

ÁRVAI ZSÓFIA–MENCZEL PÉTER

A magyar háztartások megtakarításai 1995 és 2000 között

A háztartások fogyasztási és megtakarítási viselkedésében számottevő változások indultak meg az elmúlt években, különösen figyelemre méltó a pénzügyi megtakarítási ráta 1999-től tapasztalható jelentős csökkenése. A tanulmány célja a magyar háztartások megtakarítási döntéseinek vizsgálata a kilencvenes évek második felében, valamint – nemzetközi példák ismertetésén keresztül – a közeljövő lehetséges tendenciáinak felvázolása. A feltörekvő országok tapasztalatai szerint a gazdasági felzárkózással együtt járó strukturális folyamatok önmagukban sokkal hangsúlyosabb szerepet játszottak a lakossági megtakarítások csökkenésében, mint a jegybankok kamatpolitikája. Mindez Magyarországon is megfigyelhető; nevezetesen a pénzügyi szektor liberalizációja és modernizációja, az ennek hatására enyhülő likviditási korlátok, az optimista jövedelemvárakozásokhoz vezető tartós gazdasági növekedés, valamint a korábbi évek elhalasztott fogyasztása miatti türelmetlenség – mind-mind meghatározó tényezőnek számítanak a háztartások nettó megtakarításainak mérséklődésében.

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 meghozatalakor. Szűkebb értelemben a fogyasztási és megtakarítási döntések és a kamatok közötti kapcsolat elemzéséhez alapvetően a monetáris politika számára legfontosabb két kérdés a következő.

– Milyen hatást gyakorolnak a (reál)kamatláb-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 az 1995–2000 közötti időszakban tapasztalt elemzésén* túl a kiemelt cél, hogy megvizsgáljuk, *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.¹ A monetáris transzmissziós mechanizmus elemzését a legtöbb jegybank makromodell segítségével végzi, amelynek keretében szimulálható a kamatláb-változtatásoknak a háztartásokra gyakorolt hatása. Sajnos azonban a fogyasztás kamatrugalmasságának ökonometriai elemzése a

¹Erről bővebben lásd *Menczel [2000]*.

magyar adatok alapján több okból sem lehetséges. Egyrészt nem állnak rendelkezésünkre megfelelő hosszúságú és tulajdonságokkal rendelkező idősorok – negyedéves adatok csupán 1995-től vannak –, másrészt pedig a magyar gazdaság átmeneti jellege miatt stabil paraméterek feltételezése nem reális, és a strukturális törések kezelése a rövid idősor miatt nehézkes. A fogyasztási és megtakarítási magatartás makromodell hiányában is vizsgálható, de a magyar adatokra más kifinomult ökonometriai módszerek sem alkalmazhatók az előzőekben jelzett 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.

Először a háztartási megtakarításokra vonatkozó nemzetközi tanulságokat összegezzük. Majd a háztartások pénzügyi vagyonának – pénzügyi eszközeinek és kötelezettségeinek –, valamint megtakarítási viselkedésének főbb jellemzőit írjuk le. Ezt követően a kamatváltozások megtakarítási döntésekre gyakorolt (lehetséges) hatását igyekszünk feltárni a helyettesítési, jövedelmi és vagyonhatás segítségével. Végül a megtakarítások szerkezetében végbement változásokat, az azok mögött megbújó okokat elemezzük részletesen, valamint a lakosság pénzügyi vagyonának várható alakulásáról adunk képet. Az összefoglaló fejezet a tanulmány főbb megállapításait tartalmazza. Magyarország esetében a részletesen vizsgált időszak 1995-től napjainkig tart, ugyanis véleményünk szerint az ebben az időszakban megindult folyamatoknak van döntő jelentőségük a jövő szempontjából. Ebben a periódusban 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.

Háztartási megtakarítások a nyolcvanas és kilencvenes években – nemzetközi tapasztalatok

A nyolcvanas és kilencvenes években számos feltörekvő országban a háztartási megtakarítási ráta szignifikáns csökkenését figyelhettük meg. Mivel Magyarországon is hasonló folyamat indult meg az elmúlt időszakban, ezért érdemes megvizsgálni, mi áll a jelenség háttérében. A nemzetközi tapasztalatok feldolgozása azért is különösen fontos, mivel a magyar adatok elemzéséhez a standard ökonometriai eszköztárat – elsősorban az idősor rövideége miatt – nem tudjuk felhasználni. A feltörekvő országok közül a latin-amerikai országok és egyes, Magyarországhoz hasonló európai országok² tapasztalatait ismertetjük és összegezzük, mivel úgy gondoljuk, hogy számunkra az ezekből levonható tanulságok az igazán lényegesek.

A nyolcvanas évek első feléhez képest a vizsgált 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

² Az áttekintett országok a következők: Argentína, Chile, Kolumbia, Mexikó, Peru, Uruguay, Venezuela, Olaszország, Portugália, Lengyelország és Spanyolország. A fontosabb országokra vonatkozó részletes esettanulmányokat lásd Árvai–Menczel [2000] Függelékében.

a nyolcvanas évek második felében végbement csökkenés után a kilencvenes évek első felében viszonylag gyorsan elérte korábbi szintjét.³

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 permanensjövedelem-növekedésre vonatkozó várakozások is alapul szolgálhatnak a lakossági fogyasztás és hitelkereslet felfutásához.

4. Árfolyamon alapuló stabilizáció⁴ eredményeként is megélnkülhet a fogyasztás, amikor a nominális kamatlábak esése és az inflációs tehetetlenség nyomán kialakuló alacsony *ex ante* reálkamatok ösztönzik a fogyasztást. Ez a magatartás különösen nem hiteles árfolyamon alapuló 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 (például Magyarország és Lengyelország) a kilencvenes években lezajlott *pénzügyi liberalizáció és modernizáció* játszotta a főszerepet. A pénzügyi liberalizáció eredményei közül a likviditási korlátok enyhülését, a kamatlábak felszabadítását és a központilag befolyásolt hitelkihelyezés megszüntetését kell kiemelni, amihez hozzájárult a tőkeáramlás fokozatos liberalizációja. Korábban a szóban forgó országok szinte mindegyikére a likviditáskorlátos háztartások igen magas aránya volt jellemző, a hitellehetőségek gyors bővülése és a jelzáloghitelekre vonatkozó szabályozások enyhítése⁵ 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 és 1994 között, Spanyolországban 1986–1991-ben, Mexikóban 1988–1994-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 jövedelemkilátások nagyban hozzájárultak a likviditási korlátok enyhüléséhez. Latin-Amerikában a pénzügyi liberalizáció kiteljesedése a stabilizációs kísérletek kései hullámához kapcsolódott (például Argentína 1991, Mexikó 1987), és a strukturális reformoknak egyik fontos eleme volt. A gazdasági fellendülés tehát a sikeres stabilizációknak volt köszönhető, amelynek csak egyik – noha igen lényeges – eleme volt a pénzügyi liberalizáció. A latin-amerikai gazdasági növekedés fontos tényezőjeként említhető továbbá az Egyesült Államok 1992 óta tartó expanziója. Portugália és Spanyolország esetében az EU-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 az említett orszá-

³ Spanyolországban a megtakarítási rátának – a lakossági fogyasztás erőteljes fellendülésével együtt járó – ideiglenes csökkenését nem annyira a pénzügyi liberalizáció, mint inkább a pozitív jövedelemsokkok és az ideiglenesen túlértékelt árfolyam okozta.

⁴ Árfolyamon alapuló stabilizációk esetében a monetáris hatóságok az árfolyam előre bejelentett pályájával igyekeznek az inflációs várakozásokat letörni. Ez az előre bejelentett pálya többféle formát ölthet, például valutatanács, fix árfolyam, csúszó leértékelés.

⁵ Például az ingatlanfedezeti arány emelése.

gok 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 tényezőknél volt tulajdonítható. Lengyelország és Portugália kilencvenes évekből 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 időszakokban mindkét országot kedvező ciklikus pozíció jellemezte.

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, mindenképpen a külkereskedelmi és tőkepiaci liberalizációnak, valamint a peseta árfolyamának az EMS-ben részt vevő egyéb valutákhoz való rögzítésének. 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 fogyasztás 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 1978–1981 és 1985–1988 közötti eseményekre érvényes, az 1991–1994 közötti (jóval jelentősebb) fogyasztási fellendülést inkább annak a magyarázatnak tulajdonítják, hogy a Convertibility Plan⁶ bevezetésével jelentősen megnöttek a háztartások permanens jövedelemre vonatkozó várakozásai. Meg kell jegyeznünk, 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 jövedelemkilátásait. 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 korosztályokhoz, amelyek körében alacsonyabb a megtakarítási hajlandóság. 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.

⁶ Az 1991-ben bevezetett valutatanács rendszerén alapuló stabilizációs intézkedések.

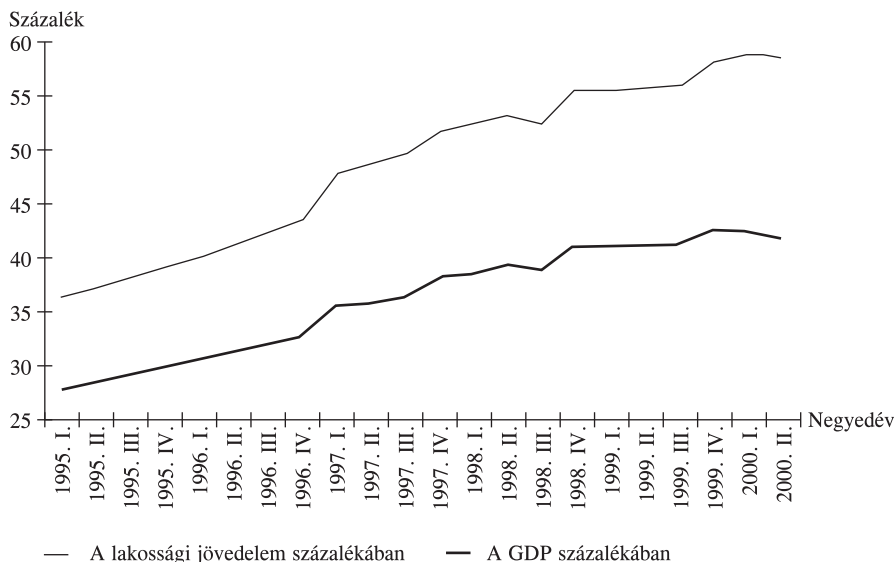
A háztartások megtakarítási hajlandóságának csökkenése az aggregált belföldi megtakarítási rátákban nem, vagy csak mérsékelten tükröződött, mert más szektorok többnyire kompenzálták a háztartási komponens esését. *A költségvetési és vállalkozói szektor megtakarítási pozíciójának alakulása azonban nemzetközileg 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, ami-ben a GDP-arányos költségvetési hiányra vonatkozó maastrichti kritérium jelentős szerepet játszott. Spanyolországban a fogyasztás 1986 és 1991 közötti felfutása során a háztartási megtakarítási ráta esésével párhuzamosan mind a vállalati, mind pedig a költségvetési szektor megtakarítási pozíciója javult.

A háztartások pénzügyi vagyonának és megtakarítási viselkedésének főbb jellemzői

Első lépésben érdemes a háztartások nettó pénzügyi vagyonának GDP-vel és lakossági jövedelemmel arányos alakulását szemügyre vennünk (1. ábra).

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 többi belföldi szektorának (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 (1. ábra).⁷ A pénzügyi eszközök, források és a nettó pénzügyi vagyon részaránya a lakossági jövedelem százalékában azonban még mindig távol áll a fejlett gazdaságokban tapasztalt nagyságrendtől, ezért a közeljövőben e mutatók folytatódó felzárkózására lehet számítani (1. táblázat).

1. táblázat

A háztartási szektor nettó pénzügyi vagyona a rendelkezésre álló jövedelem százalékában, 1993

Ország	Pénzügyi eszközök	Pénzügyi kötelezettségek	Nettó pénzügyi vagyon
	a rendelkezésre álló jövedelem százalékában		
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
Magyarország*	65	7	59

* 2000. júniusi adatok.

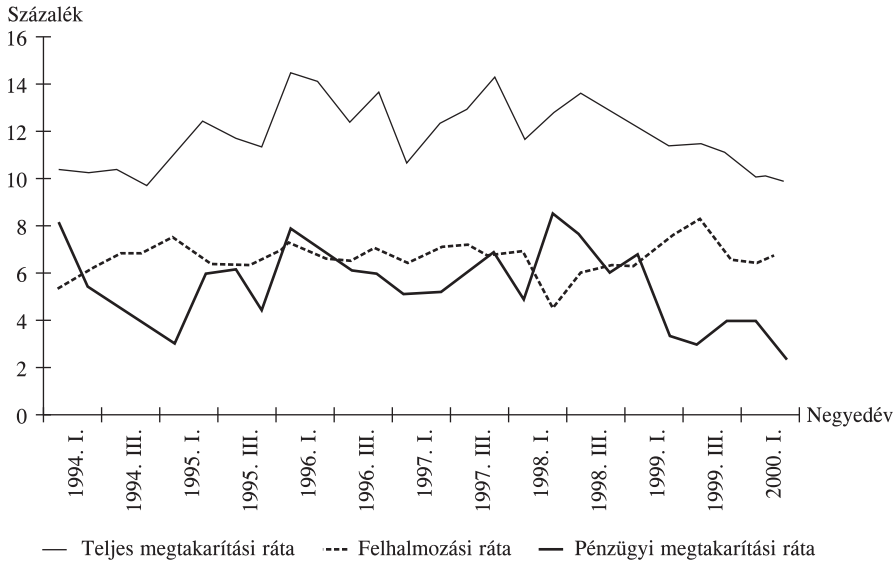
Forrás: Financial structure and the monetary policy transmission mechanism. BIS, 1995. március, 10. o.

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 Magyarország 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.

⁷ Célszerű a folyó és állományi kategóriákat világosan elkülöníteni. A háztartások nettó finanszírozási képessége (folyó kategória) nem más, mint a lakosság adott időszakban 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.

2. ábra
Operacionális lakossági megtakarítási ráta
(a lakosság rendelkezésére álló jövedelem százalékában)



Helyettesítési, jövedelmi és vagyonghatás

A közgazdasági elmélet nem szolgál egyértelmű válasszal a lakossági fogyasztás, illetve megtakarítás kamatérzékenységét illetően, hiszen a kamatváltozás három csatornán (*helyettesítési, jövedelmi és vagyonghatás*) keresztül is hatást gyakorol a lakosság fogyasztási döntéseire. A kamatemelkedés a helyettesítési és a vagyonghatás eredményeképpen fogyasztáscsökkenést von maga után, míg a jövedelmi hatás a háztartások esetében általában fogyasztásnövekedést indukál. A három hatásmechanizmus ennél fogva nem azonos típusú és nagyságrendű fogyasztási és megtakarítási döntéshez vezet, ezért egy kamatváltozás lakossági folyamatokra gyakorolt *teljes* hatását előzetes információk nélkül nem lehet megbecsülni.

A helyettesítési hatás

A helyettesítési hatás számszerűsítése még akkor sem egyszerű feladat, ha a magyaránál hosszabb és megbízhatóbb idősorok állnak rendelkezésre. Esetünkben ökonometriai eszköztár 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 lényegesen. Az 1995–2000 közötti időszakban Magyarországon olyan folyamat kezdődött meg, ami az egyik (*elhalasztott fogyasztással és alacsony eladósodottsággal jellemezhető*) egyensúlyi szintről egy másik (*az életciklus-elmélettel jobban*

összhangban lévő, a fogyasztás simítására 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 (ezen a fejlett piacgazdaságokra jellemzőnél jóval nagyobb, illetve kisebb reálkamatokat értünk) reálkamatok minden valószínűség szerint befolyásolnák a megtakarítások szintjét, ilyen helyzet azonban az elemzett időszakban (sőt a kilencvenes években) nem állt elő. Ennek okát főként az árfolyamrendszerben kell keresni, amely a magyar kamatpolitika mozgásterének határokat szabott. Így nem tudtunk tapasztalatokat szerezni a háztartásoknak a nagyon magas, illetve nagyon alacsony reálkamatokra adott reakciójáról.

Az áttekintett esettanulmányok 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 százalékos) reálkamatok⁸ mellett sem sikerült megállítani a megtakarítási ráta csökkenését. A lengyel lakosság eladósodási folyamata kísértetiesen hasonlít a magyar folyamatokra, ami nem meglepő, hiszen a 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 korreláció⁹ 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 rövidegsége miatt nem vonhatók le messzemenő következtetések. A reálkamat és a rendelkezésre álló jövedelem reál növekedési ütemének viszonylagos együttmozgása egy közös oknak, az inflációnak köszönhető.

A jövedelmi hatás

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 egyszázalékos kamatemelés teoretikus *jövedelmi hatása*,¹⁰ amelynél azt feltételezzük, hogy a kamatváltozás teljes egészében átgyűrűzik a lakosság piaci kamatozású pénzügyi instrumentumainak hozamaiba. Hangsúlyoznunk kell, hogy lehetséges jövedelmi hatásról van szó, ami a jövedelem megváltozásán túl azt is feltételezi, hogy mindez módosítja a lakosság fogyasztási és megtakarítási döntéseit is.

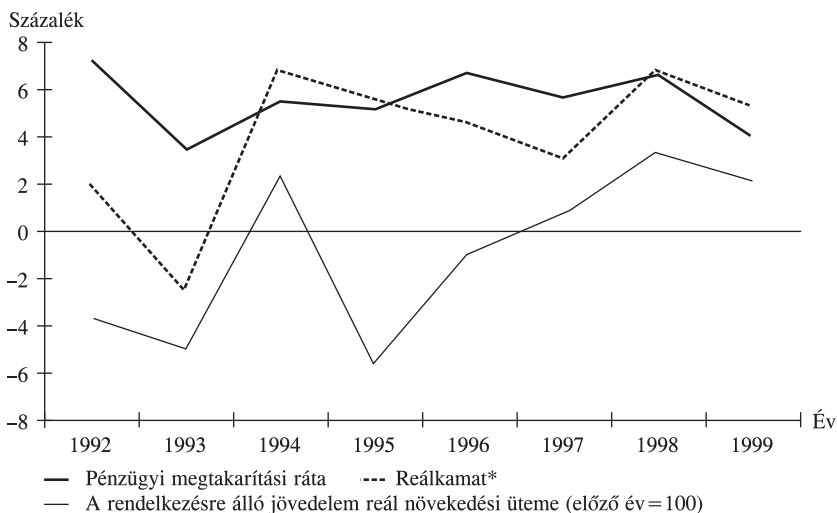
⁸ Az 1999-ben jellemző 8-10 százalékos (piaci kamatokkal számított) reálkamatok mellett a lakosság pénzügyi megtakarítási rátája az előző évi átlagosan körülbelül 8 százalékról 3 százalékra esett vissza. Részletesebben lásd Árvai–Menczel [2000] Függelék.

⁹ A korreláció késleltetett értékei is inszignifikánsak.

¹⁰ A lehetséges jövedelmi hatás számszerűsítése a következőképpen történt: a piaci kamatozású eszközök és kötelezettségek állományát megszoroztuk a 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.

3. ábra

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



*Az ábrán szereplő reálkamatot a három hónapos diszkontkincstárjegye és a fogyasztói árindex szezonális igazítása során kapott trend segítségével számítottuk.

2. táblázat

Az egy százalékos kamatemelkedés jövedelmi hatása a háztartási szektorra
(2000 második negyedévi adatok)

Piaci kamatozású* pénzügyi eszközök		Piaci kamatozású pénzügyi kötelezettségek**		Lehetséges jövedelmi hatás	
az összes eszköz százalékában	a GDP százalékában	az összes kötelezettség százalékában	a GDP százalékában	a GDP százalékában	a rendelkezésre álló jövedelem százalékában
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 2. táblázatban szereplő számítások feltételezik, hogy egy éven keresztül csak egyetlen 100 bázispontos kamatemelés történt, s a piaci hozamok az egyszázalékos emelkedés után konstansak maradtak, azokat más tényező nem befolyásolta.

A valóságban a fenti feltételek maradéktalanul nyilvánvalóan nem teljesülhetnek. A jegybanki kamattranszmisszió a lakosság eszközei közül az állampapírok, valamint az azokhoz szorosan kapcsolódó befektetési lehetőségek (befektetési alapok, vállalati kötvények) esetében a leggyorsabb, hiszen az állampapírpiacra 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 hosszú távon megközelítően állandó, azonban mindezt a bankok nem az egyes jegybanki lépésekre adott gyors reakciókkal, hanem időben kisimított óvatos kamatváltoztatásokkal érik el (lásd Árvai [1998]).

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 kitevő bankbetétek túlnyomó¹¹ 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.

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 ismertetett 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 lehetséges jövedelmi hatás nagyságrendjét.

Elképzelhető azonban, hogy a monetáris politika kamatlépéseinek hatása a lakosság kiadásaira elmarad a fenti értékektől, ami mindenképp a jövedelemeloszlás 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 hozzájutása problémamentes. E 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 *lehetséges* 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.

Vagyonhatás

A kamatváltozás a *vagyonhatáson* keresztül is befolyásolhatja a háztartások fogyasztási döntéseit. A háztartások portfólióján belül egyelőre még nem képviselnek jelentős súlyt azok a fix kamatozású eszközök (állampapírok, vállalati kötvények), amelyeknek piaci árfolyama azonnal megváltozik egy kamatváltozás hatására. Ebbe a csoportba sorolha-

¹¹ A 2000. áprilisi adatok szerint az éven belüli lejáratú betétek aránya a lekötött betéteken belül 89 százalék körül volt.

tók 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 kiváltotta vagyongyengülés a fix hozamú pénzügyi eszközök – egyelőre – alacsony részaránya miatt nem túl jelentős mértékű, így a 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 években is.

A vagyongyengülés 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 részvénypiacaival, azok között is elsősorban az angolszász típusú tőkepiacokkal). Ez elsősorban az árfolyamrendszer jellegének és a külföldi portfólióbefektetők nagyon nagy arányának köszönhető. A magyar részvénypiacon 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 vagyongyengülés szempontjából szintén meghatározó a szerepe lehet a külföldi deviza tartásának. A lakossági portfólióban a deviza részaránya egyfajta bizalmi indikátorként is felfogható, amely a gazdaságpolitika, 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 javára. Az utóbbi néhány évben a kiszámítható gazdaságpolitika következtében a devizaeszközök átértékelődésével keletkező vagyongyengülés egyre kevésbé befolyásolja a lakosság fogyasztási döntéseit. Ezen a téren a közeljövőben sem számítunk gyökeres fordulatra, mindezzel természetesen a felelős gazdaságpolitika folytatódását feltételezve.

3. táblázat

A vagyongyengülés szempontjából releváns pénzügyi eszközök alakulása
(százalék)

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

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

Pénzügyi eszközök

A tradicionálisnak tekinthető megtakarítási formák (készpénz, bankbetét, deviza) részaránya érezhetően csökkent az elmúlt öt év során, hiszen ezek az eszközök 1995 első negyedévéhez képest 2000 harmadik negyedévében 19 százalékkal alacsonyabb súllyal szerepelnek a lakosság portfóliójában (4. ábra). Ezen időszak alatt a bankbetétek részaránya változott a legkisebb mértékben,¹² tehát a háztartások főként a készpénz- és devizaállományuk rovására fordultak kifinomultabb befektetési formák felé. A devizamegtakarítások háttérbe szorulását a magyar gazdaság, és így a forint stabilizálódása magyarázza az 1995. márciusi kiigazítás után, míg az alacsonyabb készpénzhányad a kedvező feltételeket kínáló forintbefektetési 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 kamattranszmisszió 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.¹³

– *Állampapírok, befektetési jegyek, vállalati kötvények, tőzsdei részvények.* Ezek az eszközök a portfóliójukat tudatosan kezelő, feltételezhetően az átlagnál nagyobb jövedelmű háztartások eszközei. A tőzsdei részvények¹⁴ kivételével a jegybanki kamatpolitika várható reálhozamukat közvetlenül befolyásolja. Ezen eszközök a lakossági pénzügyi vagyonállományból 1999-ben 24 százalékot tettek ki, a megtakarítási tranzakciókból részesedésük 8 százalékot ért el. A reálkamatok változása ezen eszközök befektetőiben kétféle reakciót válthat ki: portfólióátrendezést a részvénytípusú és a fix kamatozású eszközök között, illetve a nettó megtakarítás változását. E jómódú réteg körében

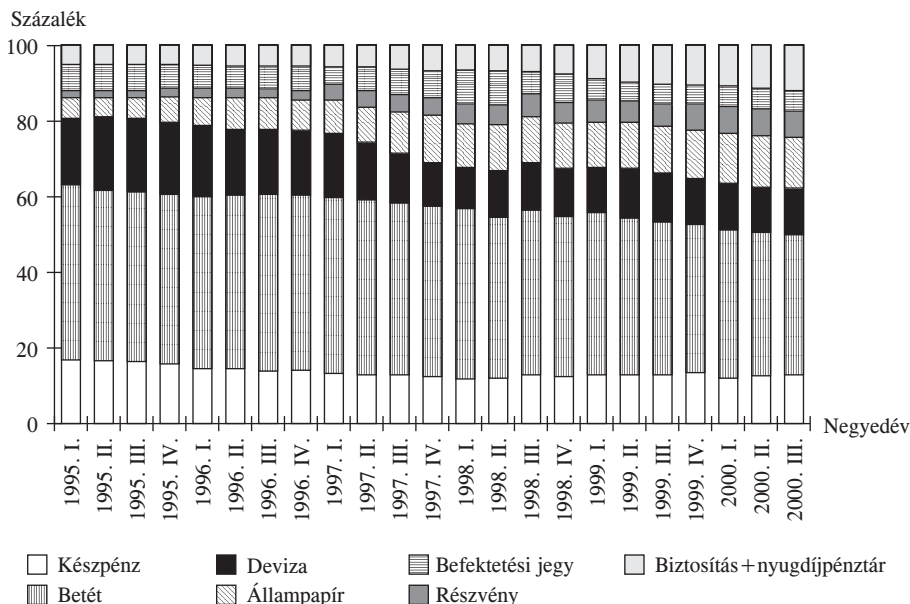
¹² A bankbetéteken belül azonban markáns változásoknak lehettünk tanúi, hiszen az elmúlt években a látra szóló és rövid lejáratú betétek részaránya az összes betéthez viszonyítva látványosan emelkedett hosszú lejáratú lekötött betétek rovására.

¹³ A következő elemzés Varró László közreműködésével készült, ezért őt köszönet illeti.

¹⁴ A külföldi befektetők jelenléte igen hangsúlyos a magyar tőzsdén, őket azonban elsősorban a külföldi jegybankok (Fed, ECB) kamatlépései befolyásolják.

4. ábra

A háztartások pénzügyi eszközeinek összetétele



nem tartjuk valószínűnek, hogy a reálkamatok jelentősebb hatással lennének a fogyasztás-megtakarítási döntésre, a kamatok alakulása vélhetően elsősorban portfólió-átrendeződést indukál. A kamatalakulás akkor eredményezheti a pénzügyi megtakarítási ráta csökkenését, ha pénzügyi eszközeik egy részét más vagyontárgyakba csoportosítják át úgy, hogy a reálvagyontárgyak eladói magasabb fogyasztási hajlandóságú rétegekből kerülnek ki.

– *Készpénz, lakossági forintbetétek és devizabetétek* az operacionális megtakarítási tranzakciók 54 százalékát adták 1999-ben. A készpénz, látra szóló forintbetét- és 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 hozza.

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 tehetelenségére utal. Valószínűsíthető, hogy a kilencvenes évek elejének nagy leértékelései még mindig befolyásolják a lakossági portfóliódöntéseket, de az inflációs bizonytalanság is hozzájárult az ebben a formában való befektetésekhez, ugyanis a devizabetétek az infláció és a forinthozamok volatilitása elleni fedezetül 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 százalékot képviselnek a lakossági forintbetétek között. Ezek bizonyos mértékig kamatérzékenyek, ez az a kategória, ahol a reál-

kamatok 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 betéhez viszonyított hányada.

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 hozamhátránya nagyobb jelentőséget kaphat, így számítani lehet a lakossági kincstárjegyek és az alacsony kockázatú befektetési alapok javára történő portfólióátrendezésre.

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

– *Életbiztosítások és nyugdíjpénztárak.* Ezeket a megtakarításokat hosszú távú, fix szerződések határozzák meg. Mind a nyugdíjpénztári, mind a biztosítási szerződések túlnyomó többsége tíz évnél hosszabb lejáratú, és az ügyfél nagyon erősen ösztönzött arra, hogy ne mondja fel idő előtt. Hozamértékelésre csak negyedévente vagy évente kerül sor, tehát információ hiányában a nem realizált reálhozam sem okoz vagyonsértést, és így portfóliódöntést 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 1999-ben 38 százalék 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 az évben csak néhány hónapnyi megtakarításuk volt. A magánnyugdíjpénztárak tagsága a pályakezdőkkel is folyamatosan bővül. Mind a nyugdíjpénztárak, mind a biztosításidő-tartalék esetében az állomány felhalmozási fázisban van. Ez azt jelenti, hogy a meglévő állomány reálhozama, amely közgazdasági értelemben megtakarított kamatjövedelem, 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 használdozat-költség miatt, valamint azért is, mert a készpénztartás növekedhet azon csoportok jövedelemnövekedése miatt, amelyek számára a banki szolgáltatások túl drágák. Ezenkívül a magyar lakosságnak a fejlett országokhoz képest kisebb arányban van banki kapcsolata, 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 magánnyugdíjpénztárak 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 fázisában érte Magyarországot, amelyben a dezintermediációs folyamat azt megelőzően erősödött fel, mielőtt

a hagyományos kereskedelmi banki betétek állománya felépülhetett volna. Ezért enél 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 előtti.

A banki megtakarítások kamatai

A makrogazdasági környezeten kívül a kamattranszmisszió 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 – bár csökkenő mértékben – máig meg tudta őrizni. Noha a vállalati ügyfelek piacán már a kilencvenes évek közepétől éles verseny¹⁵ 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 lakosságforrás-gyűjtésbe és lakossági hitelezésbe. Ennek okai többértékek, 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 lehetőség rejlik. A lakossági forrásgyűjtés növelése szintén kiemelt szempontként szerepel egyre több bank üzletpolitikájában, ami ugyancsak hozzájárult a verseny erősödéséhez a lakossági 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).

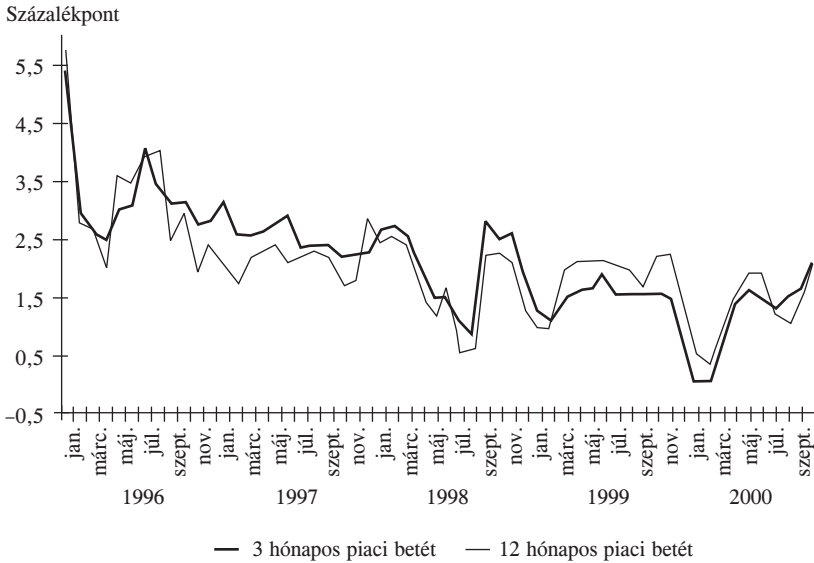
A kereskedelmi bankok lakossági üzletágában egyre fokozódik a verseny, a csúszó leértékeléses árfolyamrendszer megszilárdulása óta a piaci hozamok és a lakossági betéti kamatok közötti különbség csökkenő trendet mutat, és az 1996-ban jellemző 3,5 százalékponttól 1999-re 1,5 százalékpont körüli szintre süllyedt (5. ábra).

A piaci és kereskedelmi banki kamatok közötti rés szűkülését természetesen a dezintermediáció is elősegítette, hiszen bizonyos nem banki 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 tartozó, nem banki megtakarításokkal szemben, ha a banki forrásokat terhelő költségek, mindenekelőtt a kötelező tartalékráta, jelentősen csökkennek. A hasonló kockázati kategóriába tartozó megtakarítási lehetőségek közötti preferenciát módosító tényezők közül lényeges lehet még a betétbiztosítási rendszer változtatása, ugyanis a biztosított összeghatár jelentős emelése növeli a bankbetétek vonzerejét.

¹⁵ 1999 végére a piaci hozamok és a vállalati hitelkamatok közötti rés 1,5 százalékpont körüli stabilizálódott.

5. ábra

A piaci és kereskedelmi banki betéti kamatok közötti különbözet



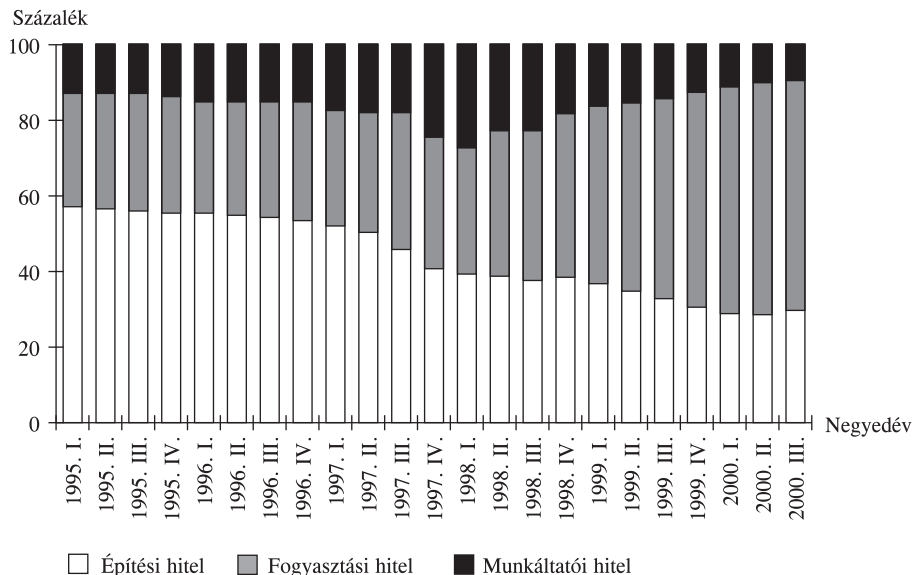
Pénzügyi kötelezettségek

A pénzügyi kötelezettségek állománya a rendszerváltástól kezdve folyamatosan zsugorodott 1999-ig, összetételében a régi építési hitelek kifizetése, valamint a fogyasztási hitelek 1998-tól megfigyelhető bővülése szembevetű (6. ábra). A közeljövőben várhatóan folytatódni fog a fogyasztási hitelek részarányának emelkedése, illetve hosszú időszak után 2000 márciusában az építési hitel-állomány is növekedésnek indult.

A lakossági hitelállomány 1998-ban elkezdődött bővülő tendenciája a jövőben várhatóan folytatódni fog, amelynek hatására tartósan alacsony lakossági pénzügyi megtakarítási rátára számítunk. A lakossági hitelállomány mind a jövedelemhez, mind a GDP-hez viszonyított aránya nagyságrenddel kisebb a fejlett piacgazdaságokra jellemző értéknél. Itt valójában olyan strukturális korrekcióról van szó, amit nagyon kétséges, hogy bármilyen jegybanki kamatpolitika le tudna fékezni. A lakossági hitelek elmúlt időszakbeli 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 költsége. A kamaterzékeny hitelfelvevők számára még akkor is megengedhetetlenül drágák maradnak a lakossági hitelek, ha kamatok követi a piaci kamatok csökkenését. Figyelembe véve a lakossági hitelek múltbeli hiányát és a hitelbírálat szempontjából értékelhetetlen szürkejövodelmek 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.

6. ábra

A pénzügyi kötelezettségek összetétele

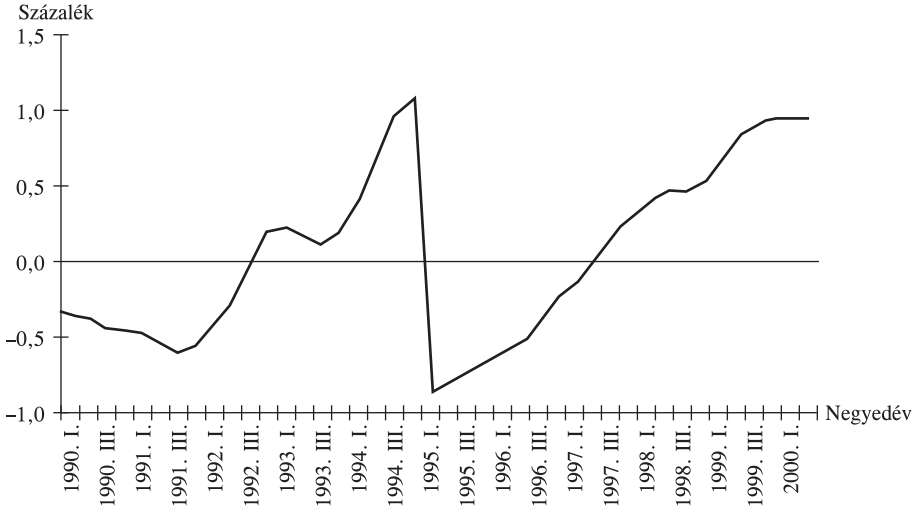


Ha csak az 1995 utáni időszakot nézzük, akkor nem lehet elválasztani a strukturális eladósodási folyamatot a kedvező gazdasági ciklusnak köszönhetően növekvő hitelfelvételi kedvtől. A 7. ábra azonban arra utal, hogy a strukturális felzárkózó folyamat már kilencvenes évtized első felében megindult, a fogyasztási hitelek felvétele meredeken emelkedett, noha nagyon alacsony bázisról. Az aggregált lakossági hitelállomány mutatójában 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 ma a lakossági hitelfelvétel kevésbé érzékeny a gazdasági ciklusra, mint az említett időszakban volt.

A lakossági hitelezés dinamikus növekedése mind keresleti, mind pedig kínálati tényezőknél köszönhető. Keresleti oldalon a legnagyobb szerepet a magyar gazdaság pozitív kilátásaival együtt járó jövedelememelkedési várakozások játsszák, valamint az a tény, hogy a likviditáskorlátos háztartások kevésbé kamaterzékenyek. Kínálati oldalon a hitelállomány növekedésének a mozgatórugója a bankok növekvő érdeklődése a lakossági piac iránt. A növekvő kínálat ellenére azonban a (hitelkamatok és betéti kamatok közötti) marzs még mindig igen magas, ami a lakossági hitelek iránti óriási keresletre, a hitelfelvevők alacsony kamaterzékenységre és a lakosságihitel-szolgáltatókat nyújtó bankok közötti nem túl erős versenyre utal (8. ábra). A verseny erősödésével a jelenleg igen magas kamatok mérséklődése várható, ami további lökést ad a lakossági hitelállomány növekedésének.

7. ábra

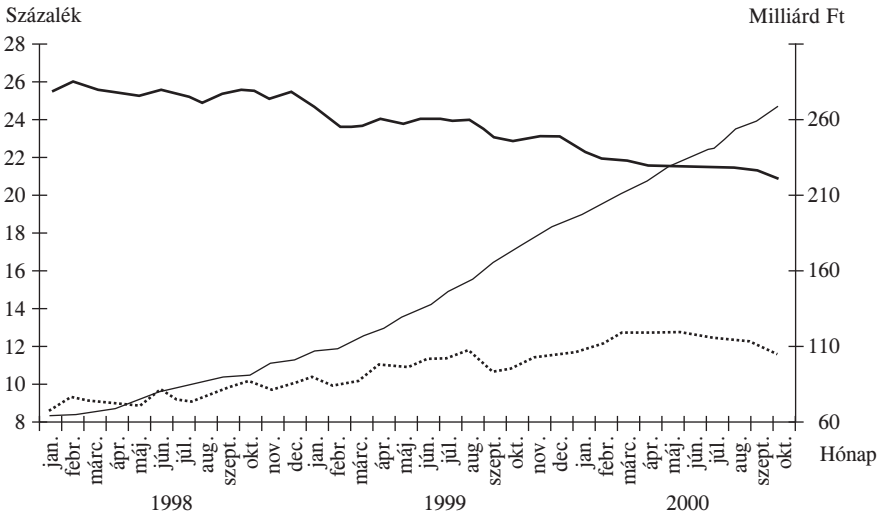
A fogyasztási hitelfelvétel alakulása
a lakosság rendelkezésre álló jövedelmének százalékában*



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

8. ábra

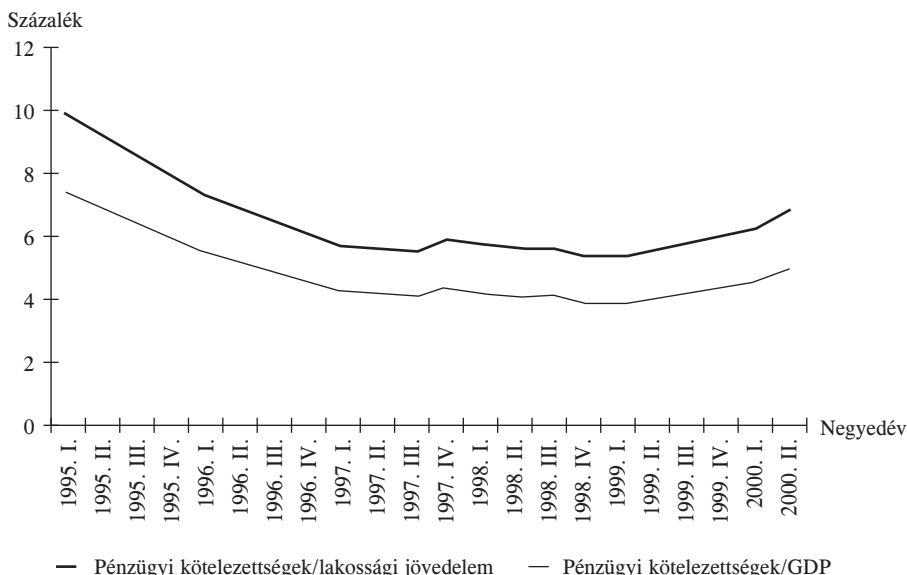
A fogyasztási hitelek állománya, kamata és a kamatmarzs



--- A fogyasztási hitelek kamata és a 12 hónapos lakossági betétek kamata közötti marzs
— Fogyasztási hitel kamata — Fogyasztási hitelek állománya

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.¹⁶ Erre Magyarországon azonban csak középtávon kell számítani, hiszen jelenleg még az állam által támogatott jelzáloghitelek is csak egy szűk kör számára elérhetők (9. ábra).

9. ábra
A magyar háztartások eladósodottsága



Összefoglalás

A magyar háztartások megtakarítási és fogyasztási viselkedése a kilencvenes évek második felében erős hasonlóságot mutat más, hasonló pályát bejárt európai és latin-amerikai ország 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 jövedelemre vonatkozó kilátásainak javulását vetíti előre, aminek alapján a fogyasztási és beruházási kereslet, valamint a hitelállomány további növekedése 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.

¹⁶ Klasszikus példa erre Nagy-Britannia.

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 mutatóihoz való felzárkózási folyamat fogja jellemezni. Míg a fejlett országokban a pénzügyi kötelezettségek rendelkezésre álló jövedelemhez viszonyított aránya 50 és 100 százalék között mozog, addig ez Magyarországon jelenleg 7 százalék. Nem nehéz megjósolni a mutató gyors növekedését a jövőben, különösen a jelzálog-hitelezés általános elterjedésével párhuzamosan. Az eladósodottsági szint növekedése természetes folyamat, ez ugyanis lehetővé teszi a háztartások számára a fogyasztásuk életciklusuknak megfelelő kisimítását. 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 megtakarításának csökkenését, míg más országokban (elsősorban az EU-tagállamokban) a költségvetési szektor kompenzálta. Az EU-tagság elérését követően az EMU-ba való belépés Magyarországtól is megköveteli majd a költségvetési deficit jelentősebb csökkentését a jelenlegi szintről.

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 vagyonhatás nem tűnik szignifikánsnak. Ebből egyáltalán nem következik, hogy a reálkamatok szintje ne befolyásolhatná a megtakarítási rátát, szélsőségesen magas, illetve alacsony reálkamatok tartósan fennálló szintje hatást gyakorolna a megtakarításokra. Mivel azonban a szűk sávú árfolyamrendszer korlátokat szabott a kamatpolitika mozgásterének, eddig nem tapasztalhattunk hosszabb időn keresztül fennálló kiugróan magas, illetve alacsony reálkamat szintet – s így a háztartások erre adott reakcióját sem. 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 egyszerű, nagyarányú relatív hozamváltozások (például orosz válság) diszkrét változásokat okoznak a megtakarítások szerkezetében.

Hivatkozások

ÁRVAI ZSÓFIA [1998]. A piaci és kereskedelmi banki kamatok közötti transzmisszió 1992 és 1998 között. MNB Füzetek, 10. sz.

ÁRVAI ZSÓFIA–MENCZEL PÉTER [2000]: A Magyar háztartások megtakarításai 1995 és 2000 között. MNB Füzetek.

BIS [1994]: National Differences in Interest Rate Transmission. BIS, Bázél.

BIS [1995]: Financial Structure and the Monetary Policy Mechanism. BIS, Bázél.

- ELMENDORF, D. [1996]: The Effect of Interest Rate Changes on Household Saving and Consumption: A Survey. Fed, kézirat.
- 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, 8. sz.
- MOLINA, J. L. – VINALS, J. [1998]: Monetary Policy and Inflation in Spain. Houndmills, Baringstoke, Hamp.
- MONTIEL, P. [1997]. What Drives Consumption Booms? Megjelent: *Schmidt-Hebbel, K.-Serven, L.* (szerk.): Saving in the World: Puzzles and Policies. World Bank Discussion Paper 354. Section C2. Washington D.C.
- REINHART, C. M. (szerk.) [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 portfóliódöntései Magyarországon 1980–1996. MNB Füzetek, 4. sz.
- IMF-, OECD-országjelentések: Spanyolország, Portugália, Lengyelország. A lengyel és a portugál jegybank éves jelentései.