,0	21,0	20,0	21,0	22,0	
Házt. megtakarítása (%GDP)	14,0	12,0	10,0	8,0	7,0	7,0	7,0	7,0	
CPI infláció		8,9	6,5	5,2	4,1	3,1	2,2	2,8	2,5
GDP reálnövekedés		1,9	-1,4	2,4	2,9	3,6	3,8	3,9	3

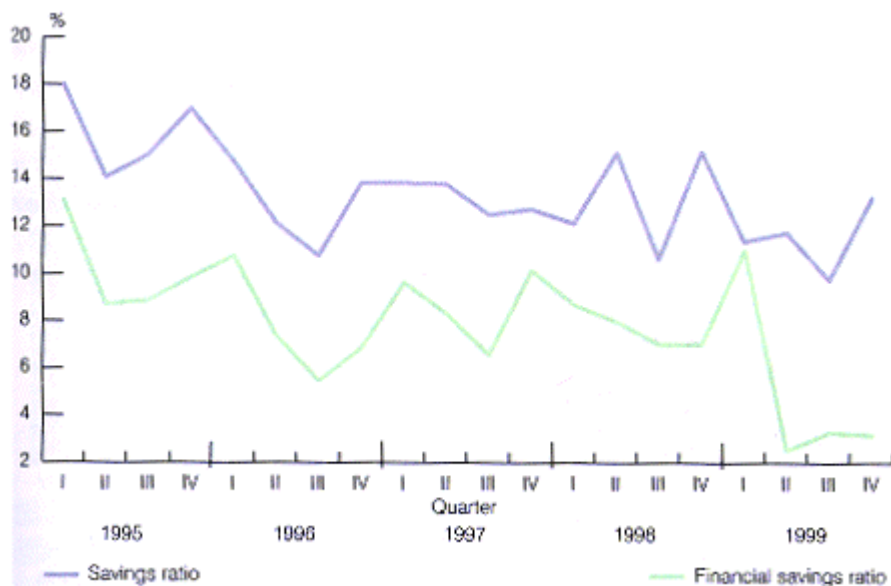
Forrás: IMF

Mint már említettük, a lakosság finanszírozási képességének romlását valamelyest ellensúlyozta a költségvetés megtakarítói pozíciójának 1995 óta tartó javulása. A költségvetési szektor finanszírozási igényének folyamatos csökkenése azonban nem volt akkora mértékű, hogy ellensúlyozza a lakosság csökkenő finanszírozási képességét, ezért a portugál folyó fizetési mérleg hiánya 1996 és 1998 között GDP arányosan 2,1%-ról 4,3%-ra nőtt. A fent bemutatott folyamatok alapján nyilvánvaló, hogy a portugál lakosság eladósodása alapvetően strukturális okokkal magyarázható, és monetáris politika hatása csekély volt. Érdemes azonban felhívni arra a figyelmet, hogy a költségvetés prudens viselkedését nem kizárólag a lakosság eladósodásának ellensúlyozása motiválta, ugyanis a kilencvenes évek második fele volt az az időszak, amikor az EMU-hoz csatlakozni kívánó országoknak meg kellett felelni a maastrichti kritériumoknak, ami önmagában is a költségvetési hiány csökkentésének irányába hatott.

Az elmúlt évtizedben Portugáliában lezajlott folyamatok sok hasonlóságot mutatnak a magyar gazdaságban jelenleg zajló folyamatokkal, nálunk is dinamikusan nő a lakosság hitelállománya és számottevően csökken a megtakarítói kedv, bár a tömeges jelzáloghitelezés még mindig nem indult be, ezért az eladósodás egyelőre jóval lassabban halad. A portugál példa egyik nagy tanulsága, hogy minden valószínűség szerint Magyarországon is nagy szükség lesz a költségvetés alkalmazkodására a lakosság finanszírozási képességének csökkenésével párhuzamosan. Ez – az elmúlt évek tapasztalatát figyelembe véve - azonban nehézkesebben mehet végbe nálunk, amennyiben nem lesz egy olyan erős ösztönző, mint amilyen a maastrichti kritériumok teljesítése volt a portugálok számára.

### **Lengyelország**

A gazdasági növekedés megszilárdulása óta a lengyel háztartások jövedelme és fogyasztása évről-évre dinamikusan nő. Az alábbiakban elsősorban a háztartások eladósodási folyamatára koncentrálnak, de előtte mindenképpen érdemes egy pillantást vetni az alábbi ábrára, amely a teljes megtakarítási rátát és a pénzügyi rátát mutatja.



Látható, hogy mind a teljes mind pedig a pénzügyi megtakarítási ráta is csökkenő trendet mutatott a kilencvenes évek második felében. Különösen figyelemre méltó a pénzügyi ráta zuhanása kb. 3%-ra 1999-ben, ami igen magas reálkamatokkal párosult (a nominális piaci kamatok 6-7%-ot emelkedtek az év során). A reálkamatok tekintetében nem volt kivétel az 1999-es év, mivel a dezinflációs törekvések és a kamattranszmisszió viszonylagosan alacsony hatékonysága miatt a lengyel gazdaságot magas reálkamatok jellemezték a kilencvenes években. Azaz a megtakarítások és a reálkamatok között Lengyelországban sem lehet egyértelmű kapcsolatot felfedezni. A két ország fejlődésének hasonlósága arra utal, hogy ebben az esetben is egy strukturális folyamatról van szó, amit a hosszantartó kedvező konjunktúra is erőteljesen támogatott.

A lakossági hitelezés fejlődését tekintve a lengyel fejlemények nagyban hasonlítanak az 1995 utáni periódusban a magyar lakossági hitelezésben lezajlott folyamatokhoz azzal a különbséggel, hogy ott a hitelezés felfutása kb. két évvel korábban, 1996-ban kezdődött. 1996-ban az előző évhez képest 77%-kal nőttek a lakossági hitelek, és azóta ugyan csökkent a növekedési ütem, de még mindig igen magasnak tekinthető. Lengyelországban a lakossági hitelek GDP-hez viszonyított aránya 1998-ban 4,3%-ot tett ki, míg Magyarország ezt az értéket 1999 végén érte el. Lengyelország előnye a lakossági hitelezésben alapvetően két tényezőnek köszönhető, ezek közül a legfontosabb, hogy a gazdaság erőteljes növekedése már 1993-ban megkezdődött és az ország azóta is magas GDP növekedést produkál. A gazdasági növekedés a lakossági reáljövedelmének folyamatos növekedését vonta maga után, ami csökkentette a bankok számára a lakossági hitelezés kockázatát. A lakossági hitelezés felfutásának másik előfeltétele az infláció – és a kamatok – csökkenése volt. Az 1995-ös jelentős infláció csökkenés nagy valószínűséggel hozzájárult a lakossági hitelezés beindulásához. A háztartások megnövekedett hitelkereslete hasonló okokra vezethető vissza, mint Magyarországon, amelyek között első helyen az elhalasztott fogyasztás áll. Akárcsak Magyarországon, a hitelállomány felépülése igen jelentős reálkamatok mellett ment végbe Lengyelországban is, ami a háztartások alacsony kamatérzékenységére utal.



Reálértékben (1991-es bázison)		Millió zl						
Lakossági hitelek	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Éven belüli	335	439	533	561	709	944	1081	1400
1-5 év	255	235	388	510	846	1785	2494	2737
Ingatlan	115	137	174	183	180	275	433	655
Egyéb hosszú lejáratú	9	7	9	14	28	103	318	384
Meg nem fizetett kamat	0	6	24	25	28	66	54	66
<b>Összesen</b>	<b>714</b>	<b>823</b>	<b>1127</b>	<b>1293</b>	<b>1792</b>	<b>3172</b>	<b>4380</b>	<b>5242</b>
Növekedési ütem - összesen		15,3%	36,9%	14,7%	38,6%	77,0%	38,1%	19,7%
Lakossági hitel/GDP		0,3%	0,6%	0,9%	1,4%	2,7%	3,9%	4,9%
M3 reál növekedés				6,8%	10,7%	9,3%	14,0%	15,2%
M3/GDP				34,5%	34,0%	35,5%	37,6%	40,2%
CPI infláció (dec/dec)		44,3	37,6	29,5	21,6	18,5	13,2	8,6
GDP reálnövekedés			3,8%	5,2%	7,0%	6,1%	6,8%	4,8%

Forrás: OECD, IMF

A két ország közötti különbség, hogy míg Lengyelországban 1991-től folyamatosan nőtt a lakossági hitelek GDP-hez viszonyított aránya, addig Magyarországon a 1990-es évek első felében – egy magasabb bázisról indulva – folyamatosan csökkent ez az arány, és 1998-ban érte el mélypontját, amelyet követően újra folyamatosan nőni kezdett (lásd a 15. ábrát a főszövegben). A különbség minden valószínűség szerint az ingatlanhiteleknek köszönhető, mint a táblázat is mutatja, az évtized első felében az ingatlanhitelzés igen alacsony bázisról indult és növekedési üteme is lassú volt. Magyarországon ezzel ellentétben a lakossági hitelek zömét ingatlanhitelek alkották, és ezek folyamatos visszafizetése, illetve az új hitelek alacsony értéke miatt az összes lakossági hitel/GDP arány az évtized első felében csökkent. A jelzálog hitelzés törvényi feltételeit Lengyelországban 1998-ban teremtették meg, ami az ingatlan hitelzés felfutásához vezetett. A táblázat szerint a lakossági hitelek többsége 1-5 év lejáratú, ez mindenekelőtt a gépjármű és tartós fogyasztási hiteleket takarja. További különbség a két ország között, hogy míg Magyarországon az M3/GDP arány a kilencvenes évek második felében 67-68% körül stabilizálódott, addig Lengyelországban az 1994-95-ben jellemző 34%-os szintről mára 40% fölé emelkedett. A két ország közötti eltérésnek több oka lehet, az egyik legfontosabb ezek közül az, hogy a rendszerváltás kezdetén Lengyelország sokkal alacsonyabb bázisról indult, és így a gazdasági növekedés megindulásával párhuzamosan a pénzügyi szektor gazdaságban betöltött súlyának<sup>25</sup> növekedési üteme gyorsabb volt, mint a magasabb szintről induló Magyarország esetében (ahol a kilencvenes évek elejéhez képest az M3/GDP arány csökkent). A másik magyarázó tényező a dezintermediációs folyamat eltérő sebessége, Magyarországon ugyanis a dezintermediáció jóval gyorsabb, mint Lengyelországban. Ennek egyik oka institutionális, nevezetesen az, hogy már a kilencvenes évek első felében is több nem banki befektetési alternatíva állt a magyar háztartások rendelkezésére, mint Lengyelországban, amelyeknek a vonzerejét a banki befektetéseknél magasabb hozam mellett különböző adókedvezmények is növelték. A másik lehetséges ok, hogy az elmúlt évtizedben a lengyel reálkamatok jelentősen meghaladták a magyar reálkamatokat, és ennek valószínűleg hatása volt a háztartások bankbetétek iránti keresletére, a magyar esetben a lengyelhez képest alacsony reálkamatok tovább növelték a nem banki befektetések vonzerejét. Mindent összevetve, érdemes a lengyel fejleményeket figyelemmel

<sup>25</sup> Financial deepening

követni, hiszen a két országban a lakossági hitelezésben zajló folyamatok igen hasonlóak.

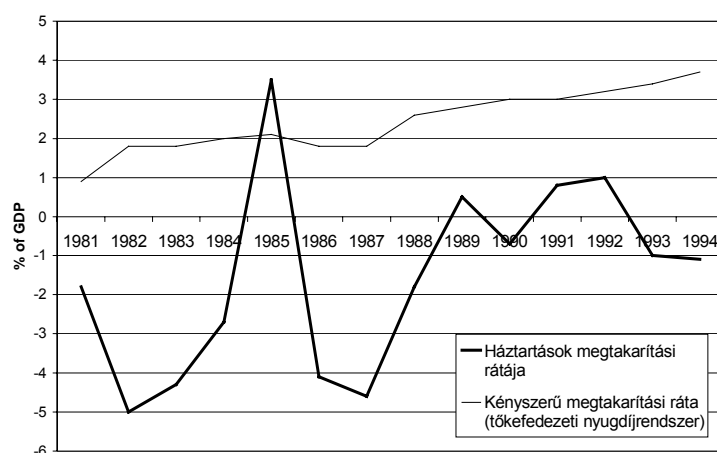
### *Latin-amerikai országok: Argentína, Chile, Mexikó<sup>26</sup>*

**Argentínában** a belföldi megtakarítási ráta az 1980-as évektől 20 százalék körül alakult enyhén csökkenő trenddel, amiért elsősorban a költségvetési szektor felelős. A háztartási megtakarítási ráta pontos adatai nem voltak elérhetőek, a háztartások megtakarítási és fogyasztási viselkedését azonban viszonylag jól nyomon követhetjük a tartós fogyasztási cikkek ciklusain keresztül. Eszerint az elmúlt két és fél évtizedben Argentínában a fogyasztás felfutását háromszor figyelhettük meg (1978-81, 1985-88 és 1991-94), amelyek közül az utolsó időszak volt a legjelentősebb. Ezek az epizódok természetesen a háztartási megtakarítási hajlandóság csökkenésével jártak együtt. A témával foglalkozó közgazdászok szerint mindhárom periódus egy-egy árfolyamon alapuló stabilizációs kísérlethez fűződött. A fogyasztás élénkülése az időbeli helyettesítésen alapult, ugyanis a stabilizációs epizódok során a reálkamatok leestek, ami ösztönzőleg hatott a fogyasztásra. Különösen így volt ez az első két esetben, amikor a stabilizáció nem volt hiteles. A kilencvenes évek elején bevezetett Convertibility Plan már sokkal hitelesebbnek volt tekinthető, és ekkor az intertemporális hatás mellett két más tényező is jelentős szerepet játszott. Az egyik tényező az volt, hogy a pénzügyi liberalizáció hatásaként csökkent a háztartások likviditási korlátja, ami szintén ösztönözte a fogyasztást. Másrészt ebben az időszakban olyan strukturális változások mentek végbe a gazdaságban (mind a pénzügyi mind pedig a reál szektorban), ami alapján javultak a háztartások permanens jövedelmére vonatkozó várakozások. Ehhez természetesen a valutatanácsra alapuló stabilizáció sikeressége is jelentősen hozzájárult. A kilencvenes évek első felének gazdasági fellendülését a Tequila-válság akasztotta meg, ami a lakosság fogyasztását is erőteljesen visszavetette. A Tequila-válságot követően az argentin bankrendszerre vonatkozó prudenciális szabályok jelentősen szigorodtak, ami ugyancsak csökkenőleg hatott a hitelállomány növekedési ütemére.

**Chile** több szempontból is meglehetősen különbözik a többi latin-amerikai és a kevésbé fejlett európai országoktól, itt ugyanis az általános trenddel ellentétben a háztartási megtakarítások GDP-hez viszonyított aránya az elmúlt több mint 20 évben negatív volt<sup>27</sup>. Az is a nemzetközi tapasztalatokkal ellentétes folyamat, hogy a nyolcvanas évek elejéhez képest a háztartási megtakarítási ráta növekedését figyelhettük meg, amiben a legnagyobb szerepet a lényegében kényszerű megtakarítást jelentő 1981-ben bevezetett tökefedezeti nyugdíjreform játszotta. A nyugdíjreformhoz köthető megtakarítási ráta 0,9%-ról (1981) 3,7%-ra (1994) való növekedése nyomán a háztartások GDP-arányos megtakarításai 2 százalékponttal nőttek (azaz negatív megtakarításaik ennyivel csökkentek).

<sup>26</sup> A latin-amerikai tapasztalatokat Reinhart (1999) tanulmánykötete alapján összegezzük.

<sup>27</sup> Ez igen meglepő és nehezen hihető adat. Forrása: Agosin, Crespi, Letelier: Explanations for the Increase in Saving in Chile.



Mindezek ellenére a magánszektor GDP-arányos megtakarítási rátája drámaian nőtt annak köszönhetően, hogy a vállalakozói szektor megtakarítási rátája több mint 15 százalékponttal emelkedett (a nyolcvanas évek elején jellemző 6% körüli szintről 1994-re 20% fölé). Ezt elsősorban az 1984-es társasági adóreformnak tulajdonítják, ami erősen ösztönözte a vállalatokat a nyereség visszatartására.

**Mexikó** esetében jól tetten érhetők a gazdasági fellendüléssel együtt járó pénzügyi liberalizáció következményei az 1988 és 1994 közötti időszakban. Az alábbi táblázat alapján látható, hogy a lakosság fogyasztásának fellendülése különösen 1989-92 között volt kiemelkedő, ami az 1988-ban megkezdett heterodox kiigazítási program eredményeként csökkenő jövőbeni jövedelem bizonytalanságnak és növekvő jövedelem várományosoknak, valamint az 1987-ben megindult pénzügyi liberalizációnak köszönhető. Ez utóbbinak legfontosabb elemei többek között a kötelező tartalékráta csökkentése, a kamatplafonok eltörlése és az állami bankok reprivatizációja voltak, amely lépések jelentősen megnövelték a bankok hitelkínálatát. Ez a növekvő hitelkínálat a lakosság részéről növekvő hitelkereslettel párosult, amihez – a növekvő jövedelem várományosok mellett – a korábbi likviditás korlátozott helyzet miatti elhalasztott fogyasztás is hozzájárult. A háztartások megtakarításainak csökkenéséhez, illetve gyors eladósodásához az ingatlanár-robbanás is hozzájárult, ugyanis az ingatlantulajdonosok nagyobb mértékben vehették ingatlanjaikat számításba fedezetként hitelkérelmeiknél. Mindezek azt eredményezték, hogy a háztartások korábbi nettó hitelező pozíciója 1992-ben első félévében nettó hitelfelvevővé változott, és végül a háztartások az évet (csekély mértékben) nettó hitelező pozícióban zárták.

	1983	1984-85	1986-87	1988	1989-92	1993-94
<b>Reál növekedési ütem</b>						
GDP	-4,2	6,1	-1,8	1,3	15	4,2
Magánszektor rendelkezésre álló jöv.	-0,38	3	-8,6	8,6	10	6,7
Magán megtakarítás	24,29	-10,4	-32,9	52,8	-48,7	39
Lakossági fogyasztás:						
Teljes	-5,36	6,6	-2,7	1,8	23,5	3,9
Tartós fogyasztási cikk	-22,1	19	-18,2	8,8	35	-3,4

Fogyasztási cikk	-3,3	7,1	-2,6	-0,3	22	3,6
Szolgáltatások	0,3	-0,2	4,5	2	19	4,8

### ***Olaszország***

Olaszország esete abból a szempontból érdekes számunkra, hogy megerősíti a pénzügyi liberalizáció fontosságának hipotézisét. Az olasz gazdaságban a szóban forgó időszakban nem történtek olyan drámai strukturális változások, mint a fent bemutatott országokban, mégis az aggregált és a magánszektor megtakarítási rátájában jelentős csökkenés ment végbe a az 1970-es és 1990-es évek között, amit a magánszektor esetében egyértelműen a hitel- és biztosítási piacok fejlődésének számlájára írnak. A kilencvenes évekig Olaszországban a fejlett országokhoz képest igen fejletlen volt a fogyasztási hitel, jelzáloghitel és biztosítási piac. Ez a likviditás korlát a fiatal háztartások esetében megakadályozta a kívánt fogyasztásimítást, és jelentős megtakarítást tett szükségessé a tartós fogyasztási cikkek és lakásvásárlás érdekében. A biztosítási piac fejletlensége pedig az óvatossági megtakarítást növelte. A lakossági hitel és biztosítási piac tökéletlensége elsősorban a pénzügyi intézmények (a fejlett országokhoz képest) rossz ösztönzőinek és szabályozóinak – pl. jelzáloghiteleknel az ingatlan fedezet maximum beszámítható értéke sokkal alacsonyabb volt, mint egyéb fejlett országokban -, a jogi infrastruktúra hiányosságainak – a fedezet behajtásának folyamata több évig tartott átlagban – és a külföldi bankok által támasztott verseny hiányának köszönhető. Mindezek a korlátok jelentősen enyhültek a kilencvenes évek folyamán, amihez az Európai Unió pénzügyi piacaira vonatkozó szabályozások közelítése is hozzájárult. A megtakarítási hajlandóság csökkenésének mikroszintű adatokon való elemzése azt az eredményt hozta, hogy demográfiai tényezőkkel nem magyarázható a háztartási megtakarítási ráta csökkenése, mivel minden korcsoport esetében csökkent a megtakarítási hajlandóság. Az viszont szerepet játszhatott, hogy jövedelem újraelosztás történt az alacsonyabb megtakarítási hajlandósággal jellemezhető fiatalabb korosztályok számára.

**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-várákozások

**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  
Magyarország 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?  
*Különféle 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 dezinflációt 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*

HOW FAR HAS TRADE INTEGRATION ADVANCED? AN ANALYSIS OF ACTUAL AND POTENTIAL TRADE OF  
THREE CENTRAL AND EASTERN EUROPEAN COUNTRIES

**2000/2** (February)

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

**2000/3** (március)

Valkovszky Sándor: A magyar lakáspiac helyzete

**2000/4** (május)

Jakab M. Zoltán – Kovács Mihály András – Lőrincz Szabolcs: Az export előrejelzése ökonometriai módszerekkel

FORECASTING HUNGARIAN EXPORT VOLUME

**2000/5** (augusztus)

Ferenczi Barnabás – Valkovszky Sándor – Vincze János: Mire jó a fogyasztói-ár statisztika?

WHAT IS CONSUMER PRICE STATISTICS GOOD FOR?

**2000/6** (August)

ZSÓFIA ÁRVAI – JÁNOS VINCZE: FINANCIAL CRISES IN TRANSITION COUNTRIES: MODELS AND FACTS

**2000/7** (Oktober)

GYÖRGY SZAPÁRY: MAASTRICHT AND THE CHOICE OF EXCHANGE RATE REGIME IN TRANSITION COUNTRIES DURING THE RUN-UP TO EMU

**2000/8** (november)

Árva Zsófia – Menczel Péter: A magyar háztartások megtakarításai 1995 és 2000 között