

## A háztartási megtakarítások szerepe a gazdaságok stabilitásában és növekedésében

*Palócz Éva – Matheika Zoltán*

### *1. Bevezetés*

Sajátos kettősség jellemzi a háztartások megtakarításainak közgazdasági és gazdaságpolitikai megítélését. A lakossági megtakarítások egyfelől kiemelkedő szerepet játszanak a nemzetgazdaságok beruházásainak finanszírozásában és külső pénzügyi egyensúlyában. Ugyanakkor a háztartások fogyasztása minden országban döntő mértékben befolyásolja a GDP növekedését, mivel a GDP felhasználási oldalának legnagyobb komponense. S mivel a háztartások megtakarítása a rendelkezésre álló jövedelemből a fogyasztásra költött összegek után fennmaradó rész, nagyobb fogyasztás kisebb megtakarítást jelent. Azaz, adott jövedelemből magas lakossági pénzügyi megtakarítás kisebb fogyasztást (GDP-t), de jobb pénzügyi egyensúlyt, ezzel szemben alacsony megtakarítás több fogyasztást, de nagyobb külső pénzügyi sebezhetőséget eredményez.

A gazdaságpolitikák e dilemmák között próbálnak egyensúlyozni – mint tanulmányunkban látni fogjuk – viszonylag kevés sikerrel.

A 2008. évi nemzetközi pénzügyi válság máig tartó súlyos pénzügyi sokkot és egyensúlytalanságot okozott a világban. A válságnak az államadósságokra gyakorolt negatív hatásai és azok kezelési lehetőségei nagy teret foglalnak el a szakirodalomban, és az amerikai és az európai gazdaságpolitikának is a középpontjában áll.

Viszonylag kevesebb szó esik a háztartások megtakarítói magatartásáról a válság előtt, illetve annak pénzügyi és reálgazdasági következményeiről a válság után. Az ingatlanbuborék mint a válság egyik közvetlen előidézője, majd az ingatlanpiac összeomlása széles körben elemzett téma. A háztartások pénzügyi megtakarításainak globális csökkenése és a válság előtti eladósodása azonban legalább ennyire fontos tényező, amely az európai gazdaságok növekedési kilátásait mind a mai napig rontja.

Tanulmányunk *2. fejezetében* a háztartások megtakarítási hajlandóságával foglalkozó fontosabb elméleteket és statisztikai definíciókat mutatjuk be röviden. A *3. és 4. fejezet* a válság előtti lakossági megtakarítási tendenciákat

mutatja be az Európai Unióban, különös tekintettel az egyes országok, országcsoporthoz közötti jelentős különbségekre. Az 5. fejezetben a magyarországi háztartások megtakarítási folyamatait elemezzük.

## 2. A háztartások megtakarításait befolyásoló tényezők a szakirodalomban<sup>1</sup>

A háztartások megtakarításait befolyásoló tényezőkkel számos elmélet foglalkozik. Ezek különböző időtávon és különböző dimenzióban vizsgálják a háztartások fogyasztói és megtakarítási motivációit, valamint nemzetgazdasági összefüggéseit.

Friedmann *permanens jövedelem hipotézise* (*permanent income hypothesis*) (Friedmann 1957), illetve Modigliani *életciklus hipotézise* (*lifecycle hypothesis*) (Modigliani 1986), az a két elmélet, amely a háztartások megtakarítási hajlandóságának elemzésére mind a mai napig nagy hatással volt, s amelyre a legtöbb elmélet valamilyen formában támaszkodik. Mindkét elmélet azt feltételezi, hogy a háztartások fogyasztási kiadásait és megtakarításait hosszú távú jövedelmi várakozásaikhoz igazítják.

Az *életciklus hipotézis* szerint a háztartások fogyasztási kiadásait különböző életciklusuk között kiegyenlíteni igyekeznek. Az egyes generációk ennek megfelelően eltérő megtakarítási magatartást mutatnak. A fiatal háztartások megtakarítási rátája alacsony, illetve negatív, mivel a viszonylag alacsony jövedelemhez relatíve magas kiadások járnak (lakásvásárlás, gyermeknevelés). A középkorú generáció, amely már viszonylag magasabb jövedelemmel rendelkezik, bevételeinek nagyobb arányát takarítja meg, többek között már az inaktív korra való felkészülés jegyében is, amikor is korábbi megtakarításait éli fel. Több tanulmány is megkísérelte verifikálni az elméletet, jórészt a lakosság demográfiai eloszlása és a megtakarítások nagysága közötti összefüggést vizsgálva, de az eredmény nem volt egyértelmű. Nemcsak az örökségelhagyás motivációja miatt, amely nyugdíjas korban csökkenti a vagyonszerzés mértékét, hanem a szociális rendszerek különbözősége (az idősekről való gondoskodás eltérő mértéke) miatt is. Mindazonáltal az elmélet nagy hatással volt az egyéb, megtakarításokkal foglalkozó tanulmányokra.

A *permanens jövedelem hipotézis* szerint a megtakarítási hajlandóságot nemcsak az aktuális jövedelem, hanem a hosszú távú jövedelmi várakozások is befolyásolják, mivel a háztartások hosszú távú fogyasztásukat simítani

<sup>1</sup> Az írás alapjául szolgáló kutatást az Országos Tudományos Kutatási Alapprogramok – OTKA 105660-K számú kutatási pályázata támogatta.

igyekeznek. Jövedelememelkedés esetén a háztartások nem növelik fogyasztási kiadásait – legalábbis átmenetileg – azzal azonos mértékben: a megtakarítási határhajlandóság nő. Ha pedig a jövedelmük valamilyen oknál fogva hirtelen csökken, bizonyos ideig erre megtakarításaik csökkentésével, sőt akár felélésével reagálnak. Hogy valójában milyen mértékben nő a megtakarítási vagy a fogyasztási határhajlandóság, attól függ, mennyire tartósnak ítélik a háztartások jövedelmi viszonyaik változását.

A Friedmann-féle permanens jövedelem hipotézis annyiban különbözik a keynes-i megtakarítási, illetve fogyasztási határhajlandósági elmélettől, hogy Friedmann a permanens jövedelem alapjának a teljes vagyont tekinti (ideértve a fizikai és szellemi vagyont egyaránt). Eszerint a megtakarítási ráta a vagyon jelenlegi és jövőbeni várható reálértékén alapul.

Az utóbbi gondolat lényegében már a vagyonhatás ('wealth effect') elméletét érinti. Eszerint ha a háztartások ingatlan- vagy pénzügyi vagyonának a piaci értéke emelkedik, akkor erre fogyasztásuk növelésével reagálnak, mivel gazdagabbnak érzik magukat. Természetesen nem mindegy, hogy milyen tényezők állnak a vagyonelemek piaci árának az emelkedése mögött. Amennyiben az eszközárak emelkedése a piaci kockázat növekedésének a következménye, akkor ez az érzés hamis percepciót jelent. Ezt bizonyítják az időről időre bekövetkező ingatlanbuborékok, valamint a tőzsdei árzuhanások.

A háztartások megtakarítási hajlandóságát rövid távon befolyásolják a *reálkamatok* is. Mivel a megtakarítás nem más, mint a jelenlegi fogyasztásról való lemondás a jövőbeni fogyasztás (beruházás) érdekében, a háztartások azt várják, hogy megtakarításaik jövőbeni reálértéke meghaladja a jelenlegi értékét. A kapott nominális kamat reál-komponense (az infláció feletti része) a jelenlegi fogyasztásról való lemondás ára. Mivel azonban a háztartásoknak sem a jövőbeni nominális kamatszintről, sem a jövőbeni inflációról nincsen információjuk, döntéseiket elsősorban a múltbeli folyamatok kivetítésére alapozhatják, ami gyakran félrevezető lehet.

Több évtizede megfigyelt és vizsgált jelenség viszont, hogy a *bizonytalanság* az egyik legfontosabb tényező a háztartások megtakarítási döntéseiben. Ez a faktor bizonyos mértékig ellentmond a permanens jövedelem hipotézisnek, amely azt feltételezi, hogy a háztartások jobb jövedelmi körülményeik között növelik a megtakarításaikat, annak érdekében, hogy rosszabb helyzetben fel tudják használni a megtakarított pénzügyi eszközöket. Számos szerző kimutatta ugyanis, hogy rövid távon a háztartások megtakarítási hajlandósága nem akkor nőtt elsősorban, amikor jövedelmei emelkedtek és a munkanélküliség alacsony volt, hanem akkor, amikor ennek az ellenkezője következett be. A legerősebb ösztönző erő a megtakarítások növelésére a munkanélküliség emelkedő rátája. Amennyiben nő annak a kockázata, hogy a

háztartások tagja(i) elveszítik munkájukat, érzékelhetően emelkedik a megtakarítási hajlandóság, akár csökkenő reáljövedelem mellett is.

A *bankok hitelezési feltételei* a hagyományos elméleteknek nem képezték az alapját (a reálkamat kivételével), mivel abból indultak ki, hogy a bankok alapjában véve prudens magatartást követnek a hitelezésben. Az amerikai „subprime” válság (és tegyük hozzá, a magyar devizaadósság-válság) azonban azt bizonyította, hogy a banki magatartás változik. Amennyiben a banki hitelezési feltételek jelentősen enyhülnek, és olyan háztartások is hitelhez juthatnak, amelyek korábban nem bizonyultak hitelképesnek, a háztartások hitelfelvételi szándéka erősödhet. Ugyanez történhet, ha csökken vagy egyenesen nulla az elvárt önerő, ami szintén erősítheti a hitelfelvételi szándékot.

Eddig a háztartások megtakarítási hajlandóságának elsősorban a mikrodimenziójú összetevőiről és hatásairól volt szó. Makrogazdasági összefüggésben a háztartások megtakarítási magatartását az ún. *adósság semlegességi hipotézis* (a ricardói 'debt equivalence theory') tárgyalja, amely mind a mai napig a makrogazdasági modellek egyik standard feltevése. Eszerint negatív korreláció áll fenn a magán és az állami megtakarítások között (Seater 1993). Ha az államháztartás hiánya akár az adók csökkentése, akár a költségvetési kiadások növelése miatt emelkedik, akkor erre a magánszektor (háztartások és nem-pénzügyi vállalatok együttesen) a megtakarításai növelésével reagál, mivel a fiskális egyensúly megbomlása miatt a jövőben adóemelésre számít. Azaz, a nagy államháztartási hiány a negatív várakozásokon keresztül növeli a magánszektor megtakarítási hajlandóságát. Ily módon az állami deficit kedvezőtlen hatását a magán-megtakarítások emelkedése mérsékli. Természetesen az elmélet nem ortodox módon értendő, mivel ha az ekvivalencia korlátlanul érvényesülne, akkor egyetlen ország sem halmozna fel külföldi adósságokat.

## 2.1. Néhány módszertani megjegyzés a háztartási megtakarítások méréséről

A háztartások a *rendelkezésükre álló jövedelmet (HDI)* alapjában véve két fő célra: *fogyasztásra (HC)* és *megtakarításra (HS)* fordítják. A háztartások rendelkezésre álló jövedelme tartalmazza, az adók levonása után, a bér jellegű jövedelmeket, a vállalkozási jövedelmeket, valamint a vagyonelemek jövedelmeit (kamatok, hozamok).

A *megtakarítási ráta (HSr)* mikroszintű vizsgálatok esetén a megtakarításoknak a rendelkezésre álló jövedelmekhez viszonyított, makroszintű összehasonlítások esetén a GDP-ben betöltött részarányát jelzi.

A teljes megtakarítás fedezi az ún. *nettó pénzügyi megtakarítást (HNL)*<sup>2</sup>, azaz a háztartások pénzügyi eszközökben felhalmozott nettó követeléseit, valamint a *felhalmozási* (beruházási) *kiadásokat (HI)*, a háztartási szektor esetében túlnyomórészt a lakásberuházásokat.

A nettó pénzügyi megtakarítás pedig kettébontható bruttó pénzügyi megtakarításra, illetőleg hitelfelvételi egyenlegre. A *bruttó pénzügyi megtakarítás* az az összeg, amelyet a háztartások folyó jövedelmükből pénzeszközökbe fektetnek. A hitelfelvételi egyenleg pedig a hitelfelvétel és hitel-visszafizetés egyenlege. Amennyiben ez az egyenleg pozitív, vagyis a háztartások nettó hitelfelvevők, akkor ennek az egyenlegnek az összegével csökkentett bruttó pénzügyi megtakarítás adja ki a nettó pénzügyi megtakarítást. Amennyiben viszont a hitelfelvételi egyenleg negatív – tehát a háztartások nettó hitel-visszafizetői, mint Magyarországon 2009 óta folyamatosan – akkor a bruttó pénzügyi megtakarításoknak e negatív egyenleggel *növelt* összege adja ki a nettó pénzügyi megtakarításokat.

A fentiekből is kitűnik, hogy a mindennapi szóhasználatban (és gyakran még a közgazdasági cikkekben is) használt „megtakarítás” kifejezés mögött többféle statisztikai fogalom húzódik meg. Míg a köznyelv „megtakarítás” alatt elsősorban a pénzügyi megtakarításokat érti, a nemzeti számlák nyelvén a megtakarítás (‘savings’) fedezi a háztartási beruházásokat is.

### *3. A háztartások fogyasztási és megtakarítási magatartása az EU-ban a válság előtt és után*

A háztartások megtakarítási hajlandóságáról szóló elméleti megfontolások vázlatos áttekintése és a statisztikai fogalmak rövid ismertetése után ebben a fejezetben az Eurostat adatai alapján elemezzük az Európai Unió országaiban a háztartások megtakarítási folyamatait 1995–2013 között<sup>3</sup>. Arra a kérdésre keressük a választ, hogy milyen mértékben változott a háztartások megtakarítói magatartása a 2008. évi globális pénzügyi válság előtt és azt követően, illetve az egyes országok háztartási szektora milyen mintát követett.

---

<sup>2</sup> A köznyelvben pénzügyi megtakarításnak nevezett összegre a *nemzeti számlák rendszere* a „nettó hitelnyújtás-hitelfelvétel”, a *pénzügyi számlák rendszere* pedig „nettó finanszírozási kapacitás/igény” kifejezést alkalmazza. Írásunk további részében ezt a három kifejezést szinonimaként fogjuk használni. A nettó hitelnyújtás fogalma ugyan nem fedi 100%-ban a nettó pénzügyi megtakarításét, de az eltérés csekély, amelyről elemzésünkben eltekintünk.

<sup>3</sup> A legtöbb EU-országra 1995-től állnak rendelkezésre az Eurostat által módszertanilag harmonizált adatok.

Elöljáróban el kell mondani, hogy az egyes országok háztartásainak *kimutatott* megtakarítási rátájának a *szintjét* – a megtakarítási hajlandóság mellett – számos *intézményi* tényező is alakítja, amelynek vizsgálata túlmegegy a tanulmány keretein. Ezek közül csak két fontos elemet említünk. Az egyik a *nyugdíjrendszerek* különbözősége: a magánnyugdíj-pénztárban halmozódó pénzügyi eszközök beleszámítanak a háztartások pénzügyi megtakarításaiba, az állami nyugdíjrendszerbe fizetettek azonban nem. Ezért azokban az országokban, amelyekben kötelező magánnyugdíj-rendszer (is) működik, jellemzően magasabb lakossági megtakarítási ráta mutatható ki, mint ahol a nyugdíj-rendszer alapvetően az állami nyugdíj-szolgáltatásokon nyugszik. Hasonlóképpen, jelentős eltéréseket okozhat az egyes országok között a *természetbeni társadalmi juttatások* különböző mértéke: ez ugyanis nem számít bele a háztartások jövedelmébe (csak az ún. *korrigált* rendelkezésre álló jövedelemben), holott az a fogyasztásuk részét képezi. Másként fogalmazva: ha ugyanazokat a szolgáltatásokat, amelyet az állam természetben nyújt, pénzben adná oda a háztartásoknak, amelyeknek ez a jövedelmébe beleszámít, a magasabb pénzbeli jövedelem okán kisebb megtakarítási ráta lenne kimutatható.

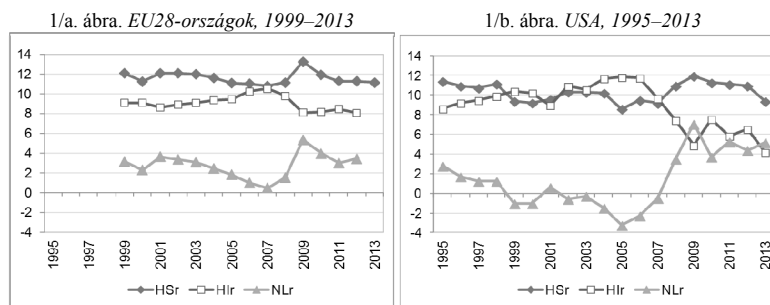
Harmadik tényezőként meg kell még említeni az inflációt, mint esetlegesen torzító tényezőt a megtakarítások mérésében. A háztartások pénzügyi megtakarításuk után kapott kamat egy része az inflációt kompenzálja, másik része a reálkamat. Kiugróan magas infláció esetén az inflációs komponens is számottevő. A kamatok ugyan mind a háztartások rendelkezésére álló jövedelmét, mind a megtakarításokat növelik (amennyiben a háztartások a kamat-jövedelmet nem költik el), összességében azonban a megtakarítási rátát felfelé tolják, mivel az inflációs kompenzáció nagyobb arányt képvisel a számlálóban szereplő megtakarításokban, mint a nevezőben lévő jövedelemben. A vizsgált időszakban ez a torzító tényező általában nem volt jelentős, mivel az európai országok inflációs rátája jellemzően visszafogott volt és nem is különbözött egymástól olyan mértékben, amely a megtakarítási ráták értéklésében komoly torzítást jelentene. De pl. Magyarországon a rendszerváltás idején ez a tényező jelentősen hatott a megtakarítások alakulására, erre az 5. fejezetben térünk majd vissza.

Ebben a tanulmányban azonban az európai háztartások megtakarítói viselkedésének a *változásait* vizsgáljuk, ezért az egyes országokban mért megtakarítási ráta szintjét befolyásoló – esetenként jelentős eltéréseket okozó – tényezők vizsgálatától eltekintünk.

Mint az 1/a. ábra mutatja, az EU28-országok háztartásainak átlagos megtakarítási rátája 2001–2007 között csak kismértékben (12%-ról 11%-ra) csökkent a vizsgált időszakban. Ezen belül azonban határozott eltolódás ment

végbe a pénzügyi megtakarítások és a beruházások között. A vizsgált időszakban a háztartások átlagos pénzügyi megtakarítási rátája drasztikusan csökkent (4%-ról praktikusán majdnem nullára), miközben a beruházási ráta 8%-ról mintegy 11%-ra emelkedett a rendelkezésre álló jövedelem arányában. A két jelenség szorosan összefügg: a háztartások nettó hitelfelvételből finanszírozták ingatlan-beruházásaikat. 2009-ben, a nemzetközi pénzügyi válság mélypontján kiugróan magas megtakarítási ráta tapasztalható, ezt azonban nem elsősorban a megtakarítások emelkedése, hanem a háztartások jövedelmeinek jelentős csökkenése okozta. A válság után, 2010-től a háztartások átlagos megtakarítási rátája nagyjából visszatért a 2000-es évek elejét jellemző 11% körüli, a pénzügyi megtakarításoké pedig a 3-4% körüli szintre.

1. ábra. A háztartások teljes megtakarítási (HSr), beruházási (Hlr) és pénzügyi megtakarítási (Nlr) rátája a rendelkezésre álló jövedelem százalékában (%)



Forrás: Eurostat AMECO-adatbázis (letöltve: 2014. aug. 25.)

Hasonló folyamat ment végbe az Egyesült Államokban (1/b. ábra), azzal a különbséggel, hogy itt a nettó pénzügyi megtakarítás egyenesen negatív tartományba ment át 2005-re (mínusz 4% a rendelkezésre álló jövedelem százalékában), ami azt jelenti, hogy az amerikai háztartások több hitelt vettek fel, mint amennyi új megtakarítást képeztek folyó jövedelmükből. A hitelfelvételi csúcspont 2005-ben volt, a 3%-ot meghaladó nettó hitelfelvételi ráta az elmúlt három évtized negatív rekordja volt az Egyesült Államokban. Ezt követően a hitelezési boom némileg enyhült, bár még 2007-ben is negatív volt az amerikai háztartások pénzügyi megtakarításainak rátája. A háztartások ingatlan-beruházásai két hullámban emelkedtek: 1995 és 1999 között, majd átmeneti visszaesés után további 3 százalékpontos emelkedés volt a rendelkez-

zésre álló jövedelem arányában. A válság után a beruházási aktivitás zuhanásszerűen csökkent, miközben a pénzügyi megtakarítási ráta ismét meredek emelkedésbe kezdett, és 4–5% között látszik megállapodni. Ez már közelíti az amerikai háztartások historikusan kialakult jellemző rátáját.

*Japánban* a háztartások megtakarításai hagyományosan rendkívül magasak voltak, 1980-ban még a rendelkezésre álló jövedelem 23%-át (!) tették ki. A 1980–90-es években a japán háztartások megtakarítási rátája folyamatosan mérséklődött, ami a 2000-es évek első évtizedében is folytatódott. 2007-re a ráta 8%-ra esett vissza, ami nemzetközi összehasonlításban még mindig rendkívül magas, a korábbi japán mutatóhoz képest azonban kifejezetten alacsony. A válság előtti ingatlanpiaci boom hatásai, ha mérsékeltebben is, de Japánban is éreztették hatásukat a háztartások megtakarítási és beruházási hajlandóságában. A nemzetközi pénzügyi válság hatására a megtakarítások átmenetileg ismét emelkedtek, 2011-től azonban folytatódott a korábbi csökkenő trend.

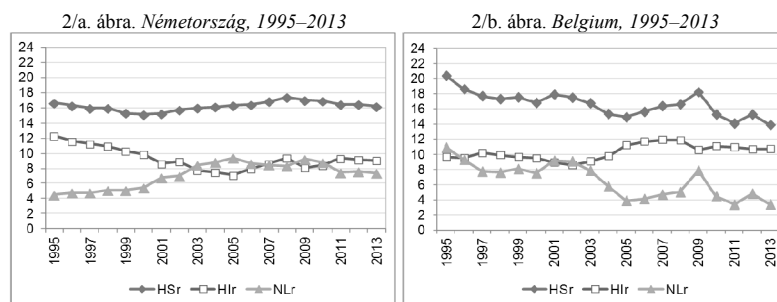
Az EU28-országok háztartási szektorának az *1/a. ábrából* kiolvasható összesített adatai mögött az egyes európai országokban jelentősen eltérő folyamatok húzódnak meg. Az EU-országokon belül négy, jól elkülöníthető országcsoporthat figyelhető meg. Az itt közölt *2–5. ábrákon* csak az egyes országcsoporthat legjellemzőbb példáit tüntetjük fel.

1. A 2000-es években mindössze két ország volt az EU-ban, Németország és Ausztria, ahol a nemzetközi pénzügyi válságot megelőző években a lakosság pénzügyi megtakarítási hajlandósága és beruházási aktivitása nem, vagy csak alig változott a korábbi időszakhoz képest, illetve ha változott is, akkor az éppen az általános tendenciákkal ellentétes volt. Németországban a háztartások pénzügyi megtakarításai stabilan a rendelkezésre álló jövedelem 4–8%-át tették ki. A válság előtt még emelkedtek is, a beruházások pedig kismértékben csökkentek is (*2/a. ábra*). A német háztartásokat tehát egyáltalán nem érintette meg a beruházási láz szele. Ausztriában mind a pénzügyi megtakarítások, mind a beruházások a rendelkezésre álló jövedelem stabilan 8–8%-át képviselték.

2. Jelentősen csökkent, de legalább nem ment negatívba a lakosság pénzügyi megtakarítása Franciaországban, Belgiumban, Svédországban, Portugáliában és Olaszországban. Ezekben az országokban a lakossági pénzügyi megtakarítási ráta az évtized elejei 8–10%-ról jellemzően 2–4%-ra esett vissza, ez azonban nem mindegyik országban hozható összefüggésbe az ingatlan-beruházások emelkedésével. Sőt, Portugáliában a teljes megtakarítási ráta csökkenése az ingatlan-beruházások zsugorodása mellett ment végbe, az évek között jelentős ingadozásokkal. A *2/b. ábra* a belga háztartások megtakarítási és beruházási rátáját mutatja, ahol a nettó hitelfelvételből finan-

szírozott ingatlan-beruházások rátája emelkedett ugyan, de még kezelhető tartományban maradt.

2. ábra. A háztartások teljes megtakarítási (HSr), beruházási (Hlr) és pénzügyi megtakarítási (NLr) rátája a rendelkezésre álló jövedelem százalékában, (%)



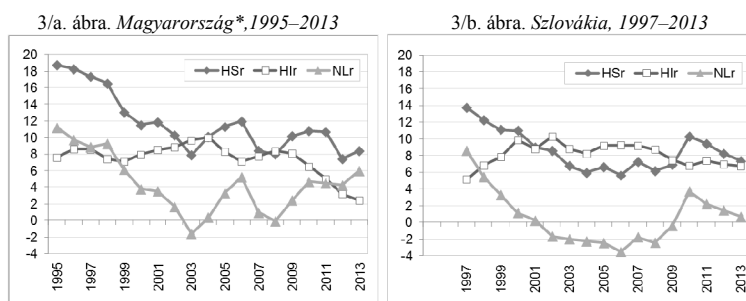
Forrás: Eurostat, AMECO-adatbázis

Ebbe a „mérsékelt” csoportba tartoznak a visegrádi négyek is, amelyekben a háztartások pénzügyi megtakarítási rátája ugyan jellemzően csökkent a válság előtt, ez azonban nem öltött jelentős mértéket (3/a. és 3/b. ábra). Igaz, Szlovákiában a válság előtti években a pénzügyi megtakarítások már enyhén negatívba fordultak, ez azonban nem az ingatlan-beruházások elfutása miatt történt.

A 3/a. ábra azt mutatja, hogy Magyarországon – nemzetközi és uniós összehasonlításban – mind a nettó pénzügyi megtakarítások csökkenése, mind az ingatlan-beruházások növekedése kifejezetten mérsékelt maradt a 2000-es évek közepén. A magyar háztartások nettó pénzügyi megtakarítása mindössze egyetlen évben, 2003-ban vált negatívvá, és ez sem az ingatlan-beruházási boommal, hanem – paradox módon – a háztartások rendelkezésére álló jövedelmének ugrásszerű emelkedésével állt kapcsolatban. A hirtelen jött jövedelemnövekedés kizárólag a fogyasztásban csapódott le, miközben a háztartások még nettó hitelfelvételi pozícióba is kerültek, azaz több hitelt vettek fel, mint amennyi bruttó pénzügyi megtakarítást akkumuláltak (erről bővebben lásd 5. fejezet). Figyelemre méltó, hogy annak ellenére, hogy az ingatlanpiaci boom a magyar háztartásokat az átlagos EU-háztartásoknál jóval kevésbé érte el, a válság kitörése után az ingatlan-beruházás visszaesése az egyik legnagyobb mértékű volt, ami nyilván a devizahitelek hirtelen megnövekedett terheivel függ össze.

Szlovákiában és Lengyelországban ennél jóval durvább eltolódás következett be a nettó pénzügyi megtakarítási ráta kárára: a lengyel háztartások pénzügyi megtakarítási rátája 2008-ban például a rendelkezésre álló jövedelem mínusz 8%-ára esett vissza. Szlovákiában pedig (3/b. ábra) a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása a nyolcvanas évek közepén tartósan a negatív tartományban tartózkodott.

3. ábra. A háztartások teljes megtakarítási (HSr), beruházási (Hlr) és pénzügyi megtakarítási (Nlr) rátája a rendelkezésre álló jövedelem százalékában (%)

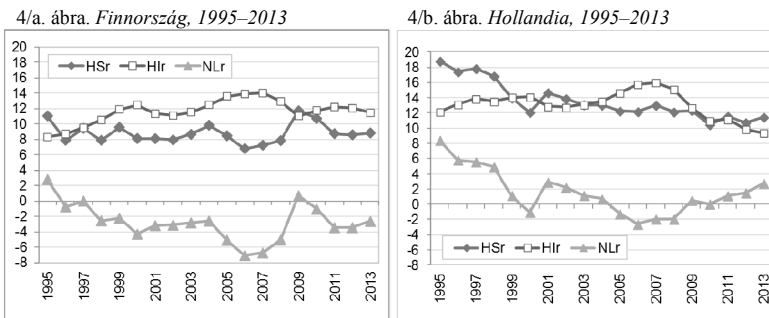


Forrás: Eurostat, AMECO-adatbázis

Megjegyzés: \* A 2011. évi magyar adatok nem tartalmazzák a magán-nyugdíjpénztári megtakarítások államosításának hatását.

3. A harmadik csoportba azok az országok sorolhatók, amelyekben a 2000-es évek közepén a háztartási szektor átment nettó *hitelfeltevő* pozícióba, vagy korábban is meglévő negatív pozíciója erőteljesen romlott. Figyelemre méltó módon, ebbe a csoportba tartozik Spanyolország mellett Dánia, Hollandia és Finnország. Dániában és – kisebb mértékben – Finnországban a korábbi évtizedekben is alacsony volt a háztartások *kimutatott* pénzügyi megtakarításának az átlagos szintje, részben a fentebb bemutatott mérési eltérések miatt (4/a ábra). Hollandiában azonban az 1970–80-as években még átlagosan 5–10, némely években 13%-os pénzügyi megtakarítási rátát mértek, amely már a kilencvenes években csökkenésnek indult, a 2007. évi 3,6%-os hitelfelvételi többlet azonban történelmi mélypontnak nevezhető (4/b. ábra). A finn háztartások pénzügyi megtakarítási rátája az 1995. évi 2,8%-ról 2006–2007-re mínusz 7%-ra esett vissza, miközben a beruházási rátája 8-ról 14%-ra emelkedett a rendelkezésre álló jövedelem arányában (4/a. ábra). Ennek a csoportnak a viselkedése hasonlít a leginkább az amerikai háztartásokéra.

4. ábra. A háztartások bruttó megtakarítási (HSr), beruházási (Hlr) és pénzügyi megtakarítási (Nlr) rátája a rendelkezésre álló jövedelem százalékában



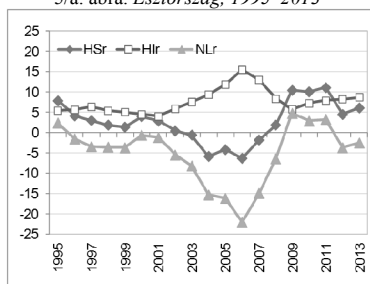
Forrás: Eurostat, AMECO-adatbázis

4. A negyedik csoportba az angolszász és a balti országok, Románia, Bulgária, valamint Görögország tartoznak, ahol a lakosság ingatlan-beruházásai és nettó hitelfelvétele egészen extrém méreteket öltött a válság előtt. Az ír háztartások nettó hitelfelvétele 2006-ban már a rendelkezésre álló jövedelem 21%-át tette ki, azaz ekkora negatív nettó pénzügyi megtakarítás keletkezett, miközben az ingatlan-beruházások megközelítették a rendelkezésre álló jövedelem 30%-át (!). A balti országok közül Észtország mutatott hasonlóan kirívó adatokat: az észt háztartások nettó hitelfelvétele 2006-ban a rendelkezésre álló jövedelem 23%-át, míg ingatlan-beruházásai a 15%-át tették ki (5/a. ábra). Nagy-Britanniában és a másik két balti államban hasonló, de valamivel enyhébb pénzügyi egyensúlyhiányos folyamatok mentek végbe a háztartási szektorban a 2000-es évtized közepén.

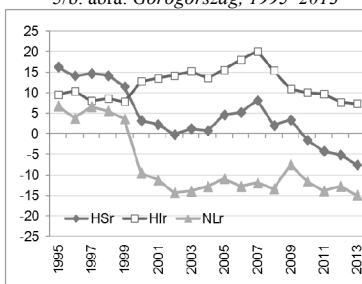
Görögország (5/b. ábra) akár külön kategóriát is képezhetne az extrém kategória szélén (vö. 6/b. ábra). A 2000-es évek elejéig a görög háztartások még az EU-átlagba simuló, sőt annál árnyalatnyival magasabb, 15% körüli megtakarítási és stabilan 5%-os pénzügyi megtakarítási rátával rendelkeztek. 2000-től azonban a görög háztartások pénzügyi megtakarítása zuhanórepülésbe kezdett, és már 2002-re a jövedelem arányában mínusz 15%-ra csökkent. Ettől kezdve az évtized folyamán nagyjából ebben a tartományban is maradt, miközben 2007-re az ingatlan-beruházások a rendelkezésre álló jövedelem 20%-ára emelkedtek. A válság kitörése után a beruházások ugyan meredeken csökkentek, de 2012-ben még mindig a rendelkezésre álló jövedelem 7%-át tették ki.

5. ábra. A háztartások bruttó megtakarítási (HSr), beruházási (Hlr) és pénzügyi megtakarítási (Nlr) rátája a rendelkezésre álló jövedelem százalékában

5/a. ábra. Észtország, 1995–2013



5/b. ábra. Görögország, 1995–2013



Forrás: Eurostat, AMECO-adatbázis.

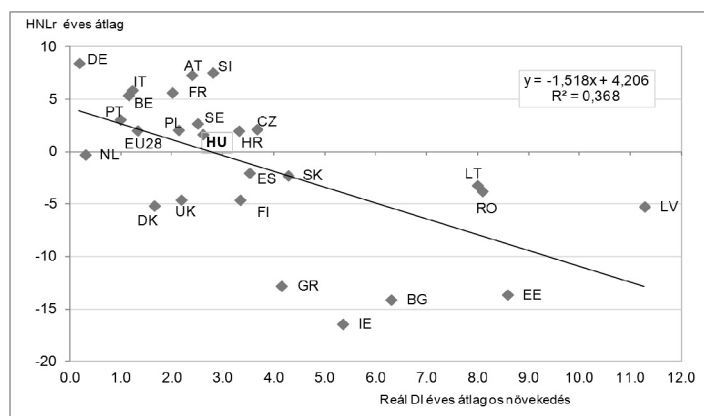
2010-től az EU-országok között Görögország azon kevés államok egyike (Románia, Bulgária és Litvánia mellett), ahol a lakosság megtakarítási rátája a válság után is negatív maradt. 2013-ban a görög háztartások a rendelkezésre álló jövedelmük 107,5%-át költötték fogyasztásra, tehát már a fogyasztásuk egy részét is hitelből finanszírozták, miközben további mintegy 7%-ot költöttek beruházásokra a rendelkezésre (nem) álló jövedelmükből. Így alakult ki a görög háztartások példátlanul magas, 15%-os hitelfelvételi többlete, és tartósult mind a mai napig. Ezt a folyamatot némileg árnyalja a reálberek példátlan csökkenése, erről a következő fejezetben lesz szó.

Összefoglalóan megállapítható, hogy 2001–2007 között, a globális pénzügyi válságot megelőző években a legtöbb európai ország háztartásai – kisebb vagy nagyobb mértékben – eltértek a racionális megtakarítói viselkedési mintáktól. Több ország háztartási szektora, a korábban jellemző nettó hitelnyújtói pozícióról átment nettó hitelvevői pozícióba. Ez részben az ingatlan-beruházásaik finanszírozásával hozható összefüggésbe (hitelfelvétel), de a háztartások megtakarításai azokban az országokban is jellemzően csökkentek, amelyekben ez nem a lakásvásárláshoz kapcsolódott. A megtakarítási hajlandóság hanyatlása a 2000-es évtized közepén tehát korántsem csak az ingatlan-beruházási boom-mal magyarázható, hiszen a megtakarítási ráta (HSr) az EU28 átlagában is tendenciaszerűen csökkent (lásd 1. ábra), ezen belül pedig egyes országok korábban példátlan visszaesést mutattak.

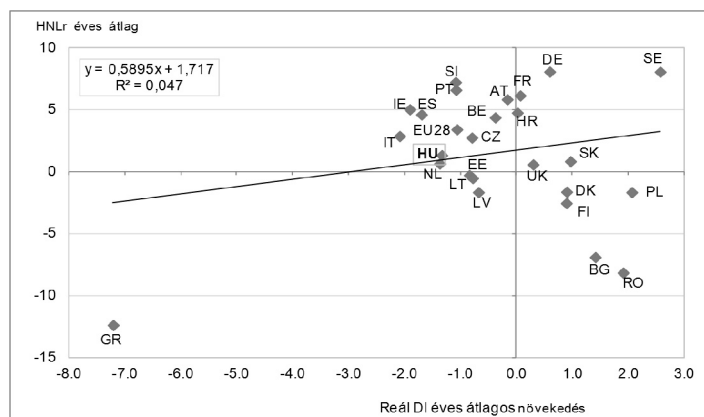
Mindazonáltal, a fenti tipizálás azt mutatja, hogy a háztartási megtakarítási folyamatok torzulása, amely fontos összetevője volt a 2008-as nemzetközi pénzügyi válság kialakulásának, nem feltétlenül követ valamilyen regionális-fejlettségi mintát az Európai Unióban. A vízvonalzó a fegyelmezett megtaka-

6. ábra. A háztartások reáljövedelmének átlagos növekedése (reál DI) és a pénzügyi megtakarítási ráta (HNLr) összefüggése

6/a. ábra. 2002–2007



6/b. ábra. 2008–2013



Forrás: Eurostat AMECO adatbázis

Országnevek rövidítése: AT – Ausztria, BE – Belgium, BG – Bulgária, CZ – Csehország, CY – Ciprus, DE – Németország, DK – Dánia, EE – Észtország, ES – Spanyolország, FI – Finnország, FR – Franciaország, GR – Görögország, HR – Horvátország, HU – Magyarország, IE – Írország, IT – Olaszország, LT – Litvánia, LU – Luxemburg, LV – Lettország, MT – Málta, NL – Hollandia, PL – Lengyelország, PT – Portugália, RO – Románia, SE – Svédország, SI – Szlovénia, SK – Szlovákia, UK – Egyesült Királyság.

rítási viselkedést követő és az óriási hitelfelvételi többlettel jellemezhető háztartások között csak részben mutatható ki regionális vagy fejlettségi dimenzióban. Kétségtelen, hogy a két kirívó példát a háztartási szektorban is – ahogyan a fiskális fegyelmezettség terén is – a német és a görög megtakarítási adatok mutatják. Míg az előbbi a fegyelmezettségével tűnik ki, addig a görög háztartások megtakarítási mutatói a 2000-es évek elejétől, azaz az euróövezethez való csatlakozás időpontjától kezdve folyamatosan ellentmondanak a racionális megtakarítói magatartás szabályainak. Ugyanakkor, a megtakarításaikat gyakorlatilag lenullázó, vagy jelentős hitelfelvételi többletet felhalmozó háztartások a 2000-es évek közepén megtalálhatók azokban az országokban is, amelyekben az ezredforduló előtt a háztartások kifejezetten fegyelmezett és előrelátó viselkedést tanúsítottak.

A válság előtti 6-7 évben az európai háztartások megtakarítási hajlandóságának erős hanyatlása beigazolni látszik a „vagyonhatás” elmélet érvényességét: azokban az országokban, amelyekben elindult az ingatlanpiaci boom, az ingatlanárak emelkedése öngerjesztő folyamatként ösztönözte az újabb hitelfelvételből finanszírozott ingatlan-beruházásokat, mivel a megszerzett ingatlanok értékének emelkedése igazolni látszott a spekulációs célú ingatlan-vásárlásokat.

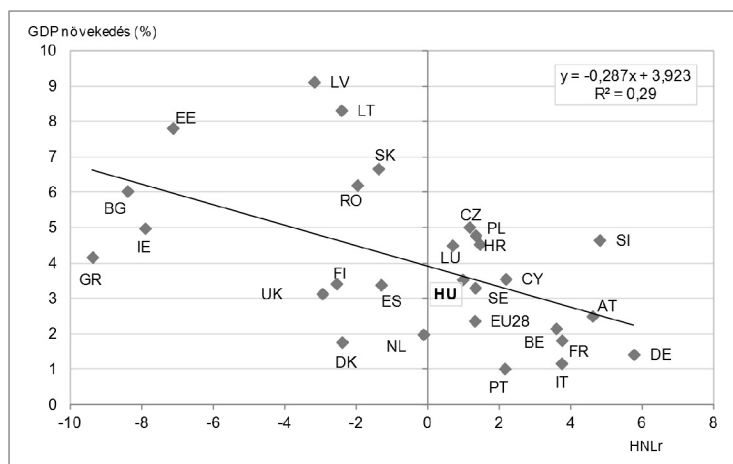
#### *4. Háztartási megtakarítások: tényezők és következmények*

##### **4.1. A reáljövedelem növekedése és a megtakarítások**

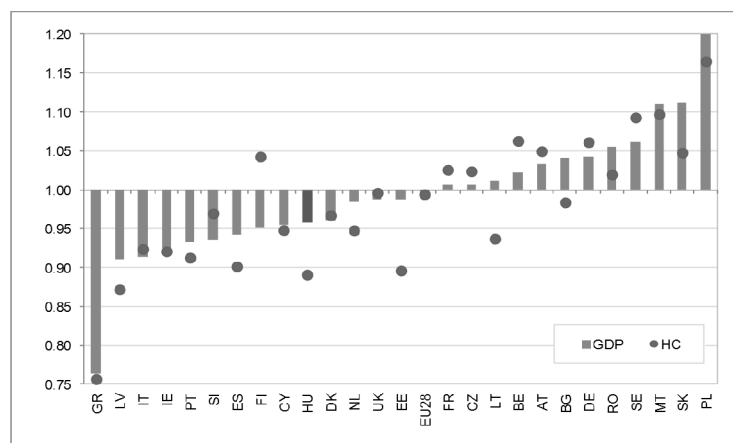
A háztartások megváltozott megtakarítói magatartását a válság előtt számos tényező befolyásolta, mint például a nemzetközi pénzügyi környezet, az irányadó amerikai bankok hitelezési magatartása, az európai hitelezési feltételek enyhülése és a reálkamatok alacsony szintje stb. E tanulmány keretében azonban nincs lehetőségünk ezek tételes vizsgálatára. Egy kérdés azonban mindenképpen idekíváncozik, mégpedig a lakossági reáljövedelmek változása és a megtakarítási ráta közötti összefüggés a válság előtt és után.

A 6. ábra vízszintes tengelyén a háztartások rendelkezésére álló jövedelmének a harmonizált fogyasztói árindexszel deflált reálértékének éves átlagos növekedése, míg a függőleges tengelyen a háztartások nettó hitelnyújtásának a rátája található. Az ábra és a regressziós egyenlet jelzi, hogy a kapcsolat a két tényező között nem túl erős ( $R^2=0,36$ ), ami nem meglepő, ha figyelembe vesszük az egyes országok háztartási szektorának eltérő megtakarítói magatartását, amelyet az előző fejezetben bemutatunk.

7/a. ábra. A háztartások GDP-arányos pénzügyi megtakarításainak és a gazdaság növekedésének az összefüggése 2002 és 2007 között



7/b. ábra. A GDP és a magánfogyasztás (HC) összefüggése 2013-ban (2007=100)



Forrás: Eurostat, Economy and Finance.

Megjegyzés: Az országnevek rövidítését lásd 6. ábra alatt.

Nem állíthatjuk tehát határozottan, hogy szoros negatív kapcsolat lenne a lakossági reáljövedelmek változása és a pénzügyi megtakarítási ráta között, azaz: minél nagyobb mértékben nőtt a háztartások reáljövedelme, annál kevesebbet takarítottak meg növekvő jövedelmükből. Azt azonban igen, hogy a múlt évtized közepén kimagasló reáljövedelem-emelkedést elérő háztartások pénzügyi megtakarítási rátája – kivétel nélkül – feltűnően alacsony volt a 2000-es évek közepén. A két tényező között azonban nem feltétlenül oksági kapcsolat, hanem inkább egy közös ok jelölhető meg, nevezetesen: a gyors ütemben növekedő és/vagy felzárkózó országokban a reáljövedelmek gyors növekedése inkább a fogyasztásba és az ingatlan-beruházásokba áramlott, mintsem a pénzügyi megtakarításokat növelte.

A válság után, 2008–13 között pedig semmilyen kapcsolat nem állapítható meg az egyes országok háztartásainak reáljövedelmi és megtakarítási folyamatai között. A válság körüli turbulenciában mind a lakossági reáljövedelmek növekedése, mind a megtakarítási ráta kaotikusan alakult: a válságra minden gazdaság bérpolitikája és a háztartások viselkedése másként, és időben sem konzisztensen reagált. Egy dolog azonban mindenképpen feltűnő a 6/b. ábrán: a görög háztartások reáljövedelmének drasztikus csökkenése a 2008–13 közötti időszakban, valamint ezzel egyidejűleg a háztartások továbbra is kimagasló nettó hitelfelvételi rátája és eladósodása a válság után.

#### 4.2. A háztartások megtakarítása és a gazdasági növekedés

A válság előtti időszakban a háztartások pénzügyi megtakarításainak csökkenése pozitívan hatott a GDP-növekedésre, mind a lakossági fogyasztás, mind a beruházások magasabb szintje következtében. Azok a gazdaságok, amelyek jellemzően negatív háztartási megtakarításokkal rendelkeztek 2002–2007 között, az EU28 átlagánál lényegesen gyorsabb növekedést értek el.

Ezek az országok a 7/a. ábra a bal felső-középső részén helyezkednek el. Ugyanakkor éppen ezekben az országokban a válság előtti túlköltekezés még a válságot követő ötödik évben, 2013-ban is jelentősen visszavetette a háztartások fogyasztását, s ennek következtében a GDP növekedését, amelynek a magánfogyasztás minden országban a legfontosabb komponense. Az ábrából az is kiolvasható, hogy a magyar háztartások nettó pénzügyi megtakarítási (nettó hitelnyújtási) rátája és a gazdaság növekedési üteme 2002–2007 között mintaszerűen illeszkedett az EU-országok regressziós egyenesére: mind a megtakarítások, mind a gazdasági növekedés mérsékelt ütemű volt a gyorsan növekvő és gyorsan eladósodó háztartásokkal jellemezhető országokhoz viszonyítva. Ennek ellenére, mint a 7/b. ábra mutatja, 2013-ban – 2007-hez

viszonyítva – a magánfogyasztás az egyik legnagyobb vesztese volt a 2007–2013 közötti időszaknak. Ez azonban nem, vagy alig a háztartások pénzügyi megtakarításainak rátájával, hanem sokkal inkább a hitelfelvételek devizaszerkezetével volt összefüggésben.

A 7/b. ábra szerint 2013-ban az Európai Unió 28 tagországa közül 15-ben alacsonyabb volt a GDP volumene, mint 2007-ben, és ezek elsősorban (bár nem kizárólag) azon országok közül kerülnek ki, amelyekben a jó konjunktúra és jövedelememelkedés idején a háztartások nettó hitelfelvevők lettek. Ezekben az országokban elsősorban a magánfogyasztás (az 7/b. ábrán pontokkal jelölve) visszaesése húzta le a gazdaság teljesítményét.

A válságot követően a háztartások erősödő megtakarítási és alacsony fogyasztási hajlandósága, amely részben a felhalmozódott adósságok, részben a magas munkanélküliség és gazdasági bizonytalanság következménye, várhatóan a következő években is korlátozza a gazdasági növekedést az Unió számos országában.

A válság előtt nemcsak az amerikai, hanem az európai háztartások is, ugyanolyan prociklikusan viselkedtek, mint az államháztartások: azaz akkor költek, amikor jövedelmük – a javuló konjunkturális helyzettel párhuzamosan emelkedő volt, ezért most csökkenő vagy stagnáló reáljövedelmekből kell többet megtakarítaniuk. Ez a magatartás határozottan ellentmond a permanens jövedelem elméletének, és minden olyan más elméleti megfontolásnak, amely a háztartások racionális magatartását feltételezi. Ez viszont azzal jár, hogy az EU-országok jelentős részében egybeesik az államháztartás és a magánháztartások mérlegalkalmazkodási kényszere, ami tartós növekedési problémákat vetít előre.

## *5. A háztartások megtakarítási folyamatai az elmúlt két évtizedben Magyarországon*

### **5.1. A lakosság makroszintű megtakarításainak alakulása**

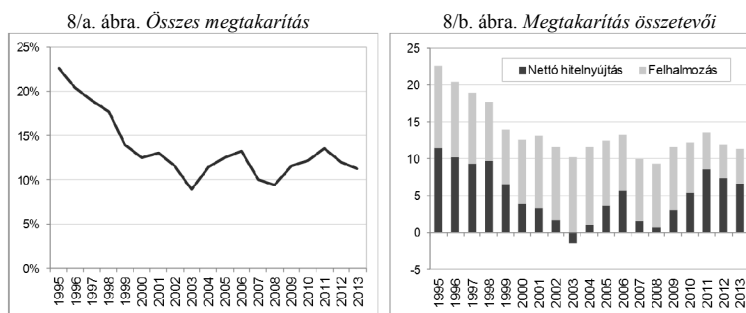
A magyar háztartások 1995 előtti megtakarításairól nem állnak rendelkezésre módszertanilag harmonizált Eurostat-adatok. Az MNB adatai azonban arról tanúskodnak (MNB 1994), hogy a rendszerváltás idején a reálértékben jelentősen csökkenő háztartási jövedelmeket erős megtakarítási hajlandóság kísérte. 1992-ben a háztartások nettó pénzügyi megtakarítása a természetbeni társadalmi juttatásokkal korrigált rendelkezésre álló jövedelemnek a 10,9%-át tette ki, 1993-ban pedig a 6,5%-át. (MNB 1994: 69.). Ha azonban a nettó pénzügyi megtakarítást nem a korrigált, hanem a természetbeni juttatások

nélkül számított jövedelmekhez viszonyítjuk (az előző fejezethez hasonlóan), akkor a pénzügyi megtakarítási ráta ezekben az években 13,2, illetve 7,9% volt. A teljes megtakarítási ráta (HSr) pedig 1992-ben megközelítette a 20%-ot.

Ez európai összehasonlításban nem is különösen magas, hiszen, mint azt a 3. fejezetben láttuk, az 1990-es évek közepén ilyen megtakarítási ráta még egyáltalán nem volt kirívó az európai háztartások között (ma már annak számítana). A magyar esetben azonban figyelembe kell venni, hogy a háztartások magas megtakarítási hajlandósága a transzformációs válságot kísérő jelentős reáljövedelem-csökkenés mellett jelentkezett. A háztartások rendelkezésre álló jövedelme ugyanis 1992-ben 2,4, 1993-ban pedig 6,6%-kal zsugorodott. A magyar háztartások tehát az 1990-es évek elején csökkenő reáljövedelmükből növelték a megtakarításaikat.

1995–2012 között a háztartási jövedelemhez viszonyított megtakarítási ráta először folyamatosan csökkent, majd a 2003-as mélypontot követően kisebb-nagyobb ingadozásoktól (és a 2011. évi, magán-nyugdíjvagyon államosítása következtében előálló egyszeri negatív értéktől eltekintve a jövedelmek 10–14%-a közötti tartományban ingadozott (8/a. ábra). Megjegyzendő, hogy sem a csökkenő trend, sem a megtakarítási ráta mértéke nem kirívóan kedvezőtlen a visegrádi országok viszonylatában, és amint a 3. fejezetben láthattuk, ez az EU28 egészéhez viszonyítva is elmondható. A nettó hitelnyújtás is, noha 2003-ban negatívba fordult, 2008-ban pedig ismét a zérus közelébe került, valójában kedvezőbben alakult 2002–2007 átlagában, mint az EU28 tagállamainak többségében.

8. ábra. A magyar háztartások makroszintű megtakarításai 1995 és 2013 között, a tőketranszferrel és nyugdíjpénztári korrekcióval korrigált pénzjövedelem arányában



Forrás: KSH Stadat, Nemzeti számlák  
[http://www.ksh.hu/docs/hun/xstadat/xstadat\\_eves/i\\_qpt005c.html](http://www.ksh.hu/docs/hun/xstadat/xstadat_eves/i_qpt005c.html)

Amint az 8/b. ábrából kitűnik, 1995–2003 között a megtakarítási ráta csökkenése mögött egyértelműen a *pénzügyi megtakarítási ráta zsugorodása állt*: a háztartások felhalmozási rátája növekvő trendet mutatott egészen 2005-ig, miközben a nettó hitelnyújtás értéke 2003-ban negatívba fordult. Ezt követően főleg a nettó hitelnyújtás hullámozása határozta meg az össz megtakarítások alakulását, ám 2009 után a felhalmozás értéke látványosan olvadni kezdett, és e trend egészen 2012-ig folytatódott. Jelenleg tehát – szemben az egy évtizeddel ezelőtti állapottal – nem a pénzügyi megtakarítások, hanem a háztartások nagyon alacsony felhalmozási kiadásai miatt kell aggódnunk rövid távon.

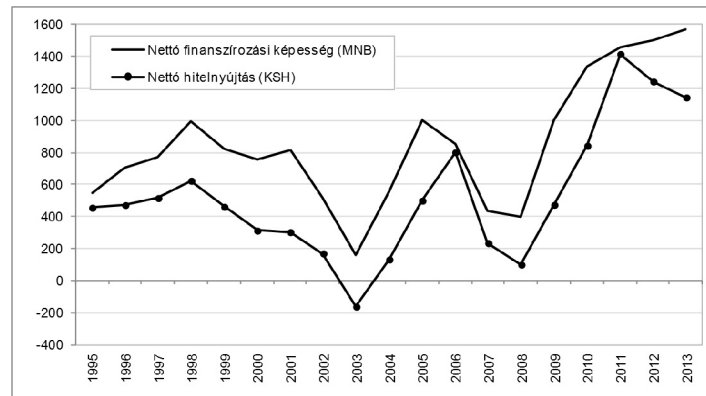
## 5.2. A nettó pénzügyi megtakarítás és fő összetevői

A háztartások megtakarításairól kétféle, különböző módszertan alapján készült adatsor áll rendelkezésre. Az egyik, a KSH adatai, amelyeket fentebb ismertettünk, a *nemzeti számlák rendszerében* készül, és az ún. „felülről számított” adatai makroszinten konzisztensek. Az MNB *pénzügyi számlák rendszerében* összeállított adatai viszont pontosabb képet adnak a háztartások megtakarítói viselkedéséről. A KSH és az MNB analóg mutatói közti különbség ingadozik ugyan, de ezzel együtt megfigyelhető a két mutatószám hozzávetőleges együztmozgása, legalábbis 2011-ig. Az ezt követő két év során viszont a nettó finanszírozási képesség további enyhe emelkedését a KSH szerinti nettó hitelnyújtás esése kísérte. Az ellenmozgás feltételezhetően nem lesz tartós. (9. ábra)

A továbbiakban az MNB pénzügyi számláira támaszkodunk. Ez utóbbiak nem csupán a nettó pénzügyi megtakarításokra (a pénzügyi számlák terminológiájában „nettó finanszírozási képességre”), hanem a mögöttes tényezőkre: a bruttó megtakarításokra és a hitelfelvételi egyenlegre, pontosabban: a pénzügyi eszközök és kötelezettségek tranzakcióira nézve is részletes bontású adatokkal szolgálnak, 1990-ig visszamenőleg. A 10. ábra jelzi az 1990-es évtized elején, a „transzformációs válság” idején a háztartások magas megtakarításait, és azt is, hogy ez a trend 1998-ig folytatódott. Mindez alapvetően a bruttó megtakarítások alakulását tükrözte, miután az 1990-es évek végéig a hitelfelvételek szerepe marginális maradt.<sup>4</sup>

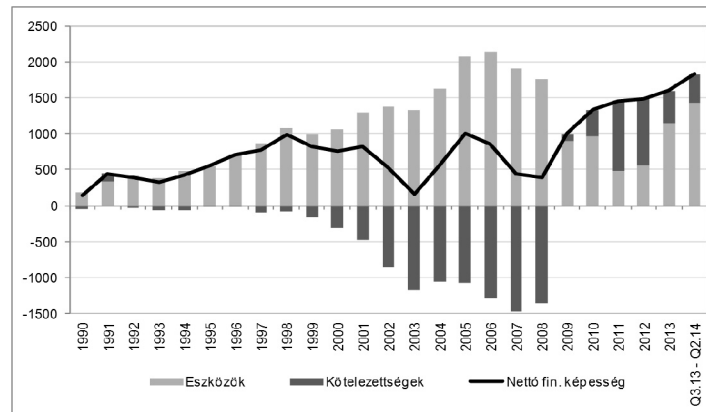
<sup>4</sup> A 10. ábrán a „kötelezettségek tranzakcióit” ellentétes előjellel ábráztuk, hogy a nettó hitelfelvételnek a bruttó megtakarításokat „kinettőző” hatását szemléletesen tegyük. Így pozitív hitelfelvételi egyenleg esetén (amikor a hitelfelvétel értéke meghaladja a hitel-visszafizetés értékét) az ábrán a kötelezettségek tranzakcióinak ábrázolt értéke negatív, ellentétes esetben – vagyis 2009-től – az ábrázolt érték pozitív.

9. ábra. Háztartások nettó pénzügyi megtakarításai az MNB és a KSH adatai szerint, 1995–2013 (Mrd forint)



Forrás: KSH Stadat, Nemzeti számlák ([http://www.ksh.hu/docs/hun/xstadat/xstadat\\_eves/i\\_qpt005c.html](http://www.ksh.hu/docs/hun/xstadat/xstadat_eves/i_qpt005c.html)), valamint MNB Pénzügyi számlák, tranzakciók, ([http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Statiztika/mnbhu\\_statiztikai\\_idosorok/mnbhu\\_nemzet\\_gazdasagi\\_puszaml/scvevespszistrnk\\_hu.xlsx](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Statiztika/mnbhu_statiztikai_idosorok/mnbhu_nemzet_gazdasagi_puszaml/scvevespszistrnk_hu.xlsx))

10. ábra. Háztartások eszközeinek (+) és kötelezettségeinek (-) tranzakciói, 1990–2014. II. negyedév (Mrd forint)



Forrás: MNB Pénzügyi számlák, tranzakciók ([http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Statiztika/mnbhu\\_statiztikai\\_idosorok/mnbhu\\_nemzet\\_gazdasagi\\_puszaml/pszistrnk\\_hu.xlsx](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Statiztika/mnbhu_statiztikai_idosorok/mnbhu_nemzet_gazdasagi_puszaml/pszistrnk_hu.xlsx)),

Amikor viszont 1999-től a nettó megtakarítói pozíció romlani kezdett, e romlás nem annyira a bruttó megtakarítások lanyhulását tükrözte (habár a lendület itt is némileg alábbhagyott), hanem főleg a hitelfelvételek „meglődulását”. A hitelfelvételek 2003-ban tetőző első hullámát az államilag támogatott lakáshitelek gerjesztették. Jórészt a fenti minta ismétlődött 2006 és 2008 között, a hitelfelvételek e második hulláma már a devizahitelezés felfutásához kapcsolódik. A nettó pénzügyi megtakarítás hanyatlásának periódusaiban a hitelfelfutás volt az elsődleges, habár a bruttó megtakarítások sem maradtak érintetlenek. Figyelemre méltó módon, a háztartások bruttó megtakarítása is azokban az években esett vissza, amelyekben nagy hitelfelvételi boom alakult ki (2003-ban, majd 2007–08-ban). A két folyamat ugyanabba az irányba hatott (pénzügyi megtakarítások csökkenése), és a háztartások megtakarítási hajlandóságának alapvető romlását jelezte.

Egészében véve 1990 és 2006 között a háztartások *bruttó megtakarítói aktivitása nem volt* lebecsülendő: az Eurostat (háztartásokat segítő nonprofit szervezetekkel kiegészített) háztartási szektorra vonatkozó pénzügyi számla adatai szerint a magyar háztartások GDP-arányos bruttó megtakarítási rátája 1997-től 2006-ig a legmagasabb volt a visegrádi országok mezőnyében.

A globális pénzügyi válság, és az annak nyomán kialakuló hitelválság hozott fordulatot a bruttó megtakarítások és a hitelfelvételi aktivitás nettó finanszírozási képességhez való hozzájárulását illetően: miközben 2009-ben nagyot esett a bruttó megtakarítások értéke, a kötelezettségek korábban erősen negatív egyenlege hirtelen lenullázódott, majd 2010-től pozitívba váltott. Vagyis a nettó finanszírozási képesség 2009–2010-es markáns javulása döntően abból adódott, hogy a háztartások masszív nettó hitelnevőből nettó hitel-visszafizetővé váltak, méghozzá nemzetközi mércével is kiemelkedő arányban. Míg 2000 és 2004 között a háztartások GDP-arányos hitelfelvételi egyenlege (a hitelfelvétel és hitel-visszafizetés egyenlege) egyértelműen a legmagasabb volt a visegrádi országok körében, addig 2009 után Magyarország volt az egyetlen a visegrádi négyek közül, ahol a hitelfelvételi egyenleg negatívba fordult, és máig az maradt.

### 5.3. A hitelfelvételi egyenleg szerkezete

A hitelfelvételek első tetőzése idején egy rövid időre az ingatlanhitel-felvételek váltak dominánssá. A lakásberuházások emelkedését 2003-ig szinte teljes egészében a kedvezményes lakáshitelezés fűtötte: ezt jelzi, hogy a háztartások által felvett ingatlanhitelek összege 2002–2003-ban lényegesen többel nőtt, mint a KSH szerint a lakásberuházások teljes értéke.

Később azonban az egyéb hitelek (vagyis gyakorlatilag a fogyasztási célú hitelek) kerültek túlsúlyba. Az a mód, ahogyan 2004-ben az ingatlanhitel-felvétel mérséklődését jelentős részben kompenzálta az egyéb hitelek megnövekedett felvétele, jelzi, hogy a lakáshitelek kamattámogatásának visszafogása nem nagyon csökkentette a háztartások hitelfelvételi kedvét, csak annak iránya változott. 2004 egyben a devizahitelek erőteljes térnyerésének a kezdete is volt, és a rákövetkező évek növekedését is teljes egészében a devizahitel-felvétel generálta, a forint hitel-felvétel látványos zsugorodása, majd lenullázódása mellett. E zsugorodás túlnyomórészt a forint alapú ingatlanhitelek nettó visszafizetéséből adódott, a forint alapú fogyasztási hitelek felvétele számottevő maradt. 2004 és 2007 között a hitelfelvételi egyenleg éves emelkedése nagyrészt az egyéb (nagyobbrészt fogyasztási célú) hiteleknel csapódott le.

Ennek értékeléséhez figyelembe kell venni, hogy 2007 már a stabilizáció jegyében telt el, és ebben az évben a háztartások reáljövedelme visszaesett. A magánfogyasztás volumene szintén csökkent, de a jövedelmekénél kisebb mértékben. Tehát 2007-ben a hitelfelvételek utolsó nagy növekedése (és a bruttó megtakarítások egyidejű csökkenése) csökkenő jövedelemszint mellett ment végbe, és ebben nyilvánvalóan szerepet játszott a lakosságnak az a törekvése, hogy fogyasztási szintjét a nehezedő jövedelmi viszonyok közepette is lehetőség szerint fenntartsa. A romló körülmények tehát nem indították be a lakosság óvatossági reflexeit, nem ösztönözték őket a megtakarítások fokozására, nem úgy, mint az 1990-es évek elején.

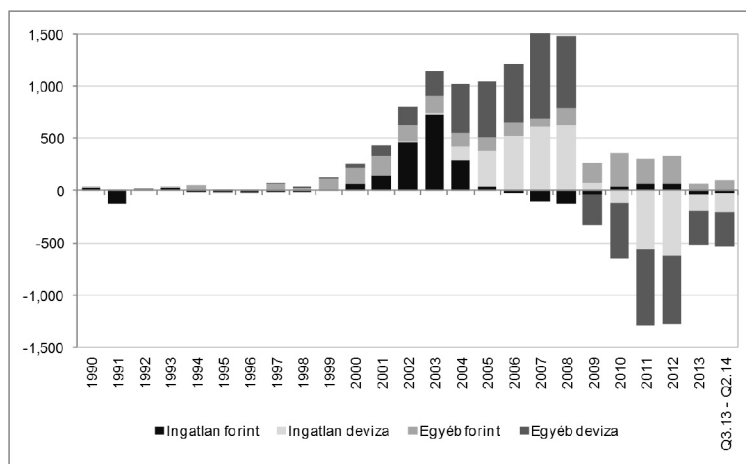
A lakosság attitűdje a 2008 őszén kitört pénzügyi válság következményei nyomán változott meg drasztikusan. A válságot követő magyarországi mérlegalkalmazkodás<sup>5</sup> különösen erőteljes volt: a hitelfelvételi egyenleg a visegrádi országok közül egyedül Magyarországon süllyedt a negatív tartományba – ráadásul tartósan és nagymértékben. Ez annak ellenére történt így, hogy a válságot megelőző években a magyar háztartások GDP-arányos hitelfelvételi egyenlege nem volt kiugróan magas – ellentétben a 2002–2004-es évekkkel. Am a 2002–2004-es időszak tartós örökséget hagyott hátra: 2003-tól egészen 2011-ig a magyar háztartások GDP-arányos adósságállománya volt markánsan a legmagasabb a visegrádi országok mezőnyében (2008-ban a GDP 37%-át tette ki, míg 2000-ben ez az arány még csak 6%-os volt).

De nem elsősorban a felhalmozódott adósság nagysága volt a probléma, hanem az összetétele is. A devizahitelezés gyors felfutása egyben a háztartá-

<sup>5</sup> A szakirodalom mérlegalkalmazkodásnak ('balance sheet adjustment') nevezi azt a folyamatot, amikor a gazdasági aktorok a hitelek állományát a rendelkezésükre álló vagyon értékéhez igyekeznek igazítani. Az ingatlanok értékének zuhanása pl. az adósságállomány leépítését ('deleveraging') váltja ki.

sok „nyitott devizapozíciójának”, azaz árfolyamkitettségeinek gyors felépülését is eredményezte. A 2003. eleji nagyon alacsony szintről 2008 közepére a GDP 15%-ára emelkedett a háztartások árfolyamkockázattal terhelt adóssága, miközben – szemben a vállalatokkal vagy az állammal – a háztartásoknak nem volt eszközük e kockázat enyhítésére (Oblath–Palócz 2012). Amikor aztán a globális válság kitörését követően a háztartások drámai árfolyamvesztéseket szenvedtek el, a törlesztési terhek drasztikus megugrásával, a kényszerű prociklikus gazdaságpolitika által súlyosbított recesszióval, jövedelemeséssel, növekvő munkanélküliséggel és a hitelek fedezetül szolgáló ingatlanok értékvesztésével egyidejűleg, mindez együtt kikényszerítette a tér-ségben egyedülállóan éles fordulatot a háztartások nettó megtakarítói pozícióját illetően.

11. ábra. A magyar háztartások hitelfelvételi egyenlege, 1990–2014. II. negyedév (Mrd Ft)

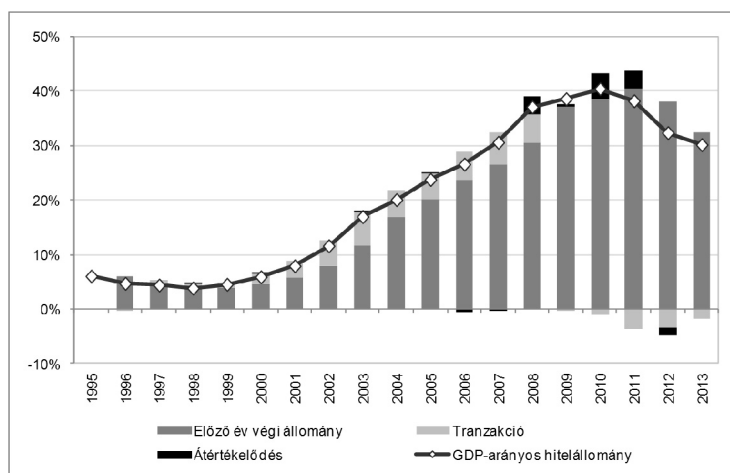


Forrás: MNB Pénzügyi számlák, tranzakciók  
([http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Statiztika/mnbhu\\_statiztikai\\_idosorok/mnbhu\\_nemzet\\_gazdasagi\\_puszaml/htszla\\_hu.xlsx](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Statiztika/mnbhu_statiztikai_idosorok/mnbhu_nemzet_gazdasagi_puszaml/htszla_hu.xlsx))

A mérlegalkalmazkodás érthető módon a devizahitelekre fókuszál: a forint-hitelek tranzakcióinak értéke rendre pozitív, bár mérsékelt a válság kitörését követő években, míg a devizahitelek tranzakcióinak negatív értéke a végtörlesztéstől nem érintett években is stabilan 500 Mrd forint körüli (11. ábra). A mérlegalkalmazkodás erőteljesen érinti mind az ingatlancélú, mind pedig

az egyéb hitelek, de – leszámítva a végtörlesztés által érintett két évet – az egyéb hitelek nettó visszafizetése erőteljesebb. Ez még inkább igaz a devizahitelekre, ami érthető, mivel a válság kirobbanását megelőzően a devizahitel-állomány több mint kétharmadát nem ingatlan célú hitelek tették ki.

12. ábra. A háztartások GDP-arányos hitelállománya és összetevői, 1995–2013 (%)



Forrás: MNB A nemzetgazdaság pénzügyi számlái, Háztartások (S.14) és a KSH GDP-statisztikája

Az adósságleépítés intenzitása és tartóssága abból a kedvezőtlen körülményből is adódott, hogy a mérlegalkalmazkodásnak *sokáig nem volt lát-szatja*: a GDP-arányos adósságállomány 2010-ben, a nettó hitel-visszafizetés második évében érte el legmagasabb értékét, vagyis a kedvezőtlen árfolyam-mozgások miatt a háztartások forintban kifejezett adóssága az intenzív nettó törlesztés ellenére is tovább nőtt (12. ábra). Érdemi csökkenésre először 2012-ben került sor, de a háztartások GDP-arányos adósságának 2014 közepén mért 28%-os szintje még mindig lényegesen meghaladja a devizahitelezés felfutását megelőző 20% alatti szintet. Jelenleg nincs egyértelmű jele az adósságleépítés lefékeződésének, habár az új forinthitelek – elsősorban az ingatlanhitelek – iránti érdeklődés végre kezd feléledni. Egyelőre bizonytalan, hogy e növekvő érdeklődés a következő pár év melyikében billenti majd át a hitelfelvételi egyenleget ismét a pozitív tartományba.

## 6. Néhány következtetés

A 2000-es évek közepén, a globális pénzügyi válság kitörését megelőzően, nemcsak az amerikai, hanem az európai háztartások jó része is eltért a racionális megtakarítói viselkedési mintáktól. A növekvő hitelfelvételi hajlandóság főként az ingatlan-boom következménye volt, de a megtakarítási hajlandóság ettől függetlenül is tendenciaszerűen hanyatlást mutatott. A háztartások megváltozott megtakarítói magatartása ellentmond mindazoknak az elméleteknek, amelyek a háztartások hosszú távú megtakarítás-tervezését, előrelátó és racionális magatartását feltételezik. Számos országban a háztartások pénzügyi megtakarításainak az eltűnése, sőt a nettó hitelfelvételi pozíciók kialakulása a válság kitöréséig hozzájárult ugyan a gyors gazdasági növekedéshez, ezzel együtt azonban a makroszintű pénzügyi egyensúlyhiányok, a pénzügyi válság kialakulásához. A válság óta pedig az ingatlanárak visszaesése, valamint a magas adósság fékezi a háztartások fogyasztását, s ezzel a válság utáni gazdasági élénkülést.

Figyelemre méltó, hogy a megtakarításaikat a 2000-es évek közepén gyakorlatilag lenullázó, sőt jelentős hitelfelvételi többletet felhalmozó háztartási szektor számos olyan országot is jellemezett, amelyekben korábban a háztartások kifejezetten fegyelmezett és előrelátó viselkedést tanúsítottak.

Ugyanez elmondható a *magyar háztartások* viselkedéséről is. Nem hosszú távú megfontolások, hanem az aktuálisan romló jövedelmi és foglalkoztatási helyzetből adódó gazdasági fenyegetettség érzése készítette a háztartásokat megtakarításaik növelésére az 1990-es évek elején. Ugyanígy nem hosszú távú szempontok, hanem az adott pillanatban kihagyhatatlanul kedvezőnek tűnő feltételek nyomán ugrott meg a magyar háztartások hitelfelvételi aktivitása a 2000-es évek elején-közepén – a kedvezményes lakáshitelek felfutásának éveiben –, illetőleg az olcsó devizahitelek periódusában. Végül, ismét az azonnali fenyegetettség, illetve a megnövekedett törlesztési terhek okozta sokk miatt fordult negatívba – és maradt egyelőre negatív – a háztartások hitelfelvételi egyenlege a pénzügyi válság kirobbanását követően.

Végül érdemes ismételtelen leszögezni: az a tény, hogy a magyar háztartások különösen drasztikus hátraarcra kényszerültek 2008 végétől – a fogyasztás visszafogását és a nettó hitel-visszafizetés mértékét illetően egyaránt –, alapvetően nem annak tudható be, hogy korábban európai mércével szokatlanul felelőtlenek lettek volna. Elvégre a nettó hitelnyújtás relatív nagyságát illetően a magyar háztartások nem álltak rosszul sem a visegrádi, sem az EU-országok viszonylatában, sem a nemzeti számlák, sem a pénzügyi-számla-adatok szerint. Továbbá nemcsak a tranzakciók (megtakarítás), de a háztartások nettó pénzügyi vagyona vonatkozásában sem lógott ki Magyar-

ország a visegrádi országok mezőnyéből. Tény, hogy a háztartások jövedelemarányos eladósodottsága a 2000-es évek nagy részében magasabb volt a visegrádi mezőny átlagánál, de a magasabb adóssághoz magasabb bruttó pénzügyi vagyoni párosult, ami enyhíthette volna a válságot követő sokkot, ha az adósság ugyanolyan arányban lett volna forintalapú, mint a pénzügyi eszközök.

Akárhogyan is, egyelőre nincs egyértelmű jele annak, hogy a háztartások megtakarítói-hitelfelvevői magatartásában az európai összehasonlításban szokatlanul súlyos magyarországi recesszióval párosuló adósságsokk által előidézett fordulatnak egyhamar vége szakad. Az erősödő bruttó megtakarításhoz továbbra is lendületes nettó hitel-visszafizetés (és a jövedelembővüléshez képest szerény fogyasztásbővülés) párosul. Habár vannak jelei az új (forint-)hitelek iránti kereslet élénkülésének, a devizahitelek leépítésére irányuló erőfeszítések a meghatározóak. Kérdés, hogy a jövő évben esedékes banki visszatérítések nyomán lecsökkenő adósságállomány és törlesztési teher meghozza-e a háztartások viselkedésében a makromutatókban is érzékelhető fordulatot, vagy az irányváltás a rákövetkező évekre halasztódik.

#### IRODALOM

- AMECO-adatbázis: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm](http://ec.europa.eu/economy_finance/ameco/user/serie/SelectSerie.cfm)
- Beckmann, E. – M. Hake – J. Urvova 2013: Determinants of households' savings in Central, Eastern and Southeastern Europe. Focus on European Economic Integration Q3/13, ÖNB (Österreichische Nationalbank), 8–29. p. [http://www.bde.es/ft/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/Agenda/Eventos/13/11nov/SVI\\_Beckman\\_Hake\\_Urvova.pdf](http://www.bde.es/ft/webbde/GAP/Secciones/SalaPrensa/Agenda/Eventos/13/11nov/SVI_Beckman_Hake_Urvova.pdf)
- Berry, S. – R. Williams – M. Waldron 2009: Household saving. Bank of England. Quarterly Bulletin Household Sector Articles. (Q3/2009). <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/quarterlybulletin/house.aspx>
- Dalton, M. 2012: Denmark's mortgage debt woes. The Wall Street Journal, 2012. ápr. 2. <http://blogs.wsj.com/brussels/2012/04/02/household-debt-denmark-edition/>
- Denmark Ministry of Finance 2009: Danish households' net wealth position. 20th May, 2009. Paper. <http://www.fm.dk/publikationer/arbejdspapirer/2009/households-wealth/~media/Files/Arbejdspapirer/Household%20wealth%20position.ashx>
- IMF 2012: Dealing with household debt. In: World Economic Outlook, (April 2012) Ch. 3. Washington D.C.: IMF. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/>
- MNB 1994: Éves jelentés 1993. Budapest: Magyar Nemzeti Bank.
- Modigliani, F. 1986: Life cycle, individual thrift, and the wealth of nations. American Economic Review, vol. 76, (June, 1986), 297–313. p.
- OECD 2004: Comparison of household saving ratios: Euro area/United States/Japan. OECD Statistics Brief, No. 8, (June, 2004). <http://www.oecd.org/std/na/32023442.pdf>
- Oblath G. – Palócz É. 2012: Sérülékeny gazdaság: sérülékeny állam, sérülékeny háztartások. In: Kolosi T.– Tóth I. Gy. szerk.: Társadalmi Riport 2012. Budapest: TÁRKI, 93–114. p.
- Ricardo, D. 1888. Essay on the funding system. In: McCulloch, J.R. The works of David Ricardo. With a notice of the life and writings of the author. London: John Murray.

- Sturm, P. H 1983: Determinants of saving: Theory and evidence. OECD Journal of Economic Studies, Paris: OECD, 147–196. p. <http://www.oecd.org/eco/outlook/35527853.pdf>
- Koo, R. C. 2014: Balance sheet recession is the reason for secular stagnation. In: Teuling, C. – R. Baldwin eds.: Secular stagnation: Facts, causes and cures. VoxEU.org eBook. CEPR Press, 131–142. p.
- Seater, J.J. 1993: Ricardian equivalence. Journal of Economic Literature, vol. XXXI (March, 1993), 142–190. p.