

**MNB Füzetek**  
1997/4

Zsoldos István:

**A LAKOSSÁG MEGTAKARÍTÁSI ÉS PORTFÓLIÓ DÖNTÉSEI  
MAGYARORSZÁGON 1980-1996 KÖZÖTT**

1997. május

ISSN 1219 9575

ISBN 963 9057 10 x

Online ISSN: 1585 5597

Zsoldos István:a Közgazdasági és kutatási főosztály Modellezési osztályának munkatársa

E-mail: [zsoldosi@mnbb.hu](mailto:zsoldosi@mnbb.hu) (zsoldos@con.hu)

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

Magyar Nemzeti Bank

1850 Budapest

Szabadság tér 8-9.

<http://www.mnb.hu>

## TARTALOM

ÖSSZEFOGLALÁS.....	3
BEVEZETÉS .....	4
AZ ADATOK ÉS VÁLTOZÓK ÉRTELMEZÉSE .....	4
MEGTAKARÍTÁSI RÁTÁK .....	6
ÁLLOMÁNYOK ELEMZÉSE .....	13
LAKÁSVAGYON ÉRTÉKÉNEK BECSLÉSE .....	16
LAKOSSÁGI HITELÁLLOMÁNY, LIKVIDITÁSI KORLÁT .....	20
HIVATKOZÁS .....	23

## Összefoglalás

A nyolcvanas évek során a fokozatosan növekvő infláció és romló külső egyensúly eredményeképpen a lakosság egyre inkább tartott az "összeomlástól" (hiperinfláció, betétek államosítása stb.) és reáljavakba (valamint feltehetően nem bankban tartott devizába) menekült, a regisztrált nettó pénzügyi eszközök felhalmozása gyakorlatilag nulla volt. Az évtized nagy részében a vagyonszerzés egyetlen formája az volt, hogy alacsony kamatú hitelekkel lakást vásárolt a lakosság. A forinttól való menekülés 1989-91-es időszakban tetőzött, ingatlanár (és kezdetben feltehetően fekete-valutaárfolyam) buborékot okozva. A fordulópont 1991 közepe körül lehetett, amikor a lakosság fokozatosan ráébredt, hogy az infláció nem fog tovább gyorsulni, nem lesz hiperinfláció, és a portfóliójában ebben az esetben a szándékoltnál sokkal nagyobb a reáljavak aránya. Az ingatlanárak nominális ármerevsége és az inflációs félelmek lassú csökkenésének következményeként lassan történt meg a portfóliók átrendezése; a 90-es években a reáljavak reálára folyamatosan csökkent. A 90-es évek elejének megtakarítási csodája is ennek a portfólió egyensúly visszaállításnak lehetett a következménye, a pénzügyi megtakarításoknak a jövedelemhez való aránya az 1988 előtti trendjéhez tért vissza a bruttó megtakarításokat tekintve. A nettó megtakarítások növekedésében nagy szerepe lehetett az (erősödő) likviditási korlátnak. Ez utóbbinak az okai a magas nominális kamatlábak, a nem kimutatott jövedelmek nagyobb aránya és a törvényi szabályozás. A likviditási korlát és az, hogy a nominális ingatlanárak stagnáltak, miközben a hitelkamatlábak jellemzően 30% felett voltak azt eredményezte, hogy a lakossági hitelállomány nemzetközi összehasonlításban rendkívül alacsony szintre csökkent. Ez az alacsony szint egy piacosodó hitelkörnyezetben valószínűleg a jövőben nem fog fennmaradni. A nominális kamatok csökkenése és a likviditási korlátok oldódása valószínűleg szintén a hitelállomány arányának a növekedéséhez vezet majd, előrevetítve egy újabb ingatlanár infláció és a nettó lakossági megtakarítás csökkenésének a lehetőségét.

## Bevezetés<sup>1</sup>

Ebben az írásban egy kevésbé formális, talán spekulatívnak is nevezhető módszerrel megpróbálunk néhány ötletet adni arra nézve, hogy mi történhetett a magyar megtakarítási viselkedésben az utóbbi egy-másfél évtizedben. A lakosság megtakarítási és vagyon-felhalmozási döntéseit próbáljuk vizsgálni, amelynek során nem csak a pénzügyi eszközökkel foglalkozunk. A nem pénzügyi eszközök szerepe fontos, mert becslésünk szerint a lakossági vagyon zöme még ma is ingatlanokban van, annak ellenére, hogy ezek reálértéke valószínűleg megfelelő az utóbbi 5-6 évben.

A megközelítésünk fókuszpontjában az infláció hatásától megtisztított jövedelmeket és megtakarításokat helyeztük. Ennek természetesen vannak előnyei és hátrányai is: a nemzetközi összehasonlításokban például általában az infláció hatásától *nem* megtisztított mutatókat használják, persze jóval alacsonyabb inflációs ráták mellett. A nem megtisztított megtakarítási ráták jobb információt nyújthatnak arról is, hogy a költségvetési vagy a vállalati szektor finanszírozása milyen források állnak rendelkezésre.

Ugyanakkor ha egy racionális, pénzillúziótól mentes megtakarító viselkedését próbáljuk vizsgálni, akkor érdemesebb a mi megközelítésünket használni. Az inflációs veszteséget a megtakarító negatív transzfernek vagy adónak tekinti, és feltehetően a *reál* fogyasztási pályában és annak várható szórásában, és ehhez kapcsolódóan a reálvagyon állományában, hozamában, likviditásában és (fogyasztásban kifejezett) szórásában, valamint a fogyasztással mutatott kovarianciájában érdekelt.

A továbbiakban azt a módszert fogjuk követni, hogy először megfogalmazzuk, mi történt (vastag betűvel szedett "stilizált tényeket" közlünk), majd lehetséges magyarázatokat próbálunk találni. Hangsúlyozni kell, hogy a felkínált magyarázatok spekulatívok, a legtöbbször csak áttételesen bizonyíthatóak - de ahol lehetséges, megpróbáljuk állításainkat adatokkal igazolni.

## Az adatok és változók értelmezése

A lakossági jövedelem adatait a KSH Magyarország Nemzeti Számlái 1991-94 című kiadványból vettük. A kiadványban éves adatok szerepeltek, és néhány évre a számítási módszer megváltoztatása miatt két adatot is közöltek. Az adatokat a jelen felől kezdve láncoltuk össze, tehát a megbízhatóságuk a múlt felé haladva feltehetően valamelyest csökken. A pénzmennyiség adatok havi átlagok, forrásuk és részletesebb leírásuk megtalálható a "Pénzkeresleti függvények becslése Magyarországra" (ideiglenes cím) című írásban.

A jövedelmi és megtakarítási adatok is 12 havi mozgóátlagok, hogy a nagy havi ingadozásokat kiszűrjük. A jövedelem adatokat módosítottuk az inflációs

---

<sup>1</sup> Itt szeretnék köszönetet mondani Simon Andrásnak az anyag elkészítéséhez nyújtott segítségéért.

veszteségekkel, amit úgy számoltunk ki, hogy a (nettó) pénzügyi megtakarítás állományát megszoroztuk az előző egy év inflációs rátájával. Képlettel kifejezve a 12 havi netó jövedelem (DISPINCNETM3) számítási módja:

$$\text{DISPINCNETM3} = \text{DISPINC} - (\text{NETM3}_{(-12)} * \text{D12CPI})$$

Ahol a DISPINC jelöli az eredetileg a statisztikákból adott elkölthető jövedelmet,  $\text{NETM3}_{(-12)}$  a 12 hónappal korábbi, lakossági hitelállománnyal csökkentett lakossági M3 mennyiségét, D12CPI pedig a 12 havi inflációs rátát tört alakban kifejezve (0.20 tehát 20 százalékos inflációnak felel meg)

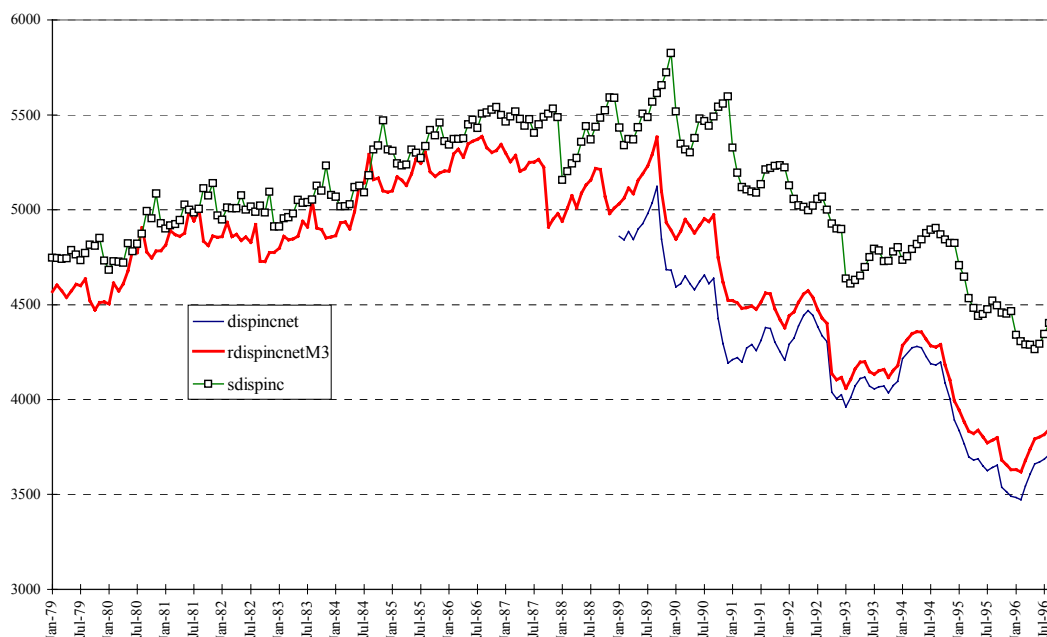
Az így nettósított és az eredeti jövedelem között a különbség kezdetben kicsi, később azonban, ahogy a nettó pénzügyi vagyon a 90-es években jelentőssé válik, jelentős lesz a különbség is - mára már eléri a "bruttó" jövedelem 12-13%-át<sup>2</sup>. Nevezük ezt az inflációs veszteségekkel módosított jövedelemfogalmat "korrigált jövedelem"-nek. Az összes pénzügyi megtakarításra csak 1989-től vannak adataink, ezért a továbbiakban általában ha külön nem jelöljük, a nettó M3-at használjuk az inflációs veszteség és a megtakarítások kiszámolására. A következő ábrán "DISPINC" jelöli az eredeti elkölthető jövedelem idősort. A nettó M3-on elszenvedett inflációs veszteségekkel módosított elkölthető jövedelmet "DISPINCNETM3"-mal jelöltük. Az összes nettó pénzügyi megtakarításon elszenvedett inflációs veszteséggel korrigált jövedelmet "DISPINCNET"-nek neveztük.

---

<sup>2</sup> Az adatok rövidebb távú dinamikájának nem érdemes túl nagy figyelmet szentelni, mivel azt csak interpoláció alapján kapjuk.

## 1. ábra

Lakossági jövedelem és az inflációs veszteségekkel módosított lakossági jövedelmek, 1996 decemberi árakon



## Megtakarítási ráták

A 2. ábra a megtakarítási hányadokat mutatja kétféle értelmezésben. Az egyik értelmezés a statisztika gyakorlatát követi, ahol a számlálóban szereplő megtakarítás a (bruttó) M3 12 havi változása, a nevező pedig a korrigálatlan jövedelem az adott időszak alatt. A nevező tehát a DISPINC volt, a számlálót (megtakarítások) pedig a következőképpen számoltuk:

$$SAV = (M3 - M3_{(-12)})$$

A másik értelmezésben a megtakarításból is és a jövedelemből is kivontuk a (nettó M3-ként definiált) finansziális eszközökön elszenvedett inflációs veszteséget. A korrigált jövedelem számításának a képletét lásd fentebb (DISPINCNETM3). A korrigált megtakarítások számítása nagyon hasonló (a képlet a nettó M3 esetét mutatja be, a nettó M3 helyébe a bruttó M3-at vagy az összes pénzügyi megtakarítást is betehetnénk):

$$SAVCORR = (NETM3 - NETM3_{(-12)}) - (NETM3_{(-12)} * D12CPI)$$

ahol a NETM3 illetve a NETM3<sub>(-12)</sub> a jelenbeli és 12 hónappal korábbi, lakossági hitelállománnyal csökkentett lakossági M3 mennyiségét jelöli, D12CPI pedig a 12 havi inflációs rátát tört alakban kifejezve, mint fentebb.

Ezt a korrekciót azért végezzük el, mert így az inflációtól “megtisztított” megtakarítási arányt kapjuk meg<sup>3</sup>. Feltehető ugyanis, hogy a megtakarítót a nála lévő eszközök reálértékének változása érdekli, megtakarítása erre irányul. A jövedelemből is azért indokolt az állományokon elszenvedett inflációs veszteségeket levonni, mert ekkor kapjuk meg a reál-megtakarításokra ténylegesen rendelkezésre álló összeget<sup>4</sup>.

Ez a módosítás nagyban átalakítja a megtakarításokról alkotott képünket. A következő ábra bemutatja a bruttó megtakarítási rátát (M3-mmal definiálva), valamint a fentebb leírt korrekció után kapott “tisztított” megtakarítási rátát. Hogy hosszabb idősorokat tudjunk vizsgálni, ezért a következőekben a megtakarításokon az M3-ba áramló megtakarításokat értjük. Az összes pénzügyi megtakarítással számolt hányadosok valamivel nagyobbak lennének. A nem módosított idősor szerint ma 10% körül van a bruttó megtakarítási ráta. Az általunk helyesebbnek vélt “tisztított” megtakarítási ráta azonban azt mutatja, hogy a megtakarítások jó része csak az állományokon elszenvedett inflációs veszteséget pótolja, és csak a jövedelmek kb. 2%-ra rúgnak a tényleges bruttó megtakarítások (az M3 helyett az összes pénzügyi megtakarítással számolva ez kb. 4-5%).

---

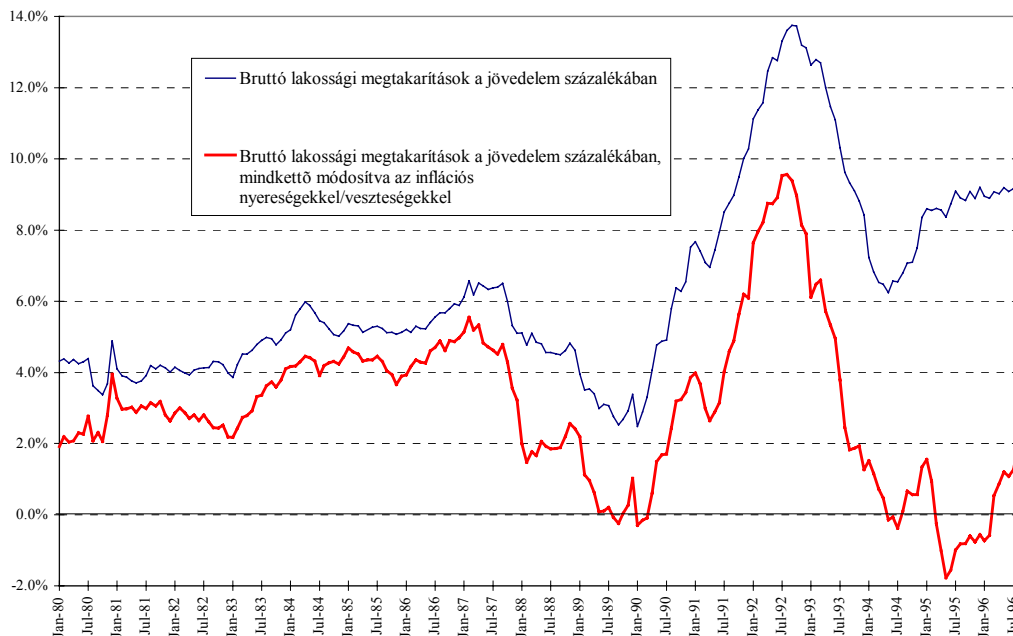
<sup>3</sup> Az eszközök reálértékének változása nem egy változatlan áras idősor növekményeit jelenti. Egyszerűen arról van szó, hogy minden év növekményéből kiszűrjük az azévi árváltozás hatását. Ettől tehát még a számláló függ az adott év árszintjétől, tehát folyóáras érték.

<sup>4</sup> Makrogazdasági szempontból persze lehet jelentősége a bruttó megtakarítási rátának is, mert ugyan például az inflációval megegyező ütemű növekmény a készpénztartásban nem eredményezi a mi definícióink szerinti reál-megtakarítások növekedését, ugyanakkor ez finanszírozási forrás az államháztartás számára. A helyes definíció alapján ez azonban inflációs adó, és nem megtakarítás. Ugyanez érvényes arra is, ha a kamatbevételek nem fedezik az pénzügyi vagyon állományának inflációs veszteségeit, csak akkor lehetséges, hogy az “inflációs adó” kedvezményezettjei a betéteket gyűjtő bankok lesznek.



## 2. ábra

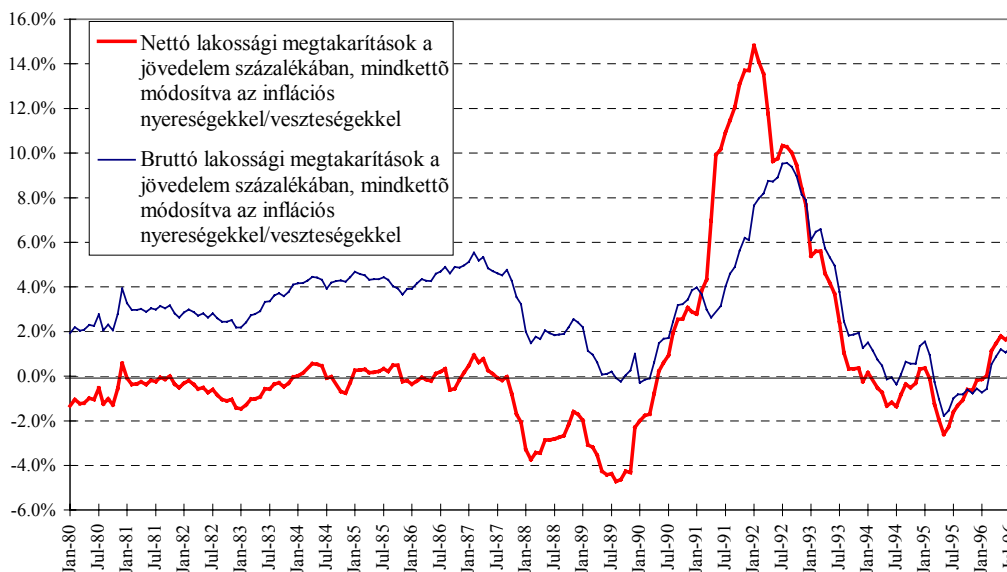
### Bruttó megtakarítási ráták (a jövedelem százalékában)



Érdekes azonban megfigyelni azt, hogy mi történt a nettó megtakarításokkal. Egyelőre vegyük a lakossági hitelállományt névértéken figyelembe. Ekkor a megtakarítási ráták a következőképpen alakulnak (a továbbiakban minden mutatót korrigálunk az inflációs veszteségekkel):

## 3. ábra

### Bruttó és nettó megtakarítási ráták (az inflációs veszteségekkel módosított jövedelem százalékában)



**A nyolcvanas évek során a nettó lakossági pénzügyi megtakarítás gyakorlatilag nulla volt, majd a nyolcvanas évek végén jelentősen negatívba fordult.**

1991-ben a jelentős különbség a lakáshitelek visszafizetéséből származik, majd ezek után a két megtakarítási ráta szinte azonos. Ez utóbbi abból adódik, hogy a lakossági hitelek aránya nagyon kicsivé vált és annak változása sem jelentős.

A lakáshitelek túlnyomó része 1991 előtt kedvezményes kamatozású volt. Ezen hitelek "piaci" értéke (negatív előjellel) nyilván nem azonos a névleges értékével, hanem annál kisebb (abszolút értékben). A háztartások terheit nem az adósságok névleges, hanem a piaci értéke határozza meg. A lakosság a hitelek egy részéből reáljavakat (lakást) vásárolt, amin hosszú távon infláció közeli hozamot érhetett el, miközben jóval az infláció alatti kamatokot fizetett. Egy negatív reálkamatú hitelből megvalósított beruházás diszkontált jelenértéke pozitív. Egy ilyen hitelből megvalósuló beruházást tehát a pozitív jelenérték mértékéig tekinthetjük a vagyonszerzés részének, és így számolhatunk "megtakarítási rátákat" is. Egy alternatív megközelítésben a hiteleknek a jövőbeni cash-flow-ját a piaci kamatlábbal diszkontáljuk, és az így "piacosított" hitelmennyiséggel nettósítjuk a bruttó pénzügyi megtakarításokat<sup>5</sup>

Mi az utóbbi módszert választottuk. A helyes értékeléshez ekkor ki kell számolni a lakosság által a jövőben kifizetett cash-flowt a kedvezményes kamatláb mellett, majd az "igazi" hitelkamatlábbal diszkontálni kell, hogy megkapjuk a hitel tényleges értékét. Hogy ezt megtehesük, ismernünk kellene az átlagos hitelkamatlábát, az "igazi" kamatlábát és az átlagos futamidőt. Ezek közül egyiket sem ismerjük, de feltételezésekkel élhetünk: az átlagos hitelkamatlábát 1991 áprilisáig (ekkor emelték a kedvezményes kamatokot) 3%-nak vettük, ez után pedig 15%-nak. A futamidőről feltételeztük, hogy 1989-ig átlagosan 20 év, majd ettől kezdve évente egy évet csökken (1989 után az új hitelek kiadása gyakorlatilag megszűnt). Az "igazi" hitelkamatlábát úgy számoltuk ki, hogy azok az éves lejáratú betéti kamatoknál reálértékben 10%-kal magasabbak. Az adósságnak csak a lakáshitel részét diszkontáltuk, a többi részét nominál értéken vettük számba.

A lakossági hitel diszkontálása a következő képletek szerint történt:

---

<sup>5</sup> Mindkét módszernek vannak hátrányai: amikor az inflációs rátával (feltételezett lakásár-változással) diszkontáljuk az adósságot, és így számolunk nettó megtakarítási rátát, akkor nem szimmetrikusan kezeljük a kedvezményes hitel "kedvezmény" részéből megvásárolt lakást, és az egyébként vásárolt lakást: az előbbi növeli a megtakarítást, az utóbbi nem. Ha a piaci kamatlábakkal diszkontálunk, akkor impliciten feltételezzük, hogy ugyanekkora lenne a hitelkereslet akkor is, ha piaci hitel-kamatlábakat kellene fizetni, ami pedig nem valószínű. Diszkontálhatnánk még esetleg a betéti kamatlábakkal is, feltételezve, hogy az olcsó hitelek minden háztartásnál a hitel mértékének megfelelő mértékben megnövelik a pénzügyi megtakarításokat (a nettó pénzügyi megtakarítások nem változnak), és az olcsó hitelek egyszerűen csak egy pénzügyi tranzfert jelentenek. Ez utóbbi azonban nem jó közelítés: a háztartások messze nem mindegyike tudott volna pénzügyi megtakarításaiból lakást vásárolni.

Először kiszámoltuk a törlesztőrészlet nagyságát a kedvezményes kamattal:

$$\text{PAYMENT} = (\text{CREDNOM} * R_{\text{SUBS}}) / (1 - (1 / (1 + R_{\text{SUBS}}))^T)$$

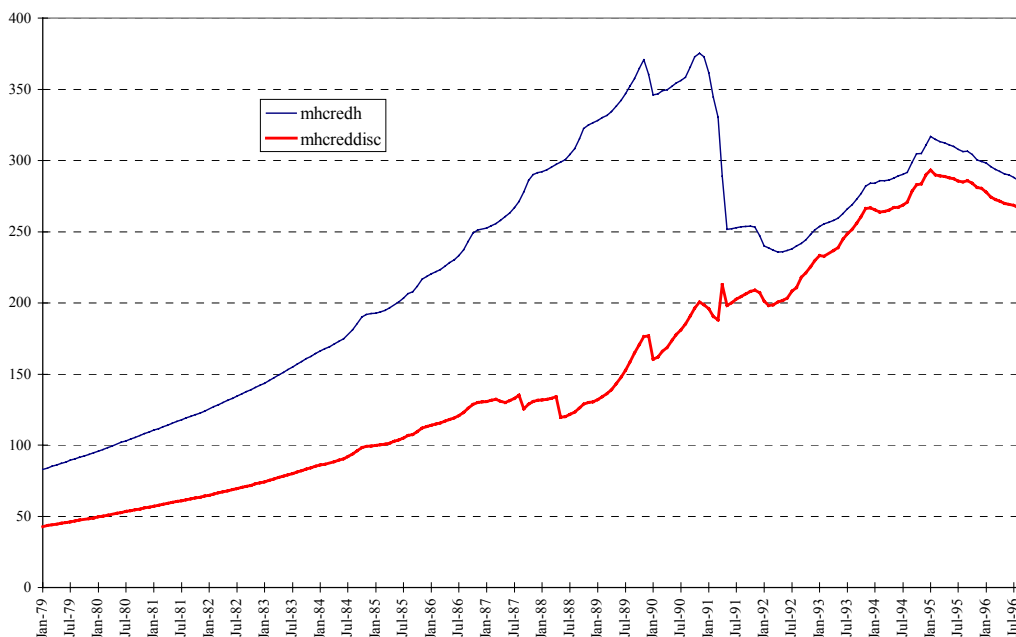
Ahol a PAYMENT a havi törlesztőrészlet nagyságát jelöli, a CREDNOM a nominális értéken számbavett hitelállományt, az  $R_{\text{SUBS}}$  pedig a támogatott (alacsony) kamatlábat, havi szinten. T jelöli az átlagos lejáratit időt, hónapokban. Ezek után a kapott cash-flow-t diszkontáljuk a piaci kamatlábbal ( $R_{\text{MKT}}$ ), hogy megkapjuk a hitelállomány helyes, diszkontált értékét (CREDDISC):

$$\text{CREDDISC} = (\text{PAYMENT} / R_{\text{MKT}}) * (1 - (1 / (1 + R_{\text{MKT}}))^T)$$

A következő ábra bemutatja a nominális (MHCREDH) és a diszkontált (MHCREDDISC) adósságok állományát, amelyek a kedvezményes lakás hiteleken kívül még tartalmazzák az egyéb lakossági hiteleket is, amelyeket mi automatikusan nem kedvezményesnek vettünk.

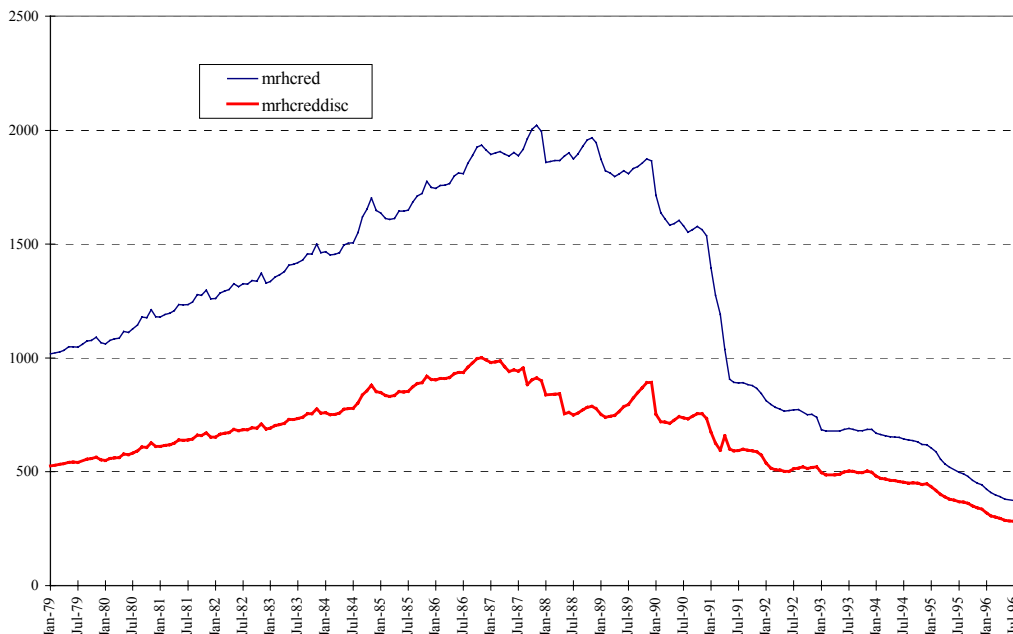
#### 4. ábra

Nominális lakossági hitelállomány, eredeti és piaci kamatokkal diszkontált (milliárd forint)



## 5. ábra

Reál (CPI deflált) lakossági hitelállomány, eredeti és piaci kamatokkal diszkontált, milliárd forint, 1996 decemberi árakon



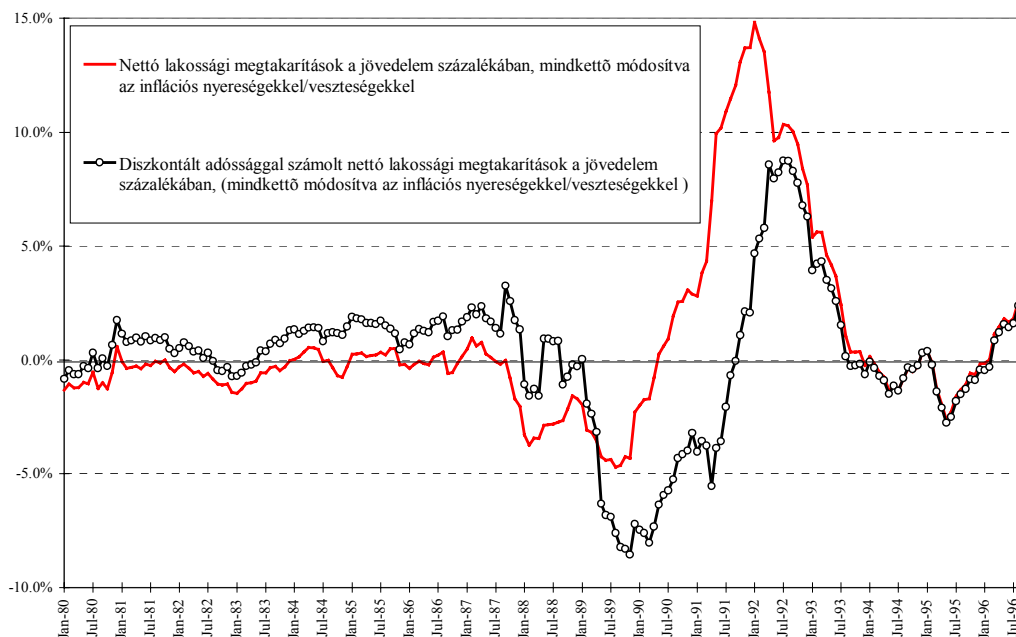
**Az 1991-es hitelelengedés és a kamatok felemelése 15%-ra csak a névleges (nem diszkontált) adósságban okozott nagyobb változást, a piaci elven számolt adósságban nem. Az adósság-elengedés tehát csak a hitelekben lévő implicit kamat-nyereség egy részének explicitté tétele volt. 1995 óta a viszonylag magas nettó pénzügyi megtakarítások egyik oka az, hogy a lakossági hitelállomány még nominálisan is csökken.**

A piaci kamatlábbal diszkontált nettó adóssággal is számolhatunk “megtakarítási” hányadot, ezt mutatja be a következő ábra. A jövedelem és a megtakarítás inflációs veszteség részét mindkét esetben a használt nettó állományokkal számoltuk. Mivel a diszkontált adósság mindig kisebb, mint a nominális adósság, ez ahhoz vezet, hogy a diszkontált adóssággal számolt nettó állományok nagyobbak lesznek, és így nagyobb lesz rajtuk az inflációs veszteség is. Az inflációs ráta növekedése ezért jobban érinti a diszkontált adóssággal számolt megtakarítási rátákat - ez is tükröződik abban, hogy már 1989 közepétől az így számolt megtakarítási ráta alacsonyabb, mint a nem diszkontált adóssággal számolt.

**Ha az alacsony kamatok miatti transfert megtakarításnak tekintjük, akkor a megtakarítási ráta 1-2% ponttal magasabb a nyolcvanas években, kivéve az évtized végét**

## 6. ábra

### Nominális és diszkontált adóssággal számított nettó megtakarítási ráták

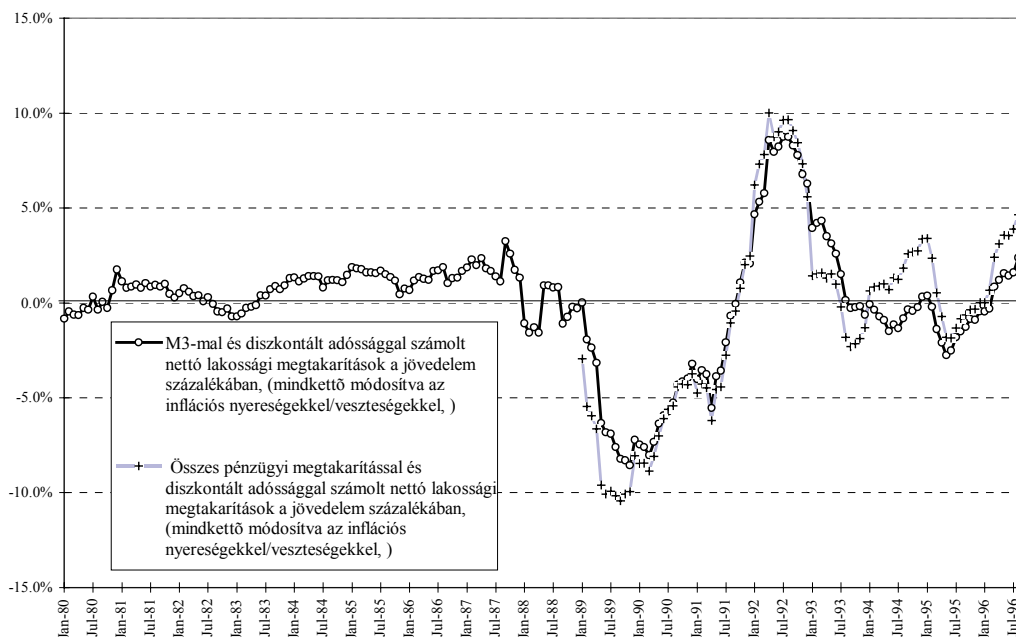


**A lakosság a nyolcvanas években a takarékoskodásnak azt a formáját választotta, hogy alacsony kamatú hitelekkel lakást vásárolt. 1989-re azonban még a diszkontált adóssággal számított felhalmozási ráta is erősen negatívba fordult. Ezt követte az 1991-92-es megtakarítási “csoda”.**

A számított megtakarítási ráták természetesen már nagyon messzire kerültek a megtakarítás statisztikai gyakorlatban alkalmazott fogalmától, ezért inkább a lakosság nettó vagyonszerzéséről beszélhetünk. Látható, hogy a nyers számok alapján a lakosság nettó megtakarítása a 80-as években 0 körül volt, de ha a kedvezményes hitelek átértékelését elvégezzük, akkor a lakosság már pozitív nettó vagyonszerzőnek mutatkozik. A nyolcvanas évek végén a ráta hirtelen csökken, majd 91-92-ben újra megnő. Ennek a jelenségnek a lefolyása talán világosabban látszik, ha nem a növekményeket, hanem az állományokat viszonyítjuk a jövedelemhez (lásd a következő részt). Befejezésül még nézzük meg, hogy mennyiben más a kép, ha nem a nettó M3-mal, hanem az összes nettó pénzügyi megtakarítással számolunk:

## 7. ábra

M3-mal és összes pénzügyi megtakarítással számított nettó megtakarítási ráták



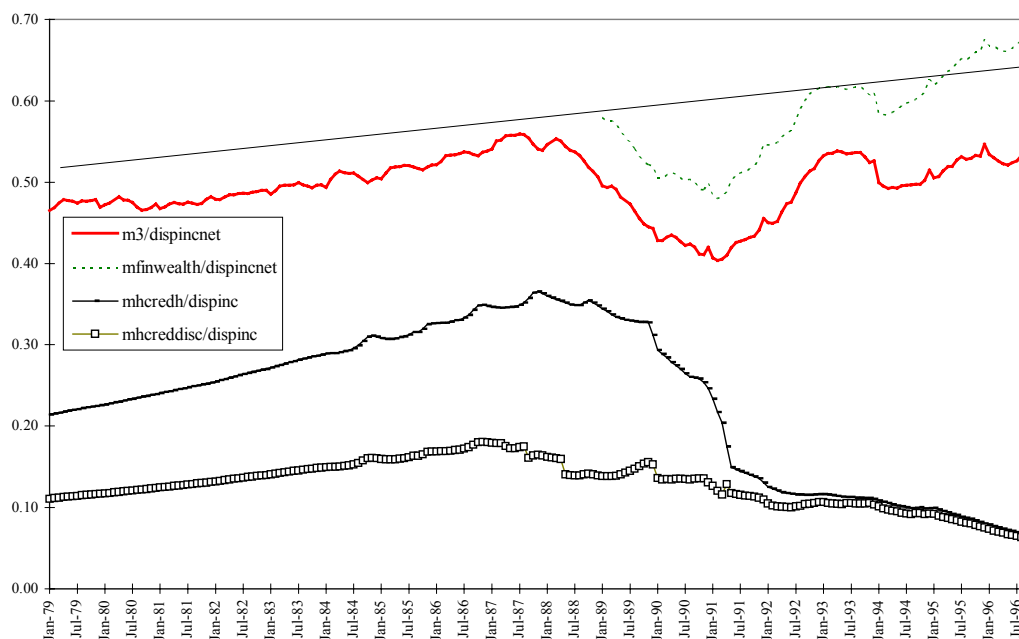
Az összes pénzügyi megtakarítás esetében még markánsabb az 1994 végi- 1995 eleji megtakarítás visszaesés, majd az 1995 márciusa utáni javulás.

### Állományok elemzése

A következő ábra likviditási rátákat mutat be, ahol a számláló a pénzügyi eszköz állománya, a nevező az inflációs veszteségekkel korrigált jövedelem. A fogalom normált pénz- vagy hitelállományként is értelmezhető. DISPINC jelöli a jövedelmet, MFINWEALTH a pénzügyi megtakarításokat, MHCREDH a lakossági hitelek állományát (kisvállalkozói hitelek nélkül), MHCREDDISC pedig a hitelkamatlábbal diszkontált lakossági hiteleket.

## 8. ábra

### Likviditási ráták



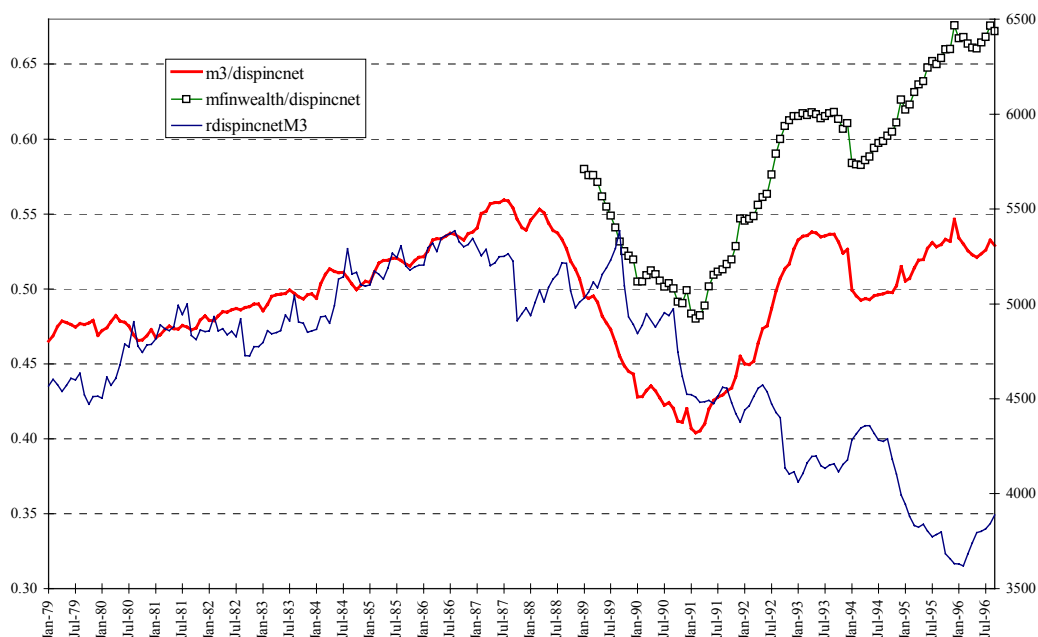
Az így normált M3 1987-ben érte el a csúcspontját. Sajnos 1989 előttre nincsen adatunk az összes pénzügyi megtakarítás állományáról, azonban a különbség e között és az M3 között a múlt felé haladva egyre kisebb lesz. Ez alapján tehát valószínűsíthetjük, hogy:

**Egy hosszabb távú növekvő trend figyelhető meg a tartani kívánt likvid eszközök (lakossági jövedelemmel normált) állományában. Az utóbbi időben a növekedés inkább a pénzügyi eszközök nem M3 részében (állampapírok, részvények stb.) csapódik le.**

Jó volna tudni, hogy ez a likviditási ráta növekedés összefügg-e a jövedelem növekedésével. Ennek elemzésére nézzük a következő (9. számú) ábrát. Ez az M3-nak az inflációs veszteségekkel módosított elkölthető jövedelemhez viszonyított arányát (M3/Dispincnet- M3 likviditási rátája), az összes pénzügyi megtakarításnak az inflációs veszteségekkel módosított elkölthető jövedelemhez viszonyított arányát (FinWealth/Dispincnet-pénzügyi megtakarítások likviditási rátája) és a fogyasztói árindexsel (CPI) deflált, inflációs veszteségekkel módosított elkölthető jövedelmet mutatja.

## 9. ábra

Likviditási ráták és elkölthető jövedelem



Úgy tűnik, hogy a(z M3-mal számolt) likviditási ráta egészen 1987-ig arányosan együtt nő, majd 1991-ig nagyjából együtt csökken a jövedelemmel. Más szóval a pénztartás (M3) jövedelemrugalmassága nagyobb, mint 1. 1991 után úgy tűnik, hogy az összefüggés gyökeresen megváltozik, a fajlagos pénzkereslet megnő, miközben az elkölthető jövedelem tovább csökken.

Az okokat csak találgatni tudjuk:

1. Lehet, hogy nem is csökkent a jövedelem 1991 után, csak “illegálisba vonult”. Vannak erre anekdotikus “bizonyítékok.” A magas SZJA és TB kulcsok miatt a profitérdekelt vállalkozásoknál valószínűleg megéri a jövedelmek egy részét feketén kifizetni, még akkor is, ha a lebukás valószínűségét és a várható büntetést is figyelembe vesszük, nem is beszélve a legális munkapiacot elhagyó és teljesen feketén dolgozó iparosokról-vállalkozókról.
2. Lehet, hogy a jövedelem csökkent ugyan, de a megtakarító réteg jövedelme nőtt. Nagyon valószínű, hogy a megtakarítások zömét végző lakossági réteg, a felső 30-40 százalék jövedelme nem csökkent az átlaggal együtt, hanem még esetleg nőtt is.

**A fajlagos pénzügyi eszköz tartás hosszú távon növekvő trendet mutat. 1988-tól ez a pénztartás hirtelen lecsökken, majd 1991-92-ben rááll az előző évek trendjére.**

Nem egyértelmű, hogy ezt a trendvonalától való átmeneti kitérőt mi okozta, de úgy tűnik, hogy az 1991-92-es megtakarítási “csoda” csak a trendvonalhoz való visszatérés volt. Az ugyan elég nyilvánvalónak tűnik, hogy az átmenet első éveiben



mutatkozó “gödör” összefügg magával az átmenettel, de a konkrét okokról megint csak találgatásokba tudunk bocsátkozni.

1. 1988-ban indult el az árreform, néhány évtized óta ekkor tapasztalta meg a lakosság először az inflációt. Félelmei nagyok voltak, jogosan töltötte el a bizonytalanság, hogy elinflálják a vagyonát. Ezt erősítette az első évek negatív reálkamat-politikája is. Így lázas vásárlásba kezdett, megpróbált reáljavakba menekülni.
2. Megnyíltak a határok, megnőtt a rendelkezésre álló termékválaszték és a csábítás a nagyobb fogyasztásra. 1998-99-ben még bizonytalan volt, hogy a változások mennyire véglegesek, nem csak egy egyszeri bécsi bevásárlási lehetőségről van-e szó.

A lakosság rendkívüli viselkedése ebben az időszakban megmutatkozik az ingatlanárakban is.

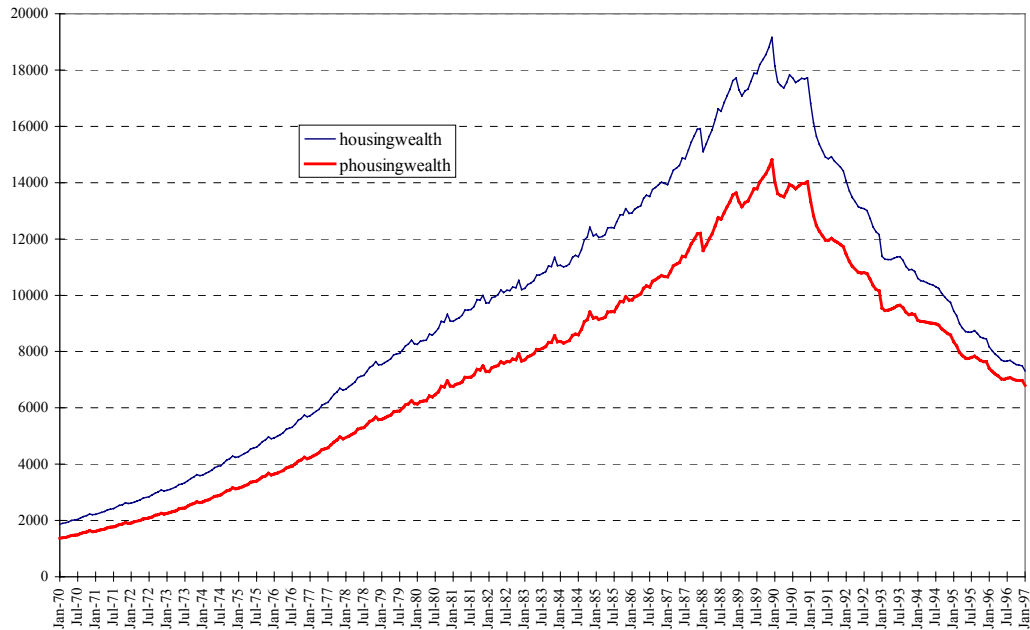
### **Lakásvagyon értékének becslése**

A következőekben megpróbáljuk megbecsülni a lakosság által tartott legjelentősebb eszköz, a lakásvagyon értékét. Ez a vagyon ma az összes pénzügyi megtakarítás állományának legalább a 3 szorosa, tehát igen jelentős, és segítséget adhat a pénzügyi megtakarítások alakulásának magyarázatához.

Hangsúlyozni kell, hogy az itt következő becslések inkább csak indikatív jellegűek, és inkább csak lehetséges tendenciákat próbálnak bemutatni. Az lakásárakra ma sincsenek statisztikák, pedig ez a jegybank számára fontos információ lenne. A lakásállomány alapterületét a KSH Statisztikai Évkönyv adatai alapján becsültük meg. Árakként részben az értékesített tanácsli lakások átlagos négyzetméter árát, részben saját becsléseket használtunk. A becsléseknél igyekeztünk konzervatívak lenni, számaink tehát nagy valószínűséggel alábecsülik a lakossági lakásvagyont. Két idősort állítottunk elő, az egyik a magánkézben lévő lakások értékére vonatkozik, a másik az összes lakására. A különbségtétel a vagyontartás szempontjából még ma sem egyértelmű, korábban pedig még kevésbé volt az, hiszen a bérlakások bérleti jogának nagy másodlagos piaca alakult ki - a bérlakást tehát tekinthette a lakosság valamennyire a vagyon résznek - amit a későbbi eladási feltételek általában igazoltak is. A következő ábra az általunk becsült reál lakásvagyon állományát mutatja be, milliárd forintban, 1996 végi árakon. “HOUSINGWEALTH”-el jelöltük az összes lakásvagyont, és PHOUSINGWEALTH”-el a magánkézben lévő lakásvagyont.

### 10. ábra

Lakosság tulajdonában lévő és az összes lakásvagyon állománya, milliárd forint, 1996 végi árakon



A 90-es évek elejéhez képest reálértékben kevesebb, mint a felére esett az összes lakásvagyon értéke, úgy, hogy közben a mennyiség kissé emelkedett. A reál négyzetméter árak tehát még nagyobb mértékben estek, becslésünk szerint a 80-as évek végi, 90-es évek elejei csúcshoz mára kb. a 40%-ára. A lakosság tehát “elvesztette” az összes vagyonának kb. felét a 90-es évek során<sup>6</sup>.

A reál lakásárak csökkenése egyrészt igazodás volt a megváltozott relatív árakhoz (a panellakások leértékelődtek az energiaárak növekedése miatt), de valószínűleg volt egy általános leértékelődési trend is. Ennek oka lehetett az önkormányzati lakások eladása névleges összegekért, az árak túllövése a nyolcvanas évek végén-90-es évek elején, amikor sokan reáljavakba igyekeztek menekülni az infláció elől (erre persze megint csak anekdotikus bizonyítékok vannak), a piac liberalizálása, az olcsó lakáshitelek megszűnése stb.

Egy másik fontos “kínálati sokk” a befektetések piacán a vállalkozásokba való befektetések lehetőségének megjelenése és a kárpótlási/privatizálási folyamat. A nyolcvanas évek előtt a lakossági és a vállalati szektor szinte hermetikusan elzárt volt egymástól, míg a nyolcvanas évek végétől egyre inkább összefolynak, és a helyzet kezd hasonlítani egy normális gazdaságra, ahol a háztartások a végső tulajdonosai a vállalati szektornak. A kárpótlási és privatizálási folyamat során a lakosság olcsón

<sup>6</sup> Ez csak akkor van persze így, ha eltekintünk az egyéb vagyontárgyaktól (tartós fogyasztási cikkek, arany, ékszerek, Kft. tulajdonrészek, föld stb.).

vagy ingyen kapott (többek között) reáleszközöket (föld, üzletek stb.). Ez abba az irányba hathatott, hogy a reáljavak aránya a lakosság portfóliójában a szándékolthoz képest túl nagyra vált, és hozzájárulhatott a pénzügyi megtakarításoknak a vártnál nagyobb növekedéséhez és a reálvagyon relatív árának csökkenéséhez. (lakásvagyon esetében részletesebben is ki fogjuk fejteni ezt a gondolatmenetet).

A továbbiakban azonban eltekintünk az egyéb vagyontárgyaktól ((tartós fogyasztási cikkek, arany, ékszerek, Kft. tulajdonrészek, föld stb.), mert ezekre még kevésbé vagyunk képesek ár és mennyiségi adatokat szerezni, mint a lakásállományra. A tartós fogyasztási cikkeknel is megfigyelhető volt egyébként egy beruházási láz a nyolcvanas évek végén, csakúgy, mint a lakásoknál<sup>7</sup>.

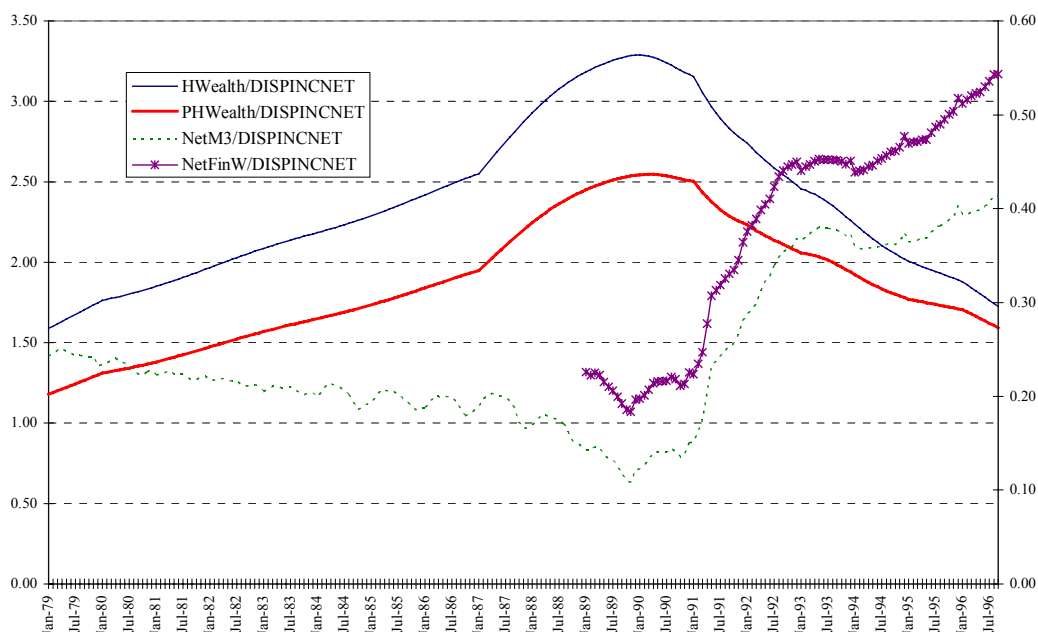
A következő ábra a különböző módon számított pénzügyi megtakarításoknak és a lakásvagyonnak az elkölthető jövedelemhez viszonyított arányát mutatja be, különböző skálákat használva. Az összes változó az elkölthető jövedelemhez való arányt jelöl. A "Housestck" jelöli a lakásállomány, a "PHhousestck" magán lakásállomány, a NetM3 a nominális adósságállomámmal nettósított M3, a "NetFinW" pedig a nominális adóssággal nettósított pénzügyi megtakarítások összege.

---

<sup>7</sup> Ez persze nem azt jelenti, hogy az elhanyagolt tételek kicsik lennének: Ábel és Székely (1991) szerint például a 90-es évek végén a lakosoknak tartós fogyasztási cikkekben fekvő vagyona kb. megegyezett a lakásvagyon nagyságával. További érdekes kutatási téma lehet, hogy a lakossági vagyon ezen része hogy változott.

## 11. ábra

A lakásvagyonnak és pénzügyi eszközök állományának aránya az elkölthető jövedelemhez.



**A lakásárak és így a lakásvagyon értékének nagymértékű növekedése időben egybeesett a pénzügyi eszközök értékének csökkenésével. A nyolcvanas évek végén és a kilencvenes évek elején egy “púp” figyelhető meg az ingatlanárakban és az ingatlanvagyonban, és egy “gödör” a nettó pénzügyi vagyonban.**

Ennek lehet az a magyarázata, hogy a lakosság a (hiper) inflációtól való félelmében a pénzügyi eszközöktől a reáleszközök felé fordult, felhajtva azoknak az árát, amelyeknek a kínálata rövid távon gyakorlatilag rögzített, mint az ingatlanok. Az ingatlan esetében a magas hozam jövőbeni magas hozam várakozásokhoz vezethetett, ami tovább növelhette az ingatlanok árát. Ennek a buborék folyamatnak az vetett véget, hogy (kb.1991 második felére-1992 elejére) kiderült, hogy mégsem lesz hiperinfláció, sőt az inflációs ráta csökken. Ekkor a lakosság fokozatosan realizálta, hogy a “normálshoz” vagy “szándékolthoz” képest túl nagy a nem likvid reálvagyona, míg a pénzügyi megtakarításai túl kicsik. Amikor megpróbálta a kívánt arányt helyreállítani, akkor megnövelte a pénzügyi megtakarításait (a megtakarítási “csoda” egy másik lehetséges magyarázata), valamint a lenyomta az ingatlanok reálárát. Annak, hogy ez utóbbi miért történt olyan lassan, ahogy történt, annak az lehet a magyarázata, hogy a (hiper) inflációtól való félelem csak fokozatosan szorult vissza, és így csak fokozatosan változott meg a tartani kívánt portfólió. Az is valószínű, hogy az ingatlanárak nominálisan merevek lehetnek lefelé (az eladók várnak a “jó” vevőre, és nem realizálják a veszteséget), és ennek következtében a reálár kiigazítását az infláció végzi el - a tartani kívánt és a tartott portfólió ennek a viselkedésnek a következtében egymástól huzamosabb ideig is eltérhet.

Meg kell jegyeznünk, hogy az események fenti leírásában nem arról van szó, hogy a háztartások likvid eszközei “átmentek” ingatlanokba. Az ingatlanok árának növekedése nem változtatja a megtakarítások reálnövekményét. (Az ingatlanvásárlás a háztartásokon belül zajlik, egyik ember ingatlant ad és pénzt kap, a másik fordítva.) Az ingatlanárak emelkedése csak azért érdekes számunkra, mert megmutatta, hogy az adott időszakban a pénz valóban kevésbé vonzó eszköz lehetett. Ahhoz, hogy a pénzügyi eszközök tényleg csökkenjenek, a pénznek ténylegesen reáljóságokba, a termelt jövedelem egy részébe kellett “áramolnia” vagyis csökkennie kellett a pénzügyi megtakarítási rátának.

Vannak jelek arra is, hogy ugyanebben az időben megnőtt a portfólióban a deviza/valuta szerepe is, és a folyamat kissé hasonlóan játszódtott le a feketeárfolyamokkal, mint az ingatlanárakkal. Az árfolyamok esetében azonban gyorsabb volt az alkalmazkodás, mivel itt feltehetően nincsenek nominális merevségek, és a kínálat sem rögzített - a liberalizálás miatt folyamatosan könnyebbé vált a devizaszerzés a lakosság számára is.

### Lakossági hitelállomány, likviditási korlát

A lakosság portfólió döntéseiben nagy különbségek lehetnek az egyes országok között, mert a szabályozási és adózási feltételek nagyon különbözőek, valamint mert a háztartások preferenciái is változhatnak országról országra. Ennek ellenére érdekes lehet összehasonlítani a magyarországi lakossági portfólióra vonatkozó adatokat néhány más OECD ország adataival.

Lakossági megtakarítási hányad, eszközök és források az éves rendelkezésre álló jövedelem hányadában kifejezve, 1993-ban (Olaszország: 1992-ban, Magyarország 1991 elején és 1996 Szeptemberében)

#### 1. táblázat

	USA	Japán	Francia o.	Olaszo.	Nagy-Britannia	Kanada	Magyar-o. 1991	Magyar-o. 1996
Reál javak	2.17	4.66	2.66	3.76	3.15	2.71	3.60**	1.88**
Pénzügyi javak	3.82	3.30	2.64	2.41	3.64	2.89	0.52	0.66
ebből: részvények	0.89	0.33	1.29	0.51	0.43	0.69	0.04***	0.11***
Pénzügyi kötelezettségek	0.97	1.12	0.79	0.31	1.11	1.00	0.27	0.07
ebből: ingatlanra jelzáloghitel	0.69	0.51	0.48*	0.15*	0.77	0.68	0.15	0.05

\*Közép és hosszú lejáratú hitel

\*\*Lakás

\*\*\*Nem pénzügyi értékpapír

Forrás: OECD Economic Outlook, December 1995, saját számítások

A táblázatban a reál javak tartalmazzák a tartós fogyasztási cikkeket is, kivéve Magyarországot, ahol ez csak a lakásvagyon (mint említettük, valószínűleg alulbecsült) értéke.

**A lakosság 1991 és 1996 között a portfólióját a reáleszközök árára és a pénzügyi eszközök javára változtatta meg, ezáltal közelítve a más országoknál tapasztalt arányt.**

Nem sikerült adatokat szereznünk a hozzánk hasonló gazdasági és pénzügyi fejlettségű országokról, úgyhogy a különbségek egy része valószínűleg ennek tudható be. A rendkívül alacsony lakossági hitelállomány ugyanakkor azt a gyanúnkat erősíti, hogy a lakosság likviditásában erősen korlátozott, bár a (lakásárakkal számolt) nagyon magas reálkamatoknak is lehetett szerepük. A lakáshitel-kamatok jellemzően 30% vagy a fölött voltak, míg a lakásárak a mi adataink szerint 1991 és 1996 között *kumuláltan* nőttek kb. 30%-kkal<sup>8</sup>.

A másik probléma a nominálisan magas hitelkamatokkal az, hogy ez az effektív törlesztést nagyon gyorsá teszi. Általában a hiteleknél a törlesztőrészlet összege ugyanakkora a hitel teljes futamideje alatt (ha a kamatok időközben nem változnak), ami azt jelenti, hogy a törlesztőrészlet sokkal nagyobb reálteher az időszak elején, mint a végén, a hitel-visszafizetés "front-loaded"-dé válik. A magas kezdeti reáltörlesztés miatt vannak, akik nem engedhetik meg maguknak, hogy hitelt vegyenek fel, még akkor sem, ha hosszabb távon az infláció (és az azt nagyjából követő nominális béremelkedés) erodálná a törlesztőrészlet terhét. További likviditást korlátozó tényező még az, hogy a mai törvényi szabályozás szerint Magyarországon lakott ingatlanra vonatkozó jelzálogot nagyon nehéz és hosszadalmas érvényesíteni. Valószínű az is, hogy a jövedelmeknek nagyobb része származik olyan forrásból, amely nem rendszeres és/vagy nem "hivatalos", tehát a hitelképességet nehezebb bizonyítani, mint korábban. Stagnáló ingatlanárak mellett a jelzálog még a előbb említett korlátoktól eltekintve is csak nagyon diszkontált értékben lehet egy prudens hitelezés alapja, mivel az értékesítés elhúzódhat vagy nagyon nyomott áron kell, hogy megtörténjen.

**A lakossági hitelállomány a jövedelemhez képest alacsony volt már 1991-ben is, és mára szélsőségesen alacsony lett, legalábbis azokhoz az országokhoz képest, amelyekre adatok állnak rendelkezésünkre.**

**A lakossági megtakarítás (nettó pozíciójavulás) egy része abból adódott (adódik), hogy a hitelállomány a jövedelemhez képest csökken, feltehetően részben a likviditási korlát miatt.**

---

<sup>8</sup> Ez felveti azt a kérdést, hogy amikor reálkamatot számolunk, akkor mi a helyes deflátor. A a saját tulajdonú lakásban való lakhatás költségei megbízhatatlanul és nagyon kis súllyal szerepelnek a CPI-ben. Ha a pénzügyi megtakarítások egy jó része a lakásra való előtakarékosság (amit a likviditási korlát jelenléte még valószínűbbé tesz), akkor a megtakarítási döntéseknél releváns reálkamatláb valószínűleg sokkal nagyobb súllyal szerepelteti az ingatlanárakat az árindexben, mint a lakhatási költségek súlya a CPI-ben.

Ha a likviditási korlát fontos tényező, akkor ez magyarázhatja a hitelek arányának a csökkenését. Ugyanakkor a reálkamatok alakulása nem biztos, hogy nagy hatással van a felvett hitelmennyiségre, még akkor sem, ha az áremelkedéseket (és így a reálkamatokat) a befektetők jól tudják előre jelezni. Egy másik fontos következtetés, hogy ha a jövőben a *nominális* kamatok alacsonyabbak lesznek az infláció csökkenése miatt, valamint az intézményrendszer megváltozik, és lehetővé válik a lakosság részére az ingatlanfedezetre való hitelnyújtás, akkor nagy valószínűséggel a likviditási korlát enyhülni és a hitelállomány növekedni fog. Ez minden egyéb feltétel változatlansága esetén rontja a lakosság nettó pozícióit. A növekvő ingatlanárak ugyanakkor a CPI inflációval számolva magas reálkamatokat is elviselhetővé tesznek a hitelfelvevők számára, és ez egy újabb ingatlan boomot okozhat.

## Hivatkozás

Ábel, I. and I.P. Székely , Changing structure of household portfolios in emerging market economies: the case of Hungary, 1970-1989 in: I.P. Székely and D.M.G. Newbery (eds.) *Hungary: An economy in transition*, Cambridge University Press, Cambridge, 1993, pp. 163-180.