

Bauer Péter–Endrész Mariann–Kiss Regina–Kovalszky Zsolt–Martonosi Ádám–Rácz Olivér–Schindler István: Túlzott lakossági eladósodás: okok, trendek, következmények*

A 2008-as gazdasági válságot megelőző évtizedben a világ több régióját is a lakossági eladósodás gyors növekedése jellemezte. Az erős lakossági hitelkiáramlás a válság előtt érdemben élénkítette az érintett gazdaságok növekedését, ám a válság kitörésével a gazdaságok sérülékenységének egyik legfontosabb tényezőjévé vált. A gyors lakossági eladósodással terhelt gazdaságokat általában a belső kereslet erőteljesebb összehúzódása és az átlagosnál lassabb kilábalási periódus jellemezte. Elemzésünkben a hazai lakossági eladósodás folyamatát vizsgáljuk. Tekintve, hogy a hazai hitelkihelyezéseken belül meghatározó volt a külföldi devizában denominált hitelek szerepe, így kiemelt figyelmet szentelünk a lakossági devizahitelezés elterjedésének és következményeinek.

A hazai lakossági hitelezés a 2000-es évek elejének alacsony szintjéről nemzetközi összevetésben is erősen növekedett. A bővülés kezdetben a forinthitelek piacán jelentkezett, majd 2004-től mind a fogyasztási, mind a lakáscélú hitelezésben egyre jelentősebbé vált a devizahitelek részaránya. A devizahitelezés bővülésének mértéke a válság előtt régiós összevetésben is magasnak számított. Becsléseink szerint az eladósodás folyamata 2006–2007 között egyensúlyi folyamatnak tekinthető, ám az ezt követő években a hitelállomány már meghaladhatta egyensúlyi értékét. Ehhez a reáljövedelmek csökkenése mellett a válság kitörését követően a devizában denominált hitelek is jelentős mértékben hozzájárultak. 2009 óta a lakossági viselkedést erős mérlegalkalmazkodási kényszer jellemezte. A háztartások tartósan nettó hiteltörlesztővé váltak fokozatosan csökkentve adósságszintjüket. A devizában denominált hitelállomány ártértékelődése miatt a mérlegalkalmazkodás elhúzódó folyamat, így a magas hitelállomány a továbbiakban is visszafoghatja a lakossági fogyasztás élénkülését.

BEVEZETÉS

A válság óta a háztartások fogyasztási kiadásai jelentős mértékben csökkentek. Bár a háztartások az elmúlt években többször is jelentős többletjövedelemhez jutottak (pl. a személyijövedelemadó-kulcsok jelentős csökkenése, vagy a magán-nyugdíjpénztári reálhozamok kifizetése következtében), a lakossági fogyasztás szintje az idei év közepén is több mint 10 százalékkal maradt el a válság előtti értékétől. A gyenge fogyasztási kereslet szoros kapcsolatban lehet a válságot követő lakossági mérlegalkalmazkodással és az óvatossági megfontolások általános erősödésével. Mindaddig, amíg a lakosságihitel-állomány szintje meghaladja egyensúlyi, hosszabb távon is fenntartható értékét, addig a magas eladósodottság gátolhatja a belföldi fogyasztás kibontakozását. Jelen elemzésünkben

egyrészt áttekintjük a lakossági hitelek – azon belül kiemelt figyelemmel követve a devizahitelek – felépülésének folyamatát, másrészt áttekintjük a hazai lakossági mérlegalkalmazkodás erősségét és fogyasztásra gyakorolt hatását.

Az elemzés első részében a hazai háztartási hitelezés 1990-es évek végi elindulását, majd a hitelezés 2000-es évek elejétől kezdődő dinamikus bővülésének szakaszait, illetve az ezeket elősegítő kínálati és keresleti tényezőket elemezzük. A második részben a folyamatokat régiós összevetésben is megvizsgáljuk. A harmadik rész a válságot követően meginduló mérlegalkalmazkodás stilizált tényeit mutatja be, végül az utolsó részben egy egyszerű hibakorrektációs modell segítségével becsüljük meg a mérlegalkalmazkodás jelenlétét és fogyasztásra gyakorolt hatását.

* Jelen cikk a szerzők nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

A LAKOSSÁGI HITELEK FELÉPÜLÉSÉNEK FOLYAMATA ÉS OKAI A VÁLSÁG ELŐTT

A hitelezés elindulása és a devizahitelek elterjedése

A kilencvenes években a magas infláció és a magas nominális kamatok mellett a lakossági hitelezés szinte alig funkcionált. Kínálati oldalon a bankprivatizációkat követően a bankok elsősorban a nagyvállalati szegmensre koncentráltak, mivel a külföldi tulajdon nagy aránya és az exporttevékenység dominanciája következtében a kockázat kisebb volt, mint a többi szegmensben. A lakossági hitel-piac beindulását belépési korlátok is hátráltatták (pl. fejletlen fiókhálózat), amelyek leépítése idő- és költségigényes volt (Bethlendi-Bodnár, 2005).

A lakossági hitelezés feltételei a kilencvenes évek végére teremtődtek meg. A csúszó leértékelés időszakában az árfolyam sikeresen töltötte be a nominális horgony szerepét, így az infláció és a hosszú távú hozamok fokozatosan csökkentek, a nominális kamatok mérséklődése a keresletet élénkítette. Szintén növelte a háztartások hitelkeresletét, hogy a makrogazdasági stabilizáció és a meginduló gazdasági integráció következtében javult a lakosság jövedelmi pozíciója és hosszabb távú (permanens) jövedelmi várakozásai. Kínálati oldalon a nagyvállalati piac telítődésével a bankok a kockázatosabb, de várhatóan nagyobb jövedelmzőségeket biztosító lakossági hitelezés felé fordultak.

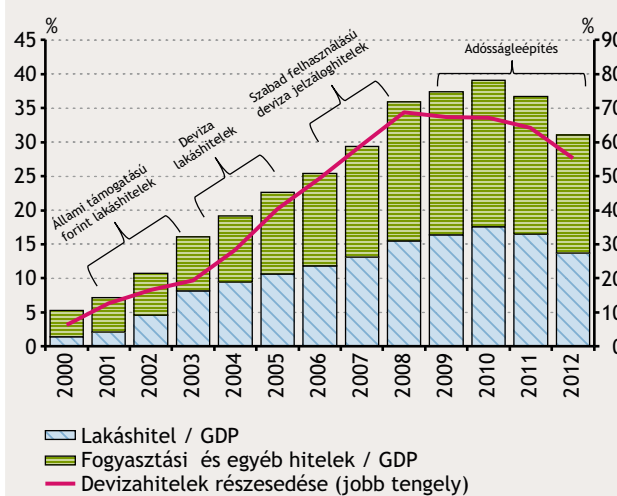
Először a fogyasztási hitelek kínálata nőtt meg, majd 2001-ben – az állami támogatású konstrukciók megjelenésével – a lakáshitelek piaca indult fejlődésnek. 2003 végén az állami támogatású lakáshitelek feltételei szigorodtak, mivel a költségvetés kamattámogatásokhoz kapcsolódó kiadásai gyorsan emelkedtek. Ezt követően is magas maradt viszont a háztartások olcsó hitelek iránti kereslete, kínálati oldalon pedig intenzív verseny indult, amely kedvezett a gépjármű-hitelezési piacon ekkor már jelen lévő devizahitelek elterjedésének (1. ábra).

A devizahitelek 2004-től kezdődő dinamikus bővülésében – ami a devizahitelezés első hullámának tekinthető – keresleti és kínálati tényezők egyaránt szerepet játszottak. A 2006-ban bejelentetett költségvetési egyensúly-javító intézkedések következtében a háztartások jövedelmi helyzete számottevően romlott. A reáljövedelmek csökkenéséhez a direkt és indirekt adók emelése, a szociális transzferek visszafogása és az egyéb vállalkozói jövedelmek lassabb növekedése együttesen járult hozzá. A reáljövedelmek csökkenéséből adódó fogyasztás-visszaesést a háztartások növekvő hitelfelvétellel igyekeztek elkerülni, ami a hitelezés és azon belül is – az alacsonyabb kamatokkal és így

1. ábra

A GDP-arányos háztartási hitelállomány alakulása és a devizahitelek részesedése

(2000–2012)



Forrás: MNB.

alacsonyabb törlesztőterhekkel jellemezhető – devizahitelezés következő hullámának kialakulásához vezetett 2007–2008 folyamán. A fogyasztás simítását segítette a szabad felhasználású jelzáloghitelek megjelenése is, az új kibocsátásokat ez a hiteltípus dominálta. A hitelezés további bővülését támogatta, hogy a globálisan is kedvező pénzügyi környezetben a pénzügyi közvetítőrendszer forrásellátottsága változatlanul bőséges volt.

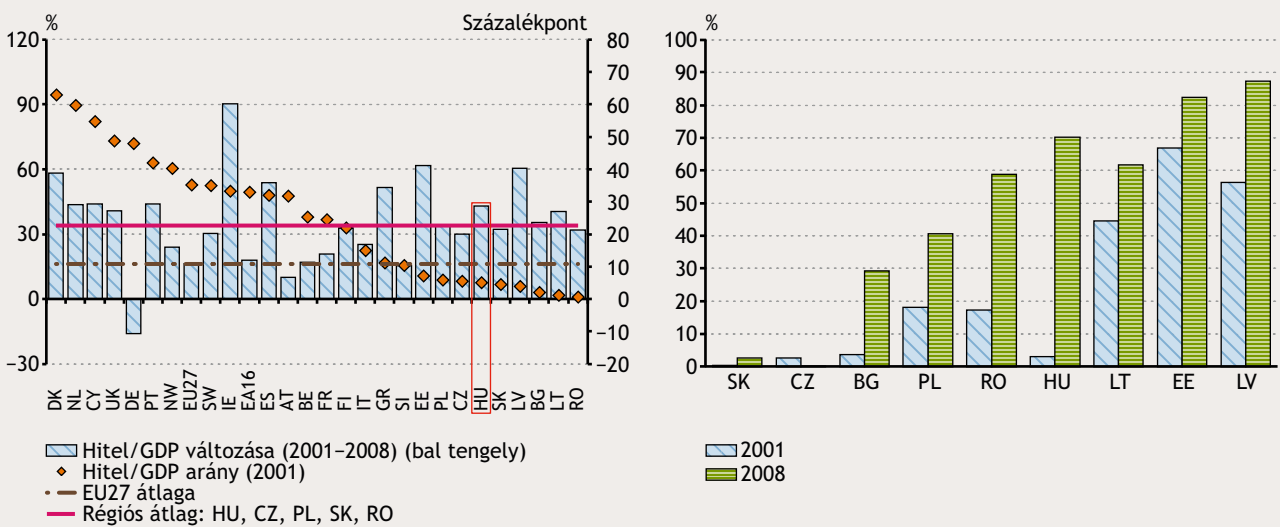
A magyar háztartások eladósodottsága a válság előtt nemzetközi összehasonlításban

A hazai háztartások válság előtti eladósodása a többi újonnan csatlakozó országhoz hasonlóan uniós viszonylatban jelentősnek tekinthető (2. ábra, bal panel). A felzárkózási folyamat részeként ezekben az országokban gyors hitelbővülés zajlott, így nem az eladósodottság szintje, hanem növekedési üteme volt jelentős európai összevetésben.

A gyors hitelbővülés azonban eltérő mértékben járt együtt a devizahitelek elterjedésével az újonnan csatlakozó országokban (2. ábra, jobb panel). A devizahitelek aránya és denominációja alapján három csoportba sorolhatók az újonnan csatlakozó országok. A balti országokban már korábban is jelentős szerepet játszott a devizahitelezés, így a vizsgált időszakban a kezdetben is magas devizahitel-arány emelkedett tovább némileg. Ezekben az országokban a devizahitelek szinte teljes mértékben euróban voltak denominálva (2008-ban Litvániában és Észtországban 98 százalék, Lettországon 97 százalék volt ez az arány). A második – jellemzőit tekintve vegyesebb – csoportba sorolható Magyarország mellett Románia, Lengyelország és Bulgária, ahol a

2. ábra

A háztartási szektor hitel/GDP arányának alakulása az Európai Unióban és a háztartási devizahitelek aránya a régióban



Forrás: Eurostat, MNB.

devizahitelek a hitelbővülés időszakában terjedtek el. Magyarországon és Lengyelországban a devizahitelek nagyrészt svájci frankban voltak denominálva (2008-ban 88 százalék, illetve 96 százalék), Romániában és Bulgáriában pedig nagyrészt euróban adósdottak el a háztartások (2008-ban 79 százalék, illetve 96 százalék). A harmadik csoportba tartozik Csehország és Szlovákia, ahol elhanyagolható a devizahitelezés jelenléte.

A devizahitelek elterjedését a vizsgált időszakban általánosan segítette a kedvező globális pénzügyi környezet és az ehhez társuló alacsony nemzetközi kamatkörnyezet. A felzárkózó országokba jelentős mértékben áramlottak külföldi források, ami szintén ösztönözte a devizahitelezést, mivel a bankok az árfolyamkockázat kerülése, illetve a nyitott devizapozíció esetén érvényes magas tőkekövetelmény miatt ösztönözve voltak a külföldi források devizában való kihelyezésére.

Több empirikus tanulmány foglalkozott annak a kérdésnek a vizsgálatával, hogy a közös külső kínálati feltételek ellenére miért tér el a háztartási devizahitelezés mintázata az egyes újonnan csatlakozó országokban. Az alábbiakban néhány főbb eredményt emelnék ki:

Kínálati hatások

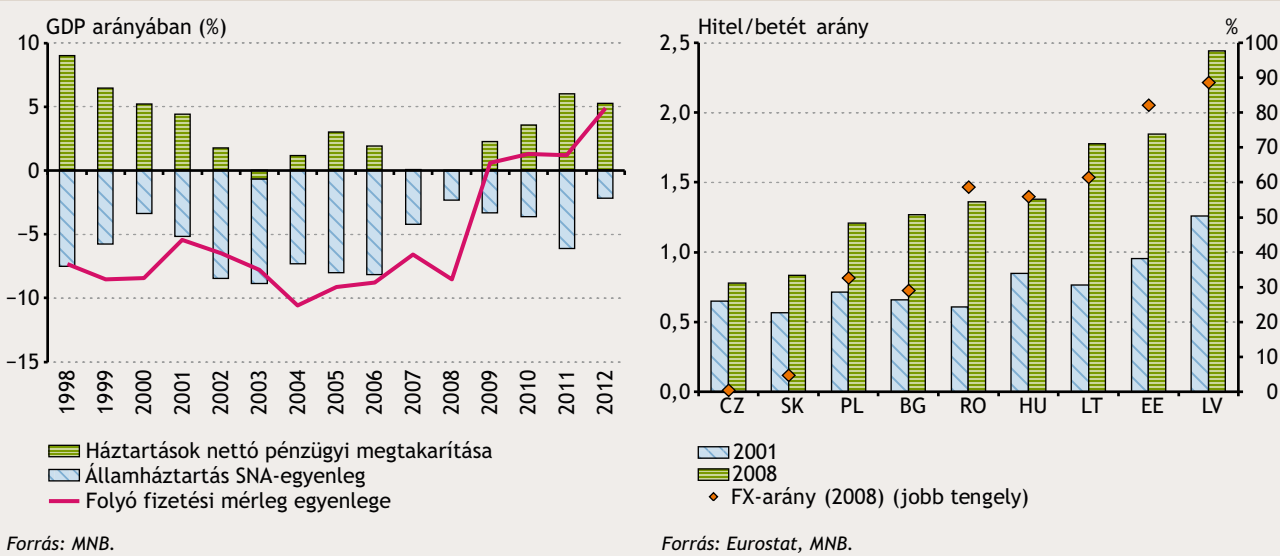
- A külföldi források elérhetősége hozzájárult a devizahitelezés elterjedéséhez (Basso et al., 2007) (3. ábra, bal

panel), a forrást kihelyező bankok tulajdonosi szerkezetének (külföldi vagy belföldi) hatása azonban nem volt szignifikáns – pl. Rosenberg–Tirpák (2008) panel regressziós modellel végzett becslései alapján.

- A finanszírozási struktúra és a devizahitelezés között erős korreláció figyelhető meg (Rosenberg–Tirpák, 2008). Azokban az országokban, ahol a hitelbővüléssel a hitel/betét arány jelentősen nőtt, jelentős mértékben finanszírozták a bankok külföldi forrásból a hiteleket, amelyeket devizában helyeztek ki, áthárítva ezzel az ügyfelekre az árfolyamkockázatot (pl. balti országok, Magyarország, Románia, Bulgária, Lengyelország). 2001 után az érdemben lazuló költségvetés a magánszektor megtakarításainak jelentős részét elszívta, és így hozzájárult ahhoz, hogy a bankszektor alapvetően külföldi forrásokból finanszírozza a belföldi hitelaktivitását (3. ábra, jobb panel).
- Az alacsony nemzetközi kamatkörnyezet szintén hozzájárult ahhoz, hogy a bankok a külföldi (anyabanki/piaci) forrásbevonás mellett döntöttek, miközben a kedvező globális pénzügyi hangulat növelte a kockázatvállalási hajlandóságot, általánosan enyhítve a hitelezési feltételeket.
- Az egyre intenzívebbé váló verseny miatt a belföldi piacon a marzsok mérséklődtek, így a profitabilitás megőrzéséhez a bankok a hitelvolumenek emelésére törekedtek.

3. ábra

Az államháztartás és a háztartások finanszírozási képessége, illetve a folyó fizetési mérleg egyenlegének alakulása, valamint a hitel/betét arány a kelet-közép-európai és a balti régióban



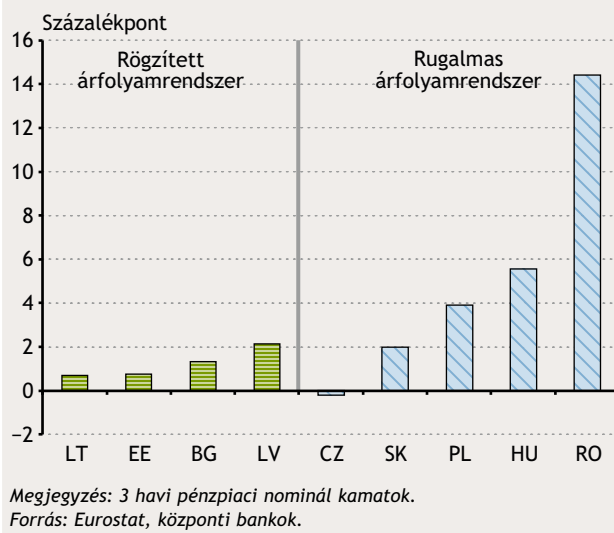
Keresleti hatások

- A külföldi és a hazai valuta közötti kamatkülönbözetnek jelentős szerepe van a devizahitelezés elterjedésében (pl. Basso et al., 2007; Rosenberg-Tirpák, 2008; Brzoza-Brzezina et al., 2010). A kamatkülönbözet a várt árfolyamváltozás mellett a kockázati prémium alakulását is tükrözi. Ennek következtében a gazdaságpolitikai környezet nagyobb változékonysága (pl. Románia), illetve tartósan laza fiskális politika (pl. Magyarország) hozzájárulhatott egyes országokban a jelentősebb kamatkülönbözet kialakulásához.
- A kamatkülönbözet jelentősége függhet az árfolyamrendszer hitelességétől. Rugalmas árfolyamrendszerben nagyobb, hiteles rögzített árfolyamrendszerben kisebb kamatkülönbözet is elegendő a devizahitel-kereslet megváltozásához (Rosenberg-Tirpák, 2008) (4. ábra).
- A háztartások árfolyamvárakozásai kialakításakor visszatekintően járnak el, így az árfolyam alacsony múltbeli változékonysága növelheti a devizahitelek iránti keresletet (Cuaresma et al., 2011). A hiteles rögzített árfolyamrendszer implicit árfolyamgarancia a lakosság számára (pl. balti országok). Lebegő árfolyamrendszerben, amennyiben a monetáris politika kerüli az árfolyamvolatilitást (*fear of floating*), az alacsony árfolyamvolatilitás és az ezzel járó volatilis belföldi kamatok következtében emelkedhet a háztartások devizahitel-kereslete (Basso et al., 2007) (pl. 2008-ig érvényben lévő árfolyamsáv Magyarország esetében).

4. ábra

Kamatkülönbötség az euróval szemben

(2001-2008 átlag)



- A háztartások középtávú jövedelemvárakozásai számottevően javultak az EU-ba való belépést követő években.

Intézményi feltételek

- Az adott ország intézményi adottságai, a pénzügyi piacok fejlettsége, a jogrendszer, a szabályozási környezet is nagyban befolyásolják a devizahitelek elterjedését.
- Csajbók et al. (2010) a hosszú távú fix kamatozású belföldi valutában denominált hitelek elérhetőségének fontos-

ságát hangsúlyozza.¹ Amennyiben csak változó kamatozású hitelek érhetőek el, az árfolyamvolatilitást kerülő monetáris politika és az ennek eredményeképpen kialakuló volatilis belföldi kamatok következtében megnövekedhet a devizahitelek iránti kereslet. Mivel a hosszú távú, fix kamatozású hitelek elérhetőségét a bankszektor számára rendelkezésre álló hosszú távú belföldi finanszírozás határozza meg, becslésükben ezt a tényezőt a helyi fedezettkötvény-piac jelenlétével közelítik.

- A szabályozási környezetet illetően vegyes a kép az újonnan csatlakozó országokban. Néhány országban már a válság előtt igyekeztek a devizahitelezést visszaszorítani, az ügyfelek alaposabb tájékoztatásának előírásán túl pl. 2007 végére Lengyelországban és Lettországon is szigorították a bankok devizahitel-kihelyezésének feltételeit, továbbá Lettország mellett Romániában a kockázati súlyozást és a devizakitettséghoz kötődő tartalékolási követelményeket is szigorították (Rosenberg-Tirpák, 2008).

A fenti általános szempontok mellett egyedi tényezők is befolyásolták az egyes országokban a devizahitelezés elterjedésének mértékét. Ahogy korábban említettük, Magyarországon az államilag támogatott lakáshitelek megszüntetése közvetetten hozzájárult a devizahitelezés elterjedéséhez, mivel a fennmaradó kereslet a devizahitelek felé fordult. Lengyelország esetében a szabad felhasználású jelzáloghitelek elterjedését szabályozás gátolta. Továbbá a monetáris politika nem kerülte az árfolyamvolatilitást a 2000-es években, így a 2002-2003 során bekövetkező közel 30 százalékos árfolyamgyengülés erősítette a háztartásokban az árfolyamkockázattal kapcsolatos tudatosságot, és hozzájárult a devizahitelek volumenének átmeneti csökkenéséhez (változatlanul bővülő háztartási hitelezés mellett). Romániában a devizahitelek mintegy 80 százaléka eurohitel volt, ami ellen részben természetes fedezettséget nyújthattott az eurozónában jelen lévő jelentős román migráns populáció által hazautalt jövedelem.

A devizahitelezés elterjedésének elméleti okai

A devizahitelezés elterjedésének elméleti okairól számos tanulmány született. A devizahitelezés tekinthető az irodalomban pénzügyi dollarizáció néven elterjedt jelenség hitelezési lábának. Az elnevezés onnan ered, hogy fejlődő országokban a privát szféra betétei és hitelei nagyrészt stabilabb és likvidebb külföldi valutában (jellemzően dollárban) vannak denominálva. Eichengreen-Hausmann (1999) „eredendő bűn” elmélete szerint a fejlődő országok nem képesek saját valutában külső forráshoz és/vagy hosszú távú belső forrásokhoz jutni. Ennek okai részben az adott ország intézményi, gazdaságpolitikai, részben pedig a globális pénzpiacok tökéletlenségeiben keresendők. Ezek a tényezők megjelennek a későbbi elméletekben is, melyek a kínálati mellett a keresleti tényezőkre is hangsúlyt fektetnek. Vagyis vizsgálják azt a kérdést, hogy miért vesz fel a vállalat vagy háztartás devizában hitelt. Ezen elméleteken belül három fő irányzat különíthető el, melyek a kockázatkerülő döntéshozók portfólióallokációjával, belföldi piaci kudarcokkal, illetve a belföldi intézmények minőségével és gazdaságpolitikai tökéletlenségekkel motiválják a dollarizáció elterjedését (Yeyati, 2006).

A portfóliómegközelítés szerint a kockázatkerülő rezidens befektetők az alábbi hasznosságfüggvényt maximalizálják:

$$\max_{x_j} U = E(r) - \text{Var}(r) / 2, \quad (1)$$

ahol $r = \sum_j x_j r_j$ a portfólió reál megtérülési rátája, amely portfólióban x_j arányban találhatóak a j valutában denominált eszközök. A helyi valutában denominált eszközök reál megtérülését az inflációs ráta változásai, míg a devizában denominált eszközökét a reálárfolyam nem várt ingadozásai befolyásolják. Amennyiben a fedezetlen kamatparitás elve teljesül, megmutatható, hogy a külföldi deviza részesedése az optimális befektetési portfólióból (minimum varianciájú portfólió):

$$mvp = \text{var}(\pi) / \text{cov}(\pi, e), \quad (2)$$

ahol π az inflációt, e pedig a nominál árfolyamot jelöli. A modell alapján tehát, amennyiben az infláció varianciája relatíve nagyobb a reálárfolyam ingadozásaihoz képest, a helyi valutában denominált eszközök kockázatosabbak, ami hozzájárul a dollarizáció kialakulásához.

¹ Csehországban és Szlovákiában a teljes időszakban, Magyarország esetében pedig 2001 és 2003 között voltak elérhetőek ilyen típusú hitelek.

A piaci kudarcok elmélete szerint a dollarizáció hátterében piaci tökéletlenségek és externáliák állnak, amelyek eredményeként a devizában denominált hitelek relatív olcsóbbak. Broda–Yeyati (2006) két lényeges feltevéssel él: egyrészt, hogy pozitív korreláció áll fenn a hitelfelvevők fizetéseképtelensége és a reálárfolyam leértékelődése között; másrészt pedig a hitelezők nem tökéletesen informáltak a felvett hitelek valuta-összetételéről. Ebben az esetben a hitelfelvevő egy $p \cdot R$ bruttó megtérülési rátájú projektbe fektet be (ahol p a belföldi árindex). Az időszak végi (hazai valuta / külföldi valuta) árfolyam $e \in \{e^a, e^f\}$, ahol $e^a < p(e^a) < 1 < p(e^a) < e^m$ és $\text{Prob}(e = e^a) = q$, ahol az aktuális ráta 1-re van normalizálva. Ebben az esetben a hitelfelvevő problémája az alábbi módon fejezhető ki (reálértéken):

$$\max_x \pi = \left(q / p(e^a) \right) * \left(p(e^a) R - (1 - \lambda) r_h - \lambda e^a r_k \right) \quad (3)$$

ahol λ a hitelfelvevő kötelezettségeinek devizaaránya, r_h a hazai valuta, r_k pedig a külföldi valuta kamatlába. A kifejezésből $\pi = \left(q / p(e^a) \right) s > 0$ adódik, ahol s az addicionális megtérülés, amelyet a hazai valutában hitelezők kérnek annak érdekében, hogy kompenzálják a hazai valutában denominált eszközeiken elszenvedett veszteségeket egy esetleges leértékelődés miatti fizetéseképtelenség esetén. Ekkor a hitelfelvevő a devizában való eladósodást választja ($\lambda = 1$). Összességében az adósok a relatív olcsóbb devizahiteleket választják. Ezen hitelek alacsonyabb árának oka pedig az, hogy fizetéseképtelenség esetén a devizában hitelezőket kisebb veszteség éri.

Az intézményi megközelítés szerint a helyi intézmények minősége hozzájárulhat a dollarizáció elterjedéséhez. A részleges dollarizálódást elősegítő intézményi tényezők egyike, hogy a fejlődő gazdaságok pénzügyi piacai nem elég mélyek, így a hosszú távra történő eladósodás csak külföldi valutában lehetséges. Ez azonban a források és eszközök lejáratú egyensúlytalanságát okozhatja, ami hirtelen leértékelődés esetén nagy veszteségeket jelent. Ebben a megközelítésben a dollarizáció az intézményrendszer minőségének járulékos költsége.

A LAKOSSÁGI ELADÓSODOTTSÁG ALAKULÁSA A VÁLSÁG ÓTA

A hitelezés bővülésének és ezen belül a devizahitelezés felfutásának a 2007–2008-ban kezdődő globális pénzügyi válság vetett véget. A háztartások hitelkereslete visszaesett, és megkezdődött az ún. mérlegkiigazítás folyamata. Ennek hátterében az állt, hogy a válság során a munkanélküliség gyorsan emelkedett, a bérezést a cégek visszafogták, a költségvetési egyensúly gyors javítását célul kitűző kormányzati intézkedések pedig szintén a lakossági jövedelmek mérséklődése irányába hatottak. A kedvezőtlen hosszabb távú jövedelmi kilátások következtében a háztartások hitelfelvételi magatartásában fordulat következett be: az óvatossági megfontolások előtérbe kerülésének következtében a fogyasztási kiadások visszaestek, és a megtakarítási hajlandóság általánosan erősödött.

Kínálati oldalon a válság során elkezdődő banki mérlegalkalmazkodással párhuzamban szűkült a globális likviditás, és ezen keresztül drágábbá vált a külföldi források refinanszírozása, valamint beszűkült a forrásszerzés. A meredek portfólióromlás következtében erősödött a kockázatkerülés. A devizahitelezés visszaszorítását támogatta a 2010 márciusától hatályos, a körültekintő hitelezésről szóló kormányrendelet, valamint az augusztusban életbe lépő deviza alapú jelzálog-hitelezés betiltásáról szóló törvény (Balás-Nagy, 2010).

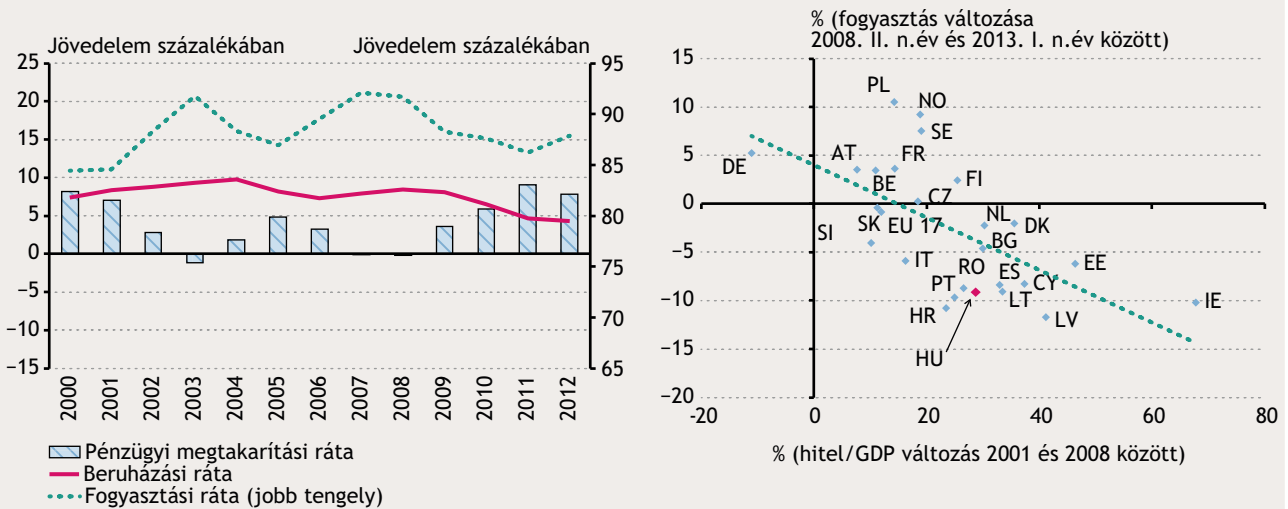
A háztartások főként a visszaeső hitelkereslet és kisebb részben a szigorodó hitelfeltételek miatt nettó hiteltörlesztőkkel váltak. Az alkalmazkodás gyorsan megindult, a fogyasztási ráta 2009-ben egy év leforgása alatt jelentősen csökkent, az elmúlt években gyakorlatilag stagnál. A háztartások a fogyasztási viselkedésükben tapasztaltnál fokozatosabban, de beruházási rátában is alkalmazkodtak (5. ábra, bal panel). A romló jövedelmi helyzet és a megnövekedett bizonytalanság következtében beruházásaikat elhalasztották, hogy mérlegkiigazításuk során a nettó megtakarításaik növelése mellett a már lecsökkent fogyasztásukat ne kelljen még tovább mérsékelniük rendelkezésre álló jövedelmük arányában.

Nemzetközi tapasztalatok alapján a mérlegkiigazítás során a fogyasztási kiadások csökkenése arányos a válságot megelőző évek hitelfelvételével. Magyarországon a fogyasztás válságot követő visszaesése a szintén nagymértékű háztartási devizaadóssággal jellemezhető balti országokéhoz volt hasonló (5. ábra, jobb panel).

A jelentősen eladósodott lakosság mérlegkiigazítása a válság óta tart. A szektor folyamatosan több hitelt törleszt, mint amennyit új hitel formájában felvesz. A magas árfolyam és kamatszintek azonban jelentősen lassítják a döntően svájci frankban eladósodott háztartások adósságának leépítését.

5. ábra

A háztartások jövedelemfelhasználása és mérlegalkalmazkodása



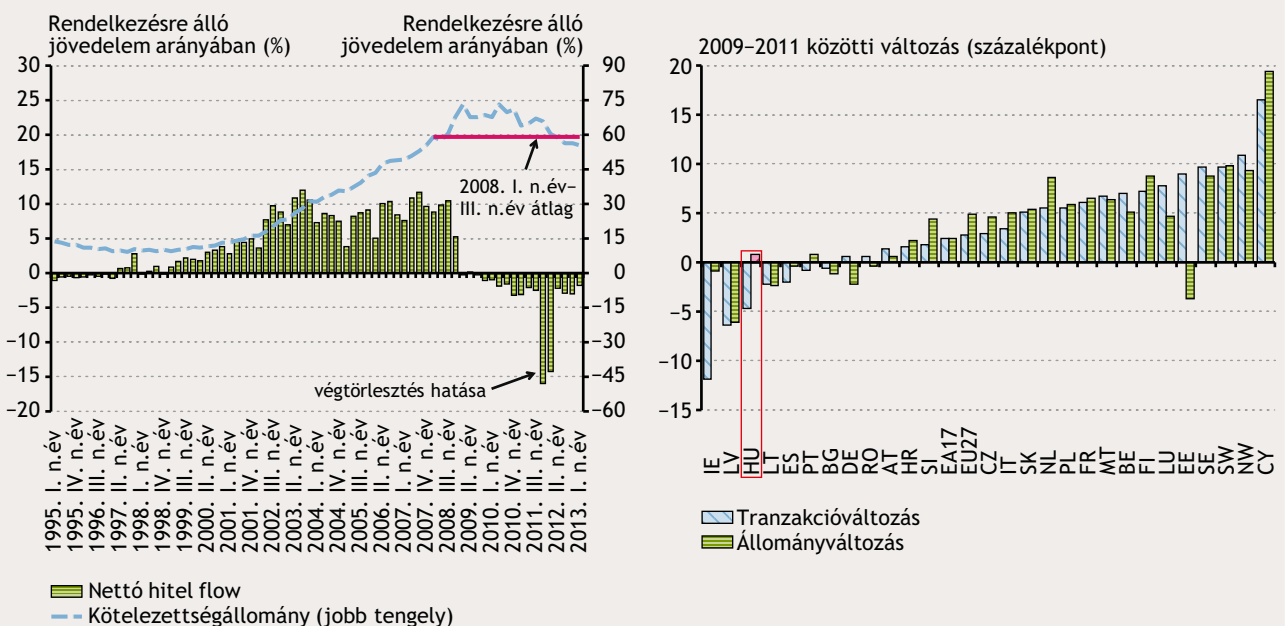
Forrás: Eurostat, MNB.

A válság során, illetve az azt követő időszakban a globális kockázatvállalási hajlandóság romlása, illetve az eurozóna periferiáján jelentkező adósságproblémák rendszeresen a svájci frank erősödésében jelentkeztek. A svájci frank mint menedékvaluta euróval szembeni további erősödését a svájci jegybank 2011. szeptemberi bejelentése gátolta meg, amely szerint a jegybank elkötelezte magát egy 1,20 EUR/CHF árfolyamkülösbsöt biztosító monetáris politika mellett.

A válság óta tapasztalt magas árfolyamszintek mellett a megemelkedett kamatok is növelték a lakosság törlesztési terheit. A válságot követően a svájci frank alapú jelzáloghitel kamata a forrás- és kockázati költségek emelkedése által indokolt szintnél magasabbra emelkedett (MNB, 2010). A lebegő árfolyamrendszerrel és jelentős lakossági deviza-hitel-állománnyal rendelkező kelet-közép-európai országokban (Lengyelország és Románia) a válságot követően végrehajtott eurozónabeli és svájci alapkamat-csökkentések

6. ábra

A rendelkezésre álló jövedelemarányos kötelezettségállomány, illetve a GDP-arányos hitel alakulása

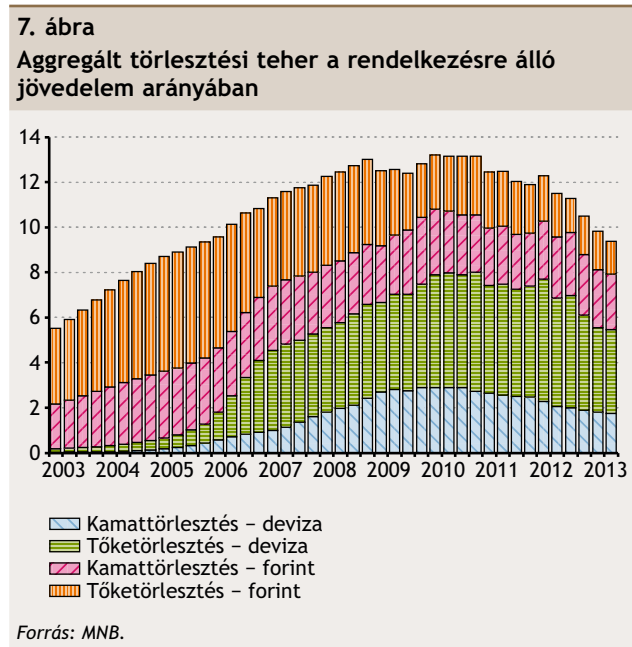


Forrás: Eurostat, MNB.

sokkal jobban érvényesültek. Lengyelországban – hasonlóan egyébként Litvániához és Lettországhoz – a devizahitelek ára referenciakamathoz kötött. A régióban az ügyfélkamatok Bulgáriában alakultak a hazaihoz hasonlóan, ahol szintén elterjedt a szabadon változtatható kamatozás. A magyar jelzáloghitelek a nyugat-európai országokkal összevetve szintén drágának számítanak, amelyek esetében az állományarányos profitmarzs szignifikánsan alacsonyabb a hazainál.

A rendelkezésre álló jövedelemmel arányos kötelezettség-állomány a magas árfolyam- és kamatszintek miatt 2008 óta magas szinten ragadt. A jövedelemarányos kötelezettség-állomány úgy csökkent a válság előtti szint alá 2012 végére, hogy közben lezajlott a végtörlesztési program, amely során a deviza jelzáloghitel-állomány 24,1 százalékkal csökkent (6. ábra, bal panel). Nemzetközi összehasonlításban is látható, hogy a GDP-arányos hitelállomány csökkenése – amely tartalmazza az átértékelődést – 2009 és 2011 között hazánk esetében elmarad a tranzakciók által indokolt szinttől (6. ábra, jobb panel).

A svájci frank erősödése és a magas hitelkamatok kedvezőtlen hatása a háztartások jövedelemarányos törlesztőterheinek magas szinten maradásában is jelentkezett (7. ábra).



MÉRLEGALKALMAZKODÁS – EMPIRIKUS BECSLÉS

A lakosság fentiekben bemutatott, válság óta tartó, erőteljes mérlegalkalmazkodását a szakirodalomban elterjedt

hibakorrekciós modellkeretben empirikusan is teszteltük. Endrész-Virág (2012) a lakossági hitelezést és fogyasztást modellezi. A modell alkalmas arra, hogy megvizsgálja, hat-e a hitelpiaci egyensúlytalanság a fogyasztásra, vagyis ha a lakosság túlzottan eladósodik, akkor ez visszafogja-e és milyen mértékben a fogyasztást.

A becslés két hosszú távú kapcsolatot fedez fel, amelyek szokványos formájú fogyasztási és hitelegenletnek felelnek meg. A rövid távú alkalmazkodásra azt találták, hogy amennyiben akár a fogyasztás, akár a hitelezés a hosszú távú egyensúlyi szintje felé kerül, azok csökkenése segít a saját egyensúlyuk visszaállításában. Ezzel egy időben a túlzott eladósodottságra a fogyasztás is csökkenéssel reagál. Vagyis a hitelpiaci egyensúlytalanság hatással van a fogyasztásra, ami a mérleghatások jelenlétét bizonyítja.

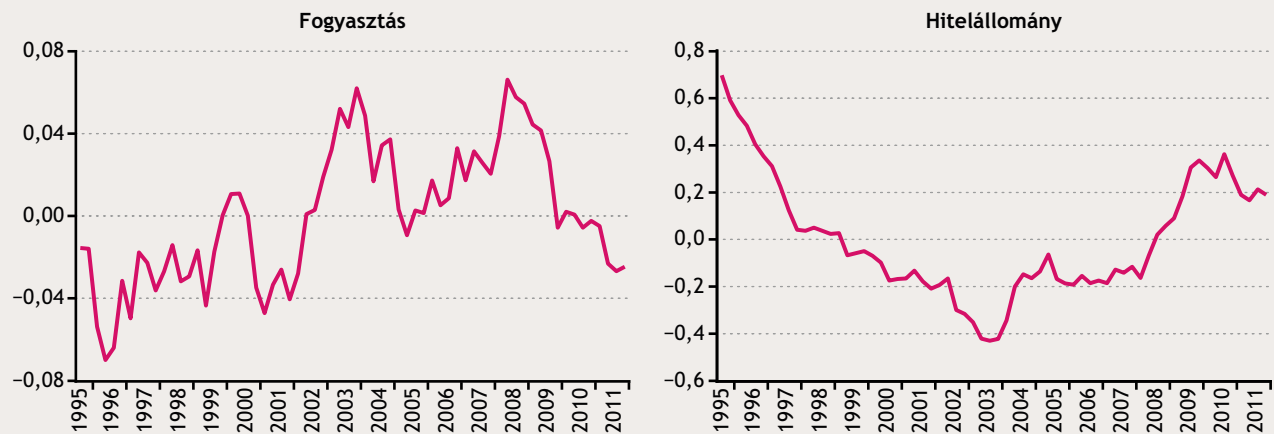
A válság kitörésekor a lakosságot egyszerre érte vagyoni, jövedelmi, árfolyam-, hitelköltségsokk, ami a korábban elfogadható mértékű eladósodottságot jelentősen a fundamentumok által megengedett egyensúlyi szint fölé emelte (8. ábra). A rés bizonyos időszakokban meghaladta az 50 százalékot – ennyivel volt magasabb a hitelállomány a lakosság jövedelmi, vagyoni helyzete és a hitelkamatok által indokolt szintnél. A fogyasztás már a válság előtti években is túlzott mértékű volt. A sokkok hatására még nagyobb lett a rés. A túlzott mértékű eladósodás és fogyasztás 2009-től indított be erőteljes alkalmazkodást: a lakosság kevesebbet kezdett fogyasztani, növelte megtakarításait, csökkentette hitelkeresletét.

A fogyasztás flow jellegéből adódóan viszonylag gyorsan tér vissza a modell által meghatározott hosszú távú egyensúlyi szinthez. 2009 végére a fogyasztásban már megtörtént a szükséges alkalmazkodás a hosszú távú fogyasztási egyenlet alapján. A hitelállomány azonban annak hosszabb lejáratára és állományjellege miatt lassabban képes alkalmazkodni. A hitelpiaci túllövés miatt a fogyasztás is tovább csökken, és távolodik saját egyensúlyától – most már negatív irányba. A csökkenő fogyasztás csökkenti a hitelkeresletet, ezzel gyorsítva a hitelállomány alkalmazkodását az egyensúlyi szintjéhez. A lakosság túlzott eladósodottságának mértéke az elmúlt években fokozatosan csökkent, ám az adósság jövedelmekhez mért szintje jelenleg is az egyensúlyi értéke felett alakulhat. Amíg az adósságszint kiigazítása be nem fejeződik, addig az aktuálisan növekvő reáljövedelmek mellett is a lakosság fogyasztási keresletében csak mérsékeltebb élénkülésre számíthatunk.

Össességében a becslés alátámasztja a lakossági fogyasztásban tapasztalt és gyanított erőteljes mérlegalkalmazkodást a válság idején.

8. ábra

A fogyasztás és a hitel eltérése a hosszú távú egyensúlyi szinttől



Forrás: MNB.

KÖVETKEZTETÉSEK

Elemzésünkben áttekintettük a hazai háztartások eladósodásának folyamatát és annak legfontosabb következményeit. Eredményeink alapján a hazai lakossági hitelezés a 2000-es évek eleje óta alacsony szintről nemzetközi összehasonlításban is erős növekedést mutatott. A bővülés kezdetben a forintbitelek piacán jelentkezett, majd 2004-től mind a fogyasztási, mind a lakáscélú hitelezésben egyre jelentősebbé vált a devizahitelek részaránya. A devizahitelezés bővülésének mértéke a válság előtt régiós összehasonlításban is magasnak mondható. Becsléseink szerint az eladósodás folyamata 2006–2007-ig egyensúlyi folyamatnak tekinthető, ám az ezt követő években a hitelállomány már meghaladhatta egyensúlyi értékét. Ehhez a reáljövedelmek csökkenése mellett a válság kitérését követően a devizában denominált hitelek is jelentős mértékben hozzájárultak. 2009 óta a lakossági viselkedést erős mérlegalkalmazkodási kényszer jellemezte. A háztartások tartósan nettó hiteltörlesztővé váltak, fokozatosan csökkentve adósságszintjüket. A devizában denominált hitelállomány átértékelődése miatt a mérlegalkalmazkodás elhúzódó folyamat, így a magas hitelállomány a továbbiakban is visszafoghatja a lakossági fogyasztás élénkülését.

FELHASZNÁLT IRODALOM

BALÁS T.–NAGY M. (2010): A devizahitelek átváltása forintbitelekre. *MNB-szemle*, október.

BASSO, H. S.–O. CALVO-GONZALES–M. JURGILAS (2007): Financial dollarization: The role of Banks and Interest Rates. *ECB Working Paper Series*, No. 748 (May). European Central Bank.

BETHLENDI A.–BODNÁR K. (2005): A hazai hitelpiac strukturális változásai. A hitelezési felmérés tapasztalatai. *Hitelintézeti Szemle*, 2005/3.

BRODA, C.–E. L. YEYATI (2006): Endogenous Deposit Dollarization. *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 38 (4) June, pp. 963–988.

BRZOZA-BRZEZINA, M.–T. CHMIELEWSKI–J. NIEDZWIEDZIŃSKA (2010): Substitution between domestic and foreign currency loans in Central Europe. Do central banks matter?. *ECB Working Paper Series*, 1187. European Central Bank.

CUARESMA, J. C.–J. FIDRMUC–M. HAKE (2011): Determinants of Foreign Currency Loans in CESEE Countries: A Meta-Analysis. *Focus on European Economic Integration*, issue 4, pp. 69–87. Oesterreichische Nationalbank.

CSAJBÓK, A.–A. HUDECZ, A.–B. TAMÁSI (2010): Foreign Currency Borrowing of Households in New Member States. *Opinion*, 87. Magyar Nemzeti Bank.

EICHENGREEN, B.–R. HAUSMANN (1999): Exchange Rates and Financial Fragility. *NBER Working Papers*, No. 7418 (November). National Bureau of Economic Research.

ENDRÉSZ M.–VIRÁG B. (2012): *Lakossági hitelezés és fogyasztás kapcsolata. Vizsgálatok egy Magyarországra becsült VECM modellel*. Kézirat. Magyar Nemzeti Bank.

MAGYAR NEMZETI BANK (2010): *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*, november.

ROSENBERG, C. B.–M. TIRPÁK (2008): Determinants of Foreign Currency Borrowing in the New Member States of the EU. *IMF Working Papers*, WP/08/173. International Monetary Fund.

YEYATI, E. L. (2006): Financial dollarization: evaluating the consequences. *Economic Policy*, vol. 21 (45), pp. 61–118, 01. CEPR & CES & MSH.