

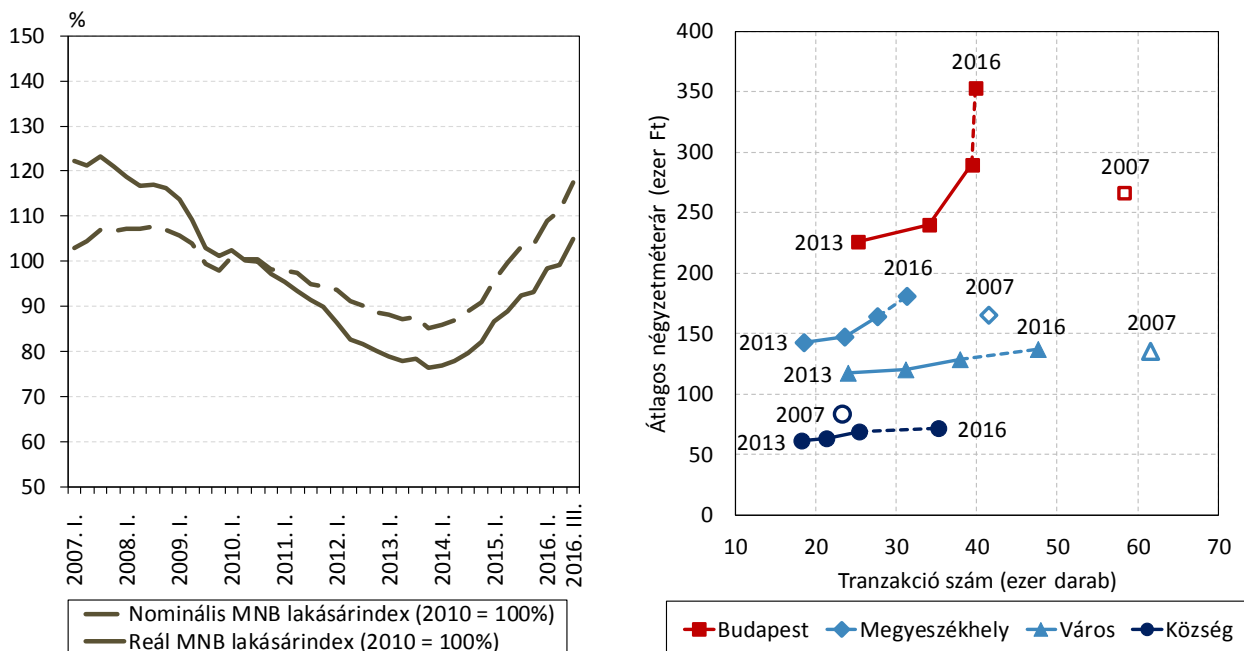
A lakáspiac stabilitását támogató makroprudenciális eszközök

A hitelből finanszírozott lakásárbuborékok különösen veszélyeztetik a pénzügyi rendszer stabilitását. Nemzetközi tapasztalatok szerint azok a gazdasági válságok a leghosszabbak és a legsúlyosabbak, amelyeket hitelből finanszírozott ingatlanárbuborék előz meg. Az MNB ezért folyamatosan nyomon követi a magyar lakáspiaci változásokat. Az utóbbi évek dinamikus lakásáremelkedése ellenére egyelőre nem észlelhetők árbuborék jelei. Szükség esetén az MNB, mint a magyar makroprudenciális hatóság több eszközzel is képes megfékezni a lakásárbuborékokat fújó túlzott hitelezést.

1. RÉGEN LÁTOTT MÉRTÉKŰ LAKÁSÁREMELKEDÉS

A nominális lakásárak az elmúlt három évben tapasztalt gyors emelkedés után 2016 folyamán már a válság előtt jellemző értékeket is elérték. Az áremelkedést a lakáspiaci forgalom alacsony szintről induló bővülése is kísérte. A folyamat a használt lakásokra, földrajzilag pedig Budapestre és néhány nagyvárosra koncentrálódott. Az MNB lakásárindex Budapesten 50 százalékot meghaladó mértékben nőtt 2014 és 2016 első negyedévei között nominálisan és reálértelmeben egyaránt. Hasonló dinamika érvényesült a fővárosi négyzetméterárakban is, miközben a tranzakciók ütemes bővülése legújabbban már csak vidéken figyelhető meg.

1. ábra: Lakáspiaci árak és tranzakciók alakulása országosan és településtípusonként



Megjegyzés: A jobboldali ábra csak használt lakásokra vonatkozik. A 2016-os éves értékeket az első három negyedév adatai alapján becsültük.

Forrás: KSH, MNB.

2. A LAKÁSÁRAK HAJLAMOSAK A VESZÉLYES BUBORÉKOSODÁSRA

A lakásárak dinamikájára az MNB kiemelt figyelmet fordít, mert a lakásár-buborékok különösen veszélyesek a pénzügyi stabilitásra. Árbuborék akkor keletkezik, amikor az ár tartósan és jelentős mértékben meghaladja az adott termék által biztosított jövőbeli pénzbeli és egyéb hasznok jelenértékét. Ez utóbbit fundamentumértéknek nevezik, ami arra utal, hogy piaci súrlódások hiányában ez az a reális haszon, ami a termék birtoklásából származik.

Az árbuborék tehát egy jelentős mértékű pozitív félrearázás, ami számottevően torzíthatja a termelési és fogyasztási viszonyokat, valamint a pénzügyi közvetítést is. A túlfűtött lakásárak felértékelik a háztartások vagyonát, ami a megtakarítások csökkenését és a fogyasztás növelését váltja ki. Később az árak korrekciója ellentétes hatással jár. Mindez jelentős jóléti veszteséget okoz a háztartásoknak a fogyasztás túlzott ingadozása miatt. Az árbuborék hatására továbbá túl nagy befektetések áramlanak a lakásokba, és új lakások is túl nagy számban épülnek.

A lakásár-buborék akkor válik különösen ártalmassá, amikor a lakásokat már jelentős mértékben hitelből vásárolják meg. Ilyenkor az a veszély fenyeget, hogy a fenntartható szintet meghaladó értékű lakások megvásárlásához szükséges nagy összegű hiteleket az adósok már jövedelmi helyzetük kisebb romlása esetén sem képesek rendszeresen törleszteni.

Ráadásul a piaci árak idővel mindig visszakorrigálnak a fundamentumértékek közelébe, és ezzel a hitelek mögötti ingatlanfedezetek is leértékelődnek. Vagyis nem csak az adósoknak lesznek adósságproblémáik, hanem a hitelező bankok is súlyos veszteségeket szenvednek el. Gyakran akkorakat, ami a pénzügyi közvetítés számottevő akadozásaival is jár. Mindez együtt jelentős tovagyrúzó reálgazdasági veszteségeket okoz. A nemzetközi tapasztalatok azt mutatják, hogy azok a gazdasági válságok a leghosszabbak és a legsúlyosabbak, amelyeket hitelből finanszírozott ingatlanár-buborék előz meg.

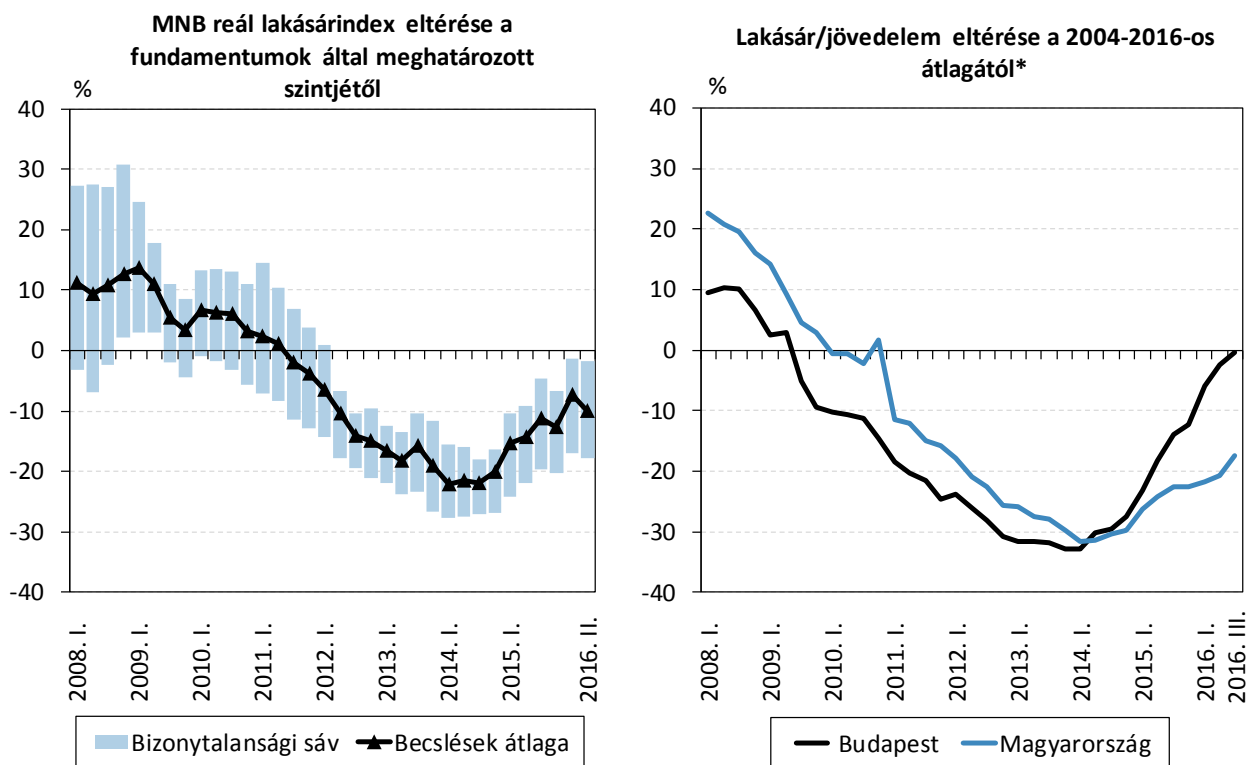
Válságot okozó árbuborék kialakulására lakások esetében három speciális körülmény miatt van nagyobb esély.

- A lakáspiaci árak gyakrabban szakadnak el a fundamentumértékektől rövidebb időre, amiből könnyebben alakulhat ki tartós és jelentős túlértékeltség, vagyis árbuborék. Ennek számos oka ismert: a lakáspiacon decentralizált kereskedés folyik sok, nem elég jól informált szereplővel, a rövidre eladás (short selling) lehetősége erősen korlátozott, magasak a tranzakciós költségek, az új lakások építése időigényes.
- A lakások vásárlása normál körülmények között is jelentős részben hitelből történik, hiszen a rendszeres jövedelmekhez képest jóval nagyobb pénzösszegre van szükség hozzá. A fedezetül szolgáló lakásokra felvett jelzáloghitelek mértéke és a lakásárak emelkedése ezért könnyen egymást erősítő folyamattá válhat.
- A lakások képezik a háztartások vagyonának nagy részét, különösen Magyarországon. Ezen kívül a jelzáloghitelek adják a bankok eszközeinek jelentős hányadát. Az építőipar pedig számottevő mértékben járul hozzá a GDP-hez, és még nagyobb arányban a foglalkoztatáshoz.

3. EGYELŐRE NINCS EUFÓRIAKÖZELI ÁLLAPOT

A jelentős közelmúltbeli áremelkedés ellenére egyelőre sem országosan, sem Budapesten nem látszanak lakásár-buborék jelei. Mivel a fundamentumérték a jövőbeli hasznok jelenértéke, az árbuborékot nem lehet közvetlenül megfigyelni. Az MNB országos reál lakásárindexéhez tartozó fundamentumértékek becslései szerint a reál lakásárak 2016 első félévében még mindig a fenntartható szint alatt voltak. Hasonló becslés Budapestre egyelőre nem áll rendelkezésre, itt a lakásáraknak a nettó jövedelmekhez mért aránya használható a ciklikus pozíció indikátoraként. 2016-ban a mutató budapesti értéke annak hosszú távú átlaga körül alakult, vagyis nem utalt fővárosi lakásár-buborékra.

2. ábra: Az MNB reál lakásárindex eltérése a fundamentumok által meghatározott szintjétől és a Lakásár/jövedelem eltérése a 2004-2016-os átlagától



Megjegyzés: *A nominális MNB lakásárindexet és az átlagos nettó bérjévedelmek indexét felhasználva (mindkét esetben 2003 I. = 100%).

Forrás: KSH, MNB.

4. A JÖVŐBEN TÖBBFÉLE BEAVATKOZÁSRA LEHET SZÜKSÉG

Az MNB makroprudenciális hatóságként a pénzügyi stabilitás fenntartásáért felelős. Mivel a lakásár-buborékok a túlzott mértékű hitelezés gerjesztésével veszélyeztetik a pénzügyi stabilitást, az MNB a lakásár-buborékokkal kapcsolatban a hitelezés ciklikus ingadozásait mérsékli

makroprudenciális eszközökkel. Lakáspiaci és hitelezési eufória idején korlátozza a túlzott hitelkiáramlást, válságok és pénzügyi stresszhelyzetek idején pedig segíti a hitelezési aktivitás fenntartását. Nemzetközi tapasztalatok szerint a makroprudenciális eszközök hatásosan gátolják a túlzott hitelezést, a mögöttes lakásárbuborékot ugyanakkor nem mindig képesek eltüntetni.

A pénzügyi instabilitáson kívüli egyéb káros következmények megelőzése és mérséklése érdekében ezért fiskális politikai eszközöket is érdemes bevetni. A nemzetközi példák alapján bizonyos lakástranzakciók, egyes tőkejövedelmek és az ingatlanvagyon intenzívebb adóztatása, valamint a lakáscélú támogatások csökkentése lehet hatékony. Ezen kívül a monetáris kondíciók szigorításával a monetáris politika is képes a lakásárbuborékot tápláló túlzott hitelezést drágítani. Ez azonban az előzőeknél kevésbé célzott beavatkozás, hiszen nem csak a lakáscélú hitelezést és a lakáspiacot érinti. Ráadásul nem is eléggé hatásos, mert a pár százalékponttal magasabb hitelkamatok kevésbé képesek mérsékelni a lakásárbuborékok idején jellemző túlzott optimizmust.

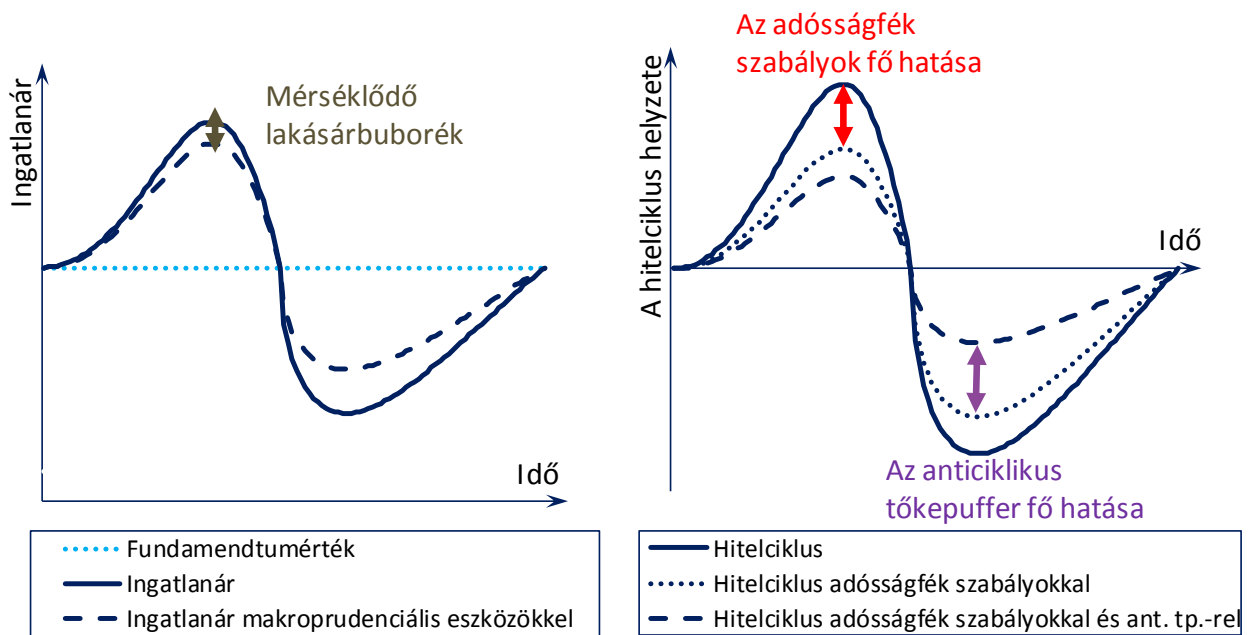
5. AZ MNB A BUBORÉKOT FÚJÓ TÚLZOTT HITELEZÉST TUDJA GÁTOLNI

Az MNB a hitelciklus tompítására jelenleg a makroprudenciális eszközök két csoportját [használhatja](#).

- **Adósságfék szabályok.** Az MNB 2015 elejétől megkövetelt adósságfék szabályai az egyes háztartások által felvehető hitelösszeget a fedezet értékének arányában, a vállalható törlesztőrészletet pedig a jövedelem arányában korlátozzák. A szabályok védik a hitelfelvevőt a jövőbeli adósságproblémáktól, a hitelezőt pedig a nemteljesítő hiteleken elszenvedett veszteségektől.
- **Többlettőke-követelmények.** Az MNB 2016 elején vette alkalmazásba az **anticiklikus tőkepuffert**. Ez egy változtatható mértékű tőkekövetelmény, amit minden bank azonos előírás szerint köteles teljesíteni. Az MNB a túlzott hitelezés kiterjedésével párhuzamosan egyre nagyobb anticiklikus tőkepuffert rendel el. Ez a tőketartalék elsősorban a túlzott hitelezés miatt később, egy pénzügyi stresszhelyzetben keletkező banki veszteségek fedezését segíti. Ebbe a csoportba tartozik még két eszköz, amik hatásukat tekintve többlettőke-követelményeknek tekinthetők. Ezek a bankok ingatlanl fedezett kitétségeinek kockázati súlyait és nemteljesítéskori veszteségrátáit szabályozó előírások szigorítását jelentik. Ezt a két eszközt az MNB jelenleg nem alkalmazza, de szükség esetén megteheti.

Az adósságfék szabályok tehát a túlzott háztartási hitelezést korlátozzák, míg az anticiklikus tőkepuffer a túlzott hitelezés káros következményeit képes tompítani.

3. ábra: Az adósságfék szabályok és az anticiklikus tőkepuffer hatása



Az MNB a makroprudenciális eszközeinek értékelésére 2016 októberétől évente [Makroprudenciális jelentést](#) tesz közzé. Mivel jelenleg sem komolyabb árbuborékok, sem pedig túlzott hitelezés jelei nem tapasztalhatók, az adósságfék szabályok eddig érdemben nem korlátozták a hitelezést. Ugyanezért az MNB nem követelte meg anticiklikus tőkepuffer megképzését sem. Az eszközök aktuális jelentősége az, hogy időben bevezetésre kerültek. Így egy jövőbeli esetleges hitelezési túlfűtöttség kezdetén már gyorsan és hatásosan lehet alkalmazni őket, amit a piaci szereplők már most beépítettek a várakozásaikba.

„Szerkesztett formában megjelent a [Portfólió.hu](#) oldalon 2017. március 1-én.”