

Lakásár-ciklus és hitelezés

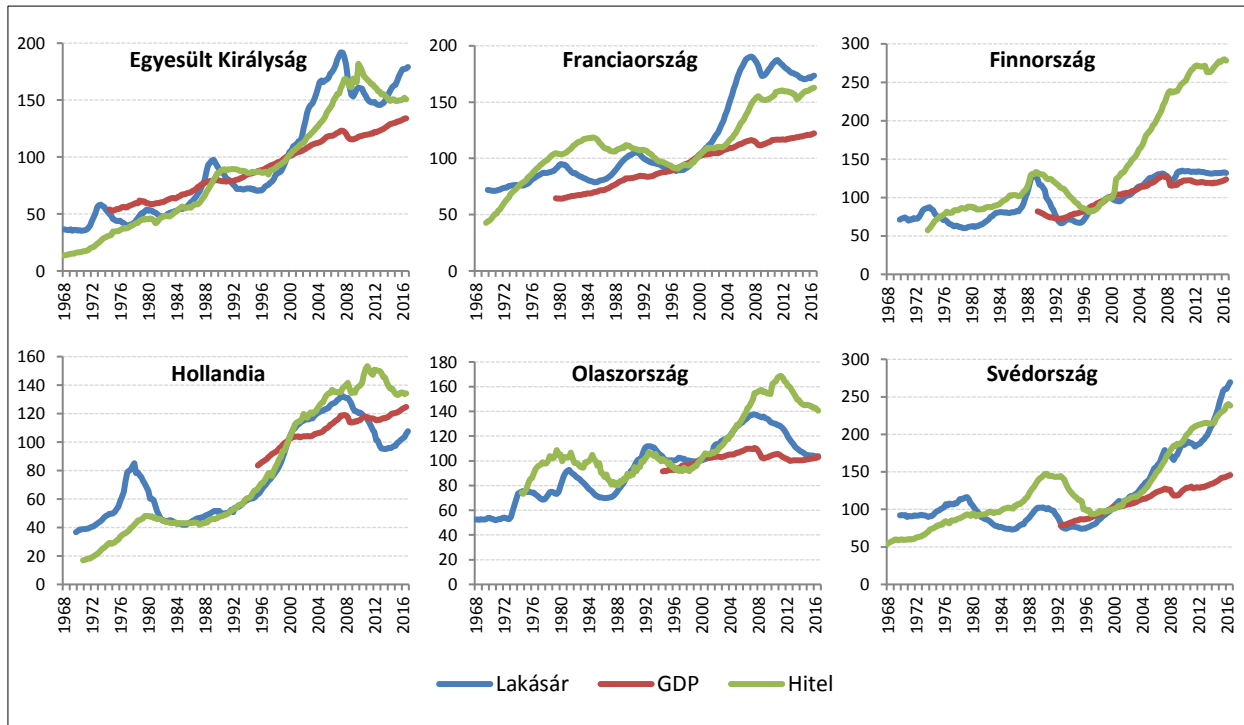
Az MNB 2016 októbere óta publikálja rendszeresen saját fejlesztésű lakásárindexét. A lakásárindex mintegy 27 évet átölelő időszora lehetőséget teremt arra, hogy Magyarország esetén is képet kapjunk a hazai lakásár-ciklusok hosszáról és a lakásárak ciklikus pozíciójáról. A lakáspiacot tipikusan hosszú ciklusok jellemzik, Magyarország esetében az eddigi megfigyelések alapján 10-15 év hosszúságú lakásár-ciklust feltételezhetünk. A lakásárakra vonatkozó aktuális ciklikus pozíció ismerete fontos információval szolgálhat pénzügyi stabilitási szempontból is, hiszen kiegészítő indikátorként segítheti az esetleges makroprudenciális beavatkozások megfelelő időzítését és célzottságát. Az MNB jelenlegi számítása szerint a hazai lakásárak a gazdasági fundamentumok által indokolt szint alatt tartózkodnak, az árak dinamikus emelkedése miatt a piac szoros nyomon követése azonban elengedhetetlen.

1. MILYEN HOSSZÚ EGY LAKÁSÁR-CIKLUS?

A lakásárak alakulását tanulmányozva megfigyelhetjük, hogy azok ingadozása, az ún. lakásár-ciklus viszonylag hosszú időszakon határozódik meg. Az MNB lakásárindex több mint negyedszázadot átölelő időszora lehetőséget teremt a magyar lakáspiac mélyebb elemzésére. **A megfigyelt magyar lakásár-ciklus 10-15 év hosszúságú** – lényegesen hosszabb tehát a 2-8 éves ún. üzleti ciklusnál, amely olyan makrogazdasági tényezők alakulását befolyásolja, mint a GDP, az infláció vagy a munkanélküliség. Ennél is érdekesebb, hogy nemzetközi mintán vizsgálva **a lakásárak a hitelezési folyamatokat megragadó pénzügyi ciklussal látszanak együtt mozogni.** Tehát a lakásárindex segíthet a pénzügyi ciklus pontosabb meghatározásában, mivel közvetlen kapcsolat köti össze a lakáshitelezéssel, és közvetetten a teljes hitelaggregátum több elemével is.

A magyar lakáspiacon 1990 óta még nem ment végbe két teljes ciklus, ezért érdemes más országok tapasztalatait is megvizsgálnunk: **a nemzetközi tapasztalatok szintén alátámasztják, hogy a lakásár-ciklusok lényegesen hosszabbak az üzleti ciklusoknál.** Számos [tanulmány](#) mutat rá, hogy a legtöbb OECD ország esetében tapasztalható a hosszú lakásár-ciklus jelensége. A megfigyelt növekedési és csökkenési periódusok 4 és 7 év körül szóródnak, ami [8 és 14 év közötti ciklushosszokat eredményez.](#)

1. ábra: Lakásárak, GDP és a teljes nem pénzügyi szektornak nyújtott banki hitelállomány hat OECD országban



Reál indexek, 2001q1=100. Forrás: Eurostat, BIS

Az 1. ábrán több OECD ország lakásár-ciklusát vehetjük össze az üzleti- és a pénzügyi ciklusaikkal 1968-tól kezdődő idősorokon. **Látható, hogy ezek az országok hasonlóan hosszú lakásár fellendüléseket és visszaeséseket tapasztalhattak meg.** Ugyanakkor a reál GDP alakulása más mintát követ: a GDP növekedésében közel sem tapasztalhatunk akkora ingadozást, mint amit a lakásár mutat, a recessziós időszakok pedig néhány negyedévig húzódnak – nem 4-7 évig, mint a lakásárak esetében.

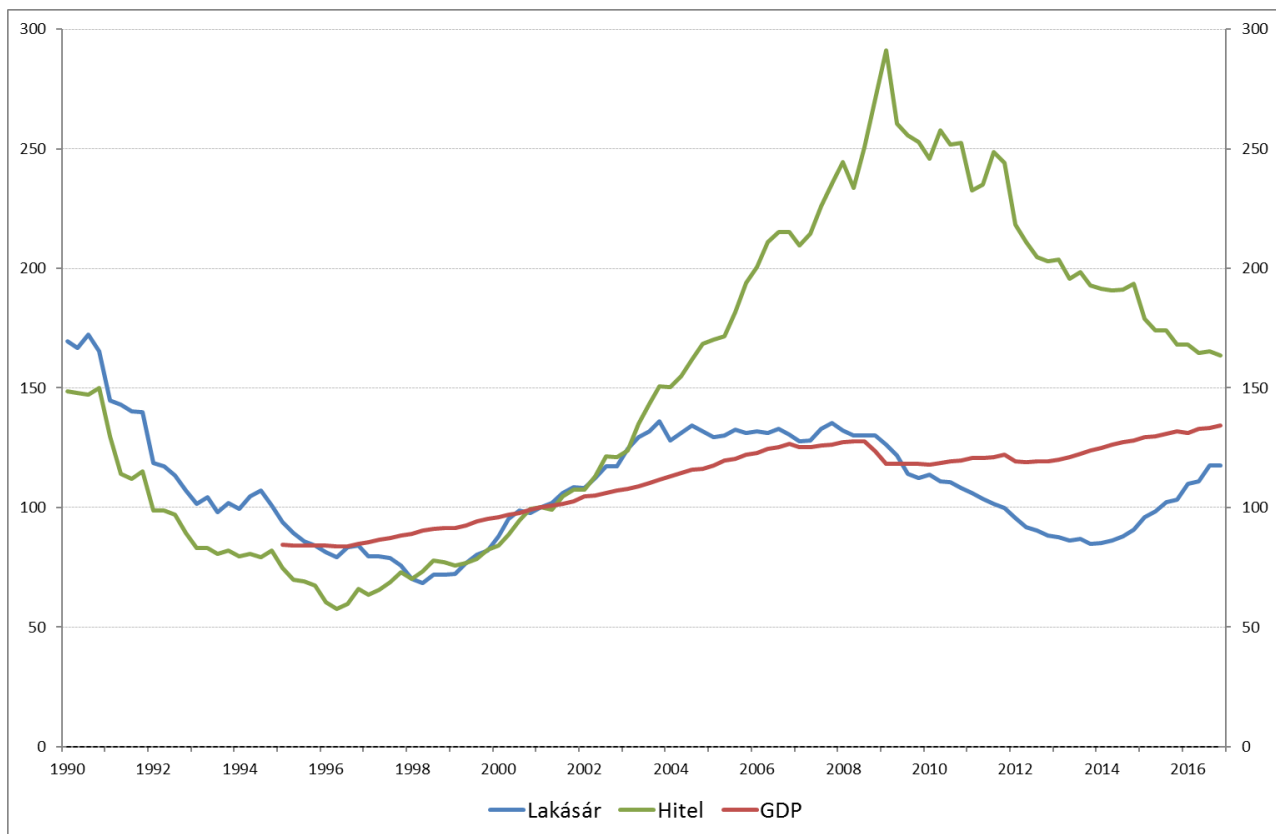
A nemzetközi adatok tanulmányozása során **szembeötlő a kapcsolat a pénzügyi- és a lakásár-ciklus alakulása között.** Az 1. ábrán zöld színnel a teljes nem pénzügyi szektornak (háztartásoknak és vállalatoknak) nyújtott banki hitelállományt láthatjuk. Látható, hogy a lakásárak és a hitelaggregátum hasonlóan hosszú ciklusokat írnak le, és az is szembeötlő, hogy jellemzően együtt mozognak a csökkenő és növekvő periódusok (az utolsó időszakban egyedül Finnország jelent ebben kivételt).

A megfigyelt adatok alapján az is látható, hogy az egyes országok lakásárindexei nem feltétlenül mozognak egymással szinkronban, az egyes nemzeti lakásár-ciklusok többnyire egymástól függetlenül határozódnak meg. Szembeötlő ez a 2008-as globális pénzügyi válságra adott reakciók esetében: Finnország és Svédország esetében elmaradt az ingatlan- és hitelpiaci

viSSzaesés, mivel ezek az országok a kilencvenes években már megtapasztaltak egy ingatlanbuborékhoz kapcsolódó pénzügyi válságot, így a válságot megelőzően jóval óvatosabban viszonyultak a jelzáloghitelezéshez.

A különbségek ellenére azonban látható, hogy a ciklus mindenütt hosszú. Nincs okunk feltételezni, hogy Magyarország kivétel lenne ez alól. A 2. ábrán ugyanezen idősorokat megfigyelhetjük a hazai indikátorok esetében is, és ugyanazon sémát fedezhetjük fel: a GDP-től eltérően a **lakásárindex és a hitelaggregátum egyaránt hosszú, együttmozgó, nagy amplitúdójú ciklust mutat.** Bár az idősor rövid volta miatt korai lenne törvényszerűségekre rámutatni, a tapasztalt séma azonban megfelel a nemzetközi tapasztalatok alapján vártnak.

2. ábra: Lakásár, GDP és a teljes nem pénzügyi szektornak nyújtott banki hitelállomány Magyarországon



Reál indexek, 2001q1=100. Forrás: MNB, KSH, BIS.

Összességében mind a nemzetközi, mind a magyar adatok elemzése arra utal, hogy a **lakáspiaci ciklus lényegesen hosszabb, mint az üzleti ciklus, és inkább a pénzügyi ciklussal látszik együtt mozogni.** Cikkünk következő pontjában rámutatunk ennek a kapcsolatnak a mozgatórugóira is.

2. A LAKÁSPIACOT ÉS A JELZÁLOGHITELEZÉST TÖBB CSATORNA IS ÖSSZEKÖTI

A lakáspiacot jellemző dinamikát magyarázhatjuk a pénzügyi ciklushoz fűződő kapcsolatának segítségével is. C. Reinhart és K. Rogoff „[This Time is Different](#)” című könyvében az elmúlt 800 év különböző országokban bekövetkezett pénzügyi válságait tanulmányozza, és rámutat, hogy **a különösen nagy gazdasági visszaeséssel járó bankválságok általában lakásár buborékok kialakulásához kötődve mentek végbe.**

Több tényező járulhat hozzá ehhez a lakásárakat a hitelezéssel összekötő kapcsolathoz:

- (1) A magasabb lakásár közvetlenül növeli meg az adott lakás megvételéhez szükséges jelzáloghitel összegét.** Ha az árnövekedés hatására a vásárlók nem módosítják lefelé minőségi igényeiket, kénytelenek több kölcsönt felvenni.
- (2) A megnövekedett lakásárak megnövelik a fennálló jelzáloghitelek mögött álló fedezet értékét,** melynek hatása egyrészt, hogy az így felszabaduló fedezetet a tulajdonosok újabb hitelek felvételére használhatják fel, másrészt, hogy a megnövekedett lakásvagyon kevésbé kockázatos adóssá teszi a lakástulajdonosokat.
- (3) A lakásár-ciklus csökkenő szakaszában azonban valamennyi jelzáloghitel kockázatosabbá válik,** így nem csak az új hitelek kínálatát fogja vissza a magasabb tőkeköltés, hanem a már meglévő hitelportfóliót is magasabb tőkekövetelmény jellemzi. Ezáltal a bankok tőkehiányossá válhatnak, ami a teljes hitelkínálat – tehát nem csak a jelzáloghitelek – visszaeséséhez vezet.

A másik irányból, a hitelezéstől a lakásárak felé mutató hatásokra is több csatorna azonosítható:

- (1) A hitelezési ciklus felfutásakor a verseny élénkülése a hitelezési korlátok lazítására készíti a bankokat, ami olcsóbbá teszi a hitelből történő lakásvásárlást.** A megnövekedett hitelkínálat a jelzáloghitelpiacon növeli a lakáskeresletet, így a lakásárakra is pozitív hatással lehet.
- (2) A hitelciklus csökkenő szakaszában a bankok tőkehiányossá válhatnak, amit a hitelkínálat visszafogásával kompenzálnak, ez megdrágítja a jelzáloghiteleket, ami árcsökkenést idéz elő a lakáspiacon.** A hitelkínálat visszaesése visszaveti a lakáskereslet azon részét, amely a vásárlást hitelfelvétel igénybe vétele mellett valósítaná meg. Ezáltal a lakásárak is csökkennek, ami a fedezetek értékének csökkenése által ráadásul még súlyosabbá teheti a problémás bankok tőkeigényét. Ennek a prociklikus viselkedésnek a káros következményeit leghatékonyabban a szabályozói közbeavatkozás tudja kezelni, a szabályozói eszközök közül pedig elsősorban a célzott makroprudenciális eszközök alkalmasak, melyekről cikkünk végén külön is szólunk.

A fenti hatások azonban nem érvényesülnek minden időszakban egyformán – mivel mindkét piacot befolyásolhatják a másik piactól független külső tényezők is. Ilyen lehet például a lakáspiacra a kínálati alkalmazkodás, tehát a lakásépítések számának növekedése. Erre jó példa a magyar lakásár- és hitelciklus egy speciális szakasza: 2004 eleje és 2008 vége közötti **időszakban a hitelezés dinamikusan növekedett, azonban reálértéken mérve a lakásárak esetében nem volt megfigyelhető hasonló dinamika.**

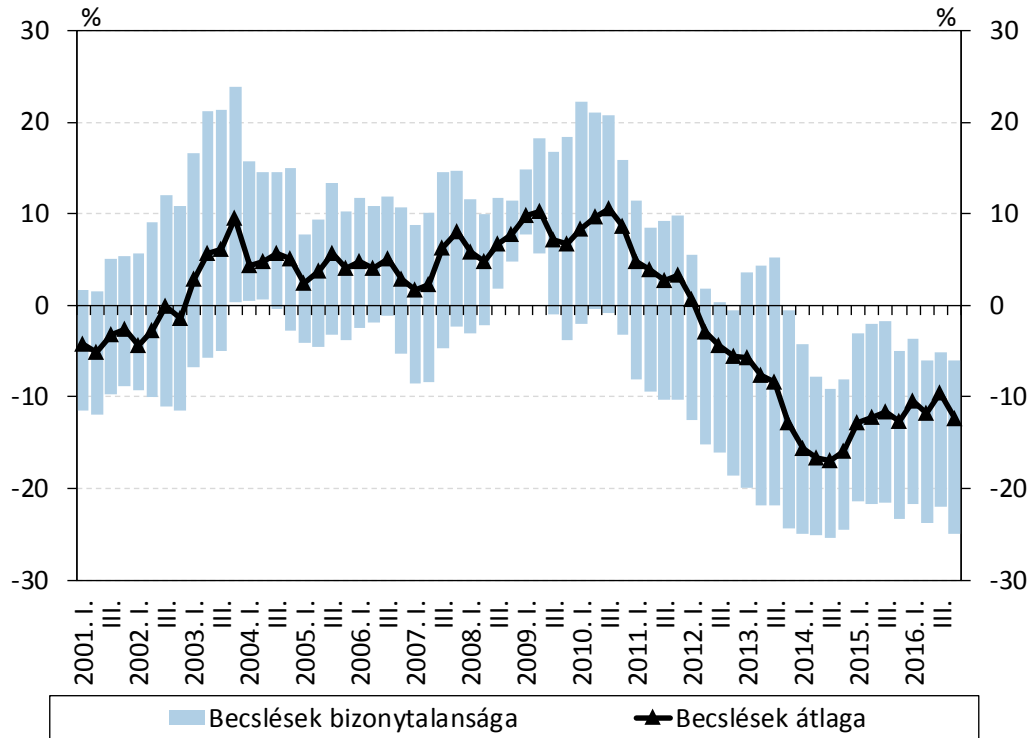
Ennek oka abban rejlik, hogy a lakáspiacra két ellentétes irányú hatás gyakorolt befolyást. **Egyrészt a hitelfelvételi korlátok jelentős enyhülése a reál lakásárak emelkedésének irányába hatott, ezt viszont komoly mértékben ellensúlyozta a nagyszámú lakásépítés** (2004 és 2008 között az új lakások évenkénti száma 40 ezer körül mozgott). Tehát azt látjuk, hogy **ebben az időszakban az élénkülő hitelezés – mind a hitelkereslet, mind a hitelkínálat oldalát tekintve – a lakásáremelkedés irányába hatott, azonban ezt a hatást ellensúlyozta a lakáspiac kínálati alkalmazkodása**, így – bár a kölcsönös egymásra hatás fennállt – a lakásár- és a hitelciklus látványos együttmozgása nem érvényesült.

3. A HAZAI LAKÁSÁRAK CIKLIKUS POZÍCIÓJÁNAK AZONOSÍTÁSA

A lakásárak ciklikus ingadozása és a lakáspiac összekapcsolódása a hitelezési folyamatokkal szükségessé teszi, hogy az MNB, mint makroprudenciális hatóság mérje és figyelemmel kísérje a hazai lakásárak esetleges túlzott mértékű emelkedését, vagy más szavakkal túlértékelttségét. **A lakásárak túlzott mértékű, a gazdaság fundamentumaitól** (pl. háztartások jövedelmi helyzete, lakáskínálat) **elszakadó emelkedése, majd hirtelen nagymértékű korrekciója súlyos pénzügyi stabilitási kockázatokkal járhat.** Ahogy feljebb kifejtettük, a nagymértékben visszaeső lakásárak ugyanis csökkentik a bankok jelzáloghitelei mögötti ingatlanfedezetek értékét, ami növeli a jelzáloghitelek esetleges bedőlésekor várható veszteséget (loss given default, LGD), és így rontja a bankrendszer jövedelmezőségét.

Az MNB a hazai lakásárak ciklikus pozíciójának, vagyis alul- vagy túlértékelttségének azonosítására [többféle számítási módszert alkalmaz](#). Az e módszerek mögötti intuíció szerint a lakásáraknak hosszú távon együtt kell mozognia a lakáspiacot meghatározó gazdasági fundamentumokkal, míg ha a lakásárak utóbbiaktól elszakadnak, akkor beszélhetünk alul- vagy felülértékelttségről. Az MNB a hazai lakásárak gazdasági fundamentumok által indokolt szintjétől való eltérésére legutóbb a [májusi Lakáspiaci jelentés](#) című kiadványában készített becslést, ami szerint 2016 év végén **a lakásárak országos átlagban még a makrogazdasági fundamentumok által indokolt szint alatt tartózkodtak**, pénzügyi stabilitási kockázatot nem jelentve ezzel (3. ábra).

3. ábra: A lakásárak eltérése a gazdasági fundamentumok által indokolt szinttől



Forrás: MNB.

4. ÖSSZEGZÉS

A lakásárak és a hitelezés – és ezzel együtt a pénzügyi rendszer egésze – között fennálló kapcsolat miatt tehát fontos a lakásár-ciklusok elemzése. A lakásárak túlértékeltisége különösen veszélyes lehet, ha a bankrendszer részéről túlzott kockázatvállalással, és túlhitelezéssel párosul. Mivel a lakásárak emelkedése és a hitelkiáramlás növelése számos ponton kapcsolódik egymáshoz, ezek egymást erősítő folyamattá válhatnak. Szükség esetén azonban az MNB makroprudenciális hatóságként több lehetséges eszközzel is mérsékelni tudja a kockázatokat: keresleti oldalról főként az [adósságfék szabályokkal](#), kínálati oldalról pedig [különböző, szavatoló tőkére ható előírással](#).

Az MNB a fenti okok miatt is szorosan figyelemmel követi a lakásárak alakulását. A lakáspiac ciklikus pozíciójának becslését az MNB a 2016 októberi [Lakáspiaci jelentésében](#) publikálta először, amit a félévente megjelenő kiadványban rendszeresen frissít. A magyar lakáspiacon egyelőre nem tapasztalható túlértékeltiség, azonban a tapasztalt jelentős áremelkedés mindenképp indokoltá teszi a piac szoros monitoringját. A lakásárak ciklikus pozíciójára az MNB legközelebb a november elején megjelenő Lakáspiaci jelentésében készít becslést.

A cikk szerkesztett formában a Portfolio.hu oldalon 2017. november 23-án jelent meg.