

A LAKOSSÁGI DEVIZAHITELEZÉS PROBLÉMÁJA

Jelen tanulmány a hazai szakmai és közéleti viták középpontjában álló lakossági devizahitelezés kérdését dolgozza fel. Bemutatja, hogy nemzetközi összehasonlításban milyen sajátos vonások miatt tekinthető Magyarország helyzete különösen problematikusnak. Bizonyos tényezők miatt a háztartásokat súlyosabban érinti a devizaadósság kérdése a vállalatokhoz és a közszférához képest. Az elemzés kitér a lakossági hitelek árazásának módjára, a refinanszírozás jellegére, a kockázatkezelés elvárható szintjére, továbbá a hitelfedezet érvényesíthetőségére. A tanulmány emellett áttekintést nyújt az eladósodáshoz vezető útról, kitérve az érintett csoportok motivációira. A túlzott mértékű lakossági eladósodás okait vizsgálva a szerzők megállapítják, hogy a bankok, a szabályozás és az egyes háztartások mind hozzájárultak a probléma kialakulásához, amelyben makroszintű adottságok is szerepet játszottak.

BEVEZETÉS

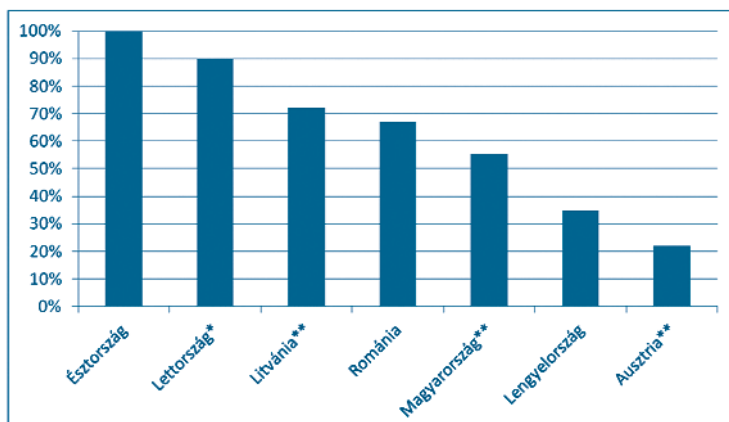
A lakosság eladósodottságának jelentősége a hitelezést és gazdasági növekedést korlátozó, a gazdaságpolitika mozgásterét szűkítő hatásából adódik. A gazdasági válság következtében megváltozott kockázati környezet *növekvő törlesztőterhet* eredményezett, ami rontotta a háztartások jövedelmi helyzetét. A magasabb törlesztőrészeket a lakosság a gazdasági visszaesés közepette egyre kevésbé volt képest fizetni, ami a ma is magas nemfizetési arány kialakulásához vezetett. Mindez a bankok számára jelentős mértékű veszteséget jelent, ami egyre szűkülő hitelkínálatot eredményezett alacsony hitelezési képességük és fokozott kockázatkerülésük miatt. A gazdasági növekedés motorját jelentő hitelezés visszaesésében ebből fakadóan jelentős szerepet játszott a túlzott mértékű eladósodás¹ és a hitelkockázatok helytelen felmérésének együttese. A hitelezést – a kínálat és kereslet oldaláról egyaránt – akadályozza a gazdasági kilátások jelenlegi bizonytalansága is, ám a nemfizető hitelek problémája a rendszerbe beépülve fogja vissza a hitelkihelyezés felfutását, amelynek megoldása, a portfólió tisztítása még hosszú éveket vehet igénybe. Az adósság magas devizaaránya miatt ráadásul szűkül a gazdaságpolitika mozgásterére az árfolyamkitettség következtében.

Jelen tanulmány a PTE KTK Közgazdasági és Regionális Tudományok Intézete műhelytanulmányára épül. Köszönettel tartozunk a műhelyvita résztvevőinek a hasznos észrevételeikért, külön kiemelve *Rappai Gábornak*, a szeminárium felkért opponensének a kritikai hozzászólását, valamint *Balatonai Andrásnak* és *Darvas Zsoltnak* a hozzájuk eljuttatott írott anyaghoz fűzött kommentjeit. Emellett hasznosítani tudtuk Schepp Zoltán deviza-eladósodás tárgyában 2011 őszén tartott előadásaihoz (Habilitációs előadás, PTE KTK 2011. 09. 23.: MKT 49. Vándorgyűlés, Pécs, 2011. 09. 30.: IV. Számvitel Konferencia, Pécs, 2011. 10. 25.) kapott megjegyzéseket is. Az esetleg megmaradt hibák a sajátjaink. A tanulmány a *TÁMOP-4.2.2.C-11/1/KONV-2012-0005*, „Jól-lét az információs társadalomban” c. pályázat keretében készült.

1 A lakossági szegmens túlzott eladósodottságára utaló jeleket mutatott ki Szigel és Fáykiss (2012).

1. A MAGYAR DEVIZAADÓSSÁG PROBLÉMÁJÁNAK SPECIÁLIS JELLEMZŐI

A devizafinanszírozás nem csak Magyarországon jellemző, esetünkben mégis nagyobb gondot jelent a felhalmozott devizaadóssággal járó következmények kezelése.²



Forrás: Nemzeti jegybankok (* 2012. augusztus, ** 2013. január)

1. ábra: A devizaalapú hitelek aránya a teljes hitelállományon belül a lakossági szegmensben (2013. február)

Bár vannak olyan országok, amelyek a hazainál is magasabb devizahitel-aránnyal bírnak, *árfolyamrendszerük* miatt a devizaadósok nincsenek közvetlenül kitéve az ezzel járó kockázatoknak. Példaként vehetjük Lettországot és Litvániát, ahol az árfolyam alakulását az euróhoz kötve tartja kordában a monetáris hatóság. Ez azt jelenti, hogy a devizaadósok egyfajta garanciát élvezhetnek az árfolyamkockázatra vonatkozóan. A jegybank megakadályozza a saját deviza túlzott fel- vagy leértékelődését, így a devizában eladósodottak nem érzékelik az árfolyamgyengülés következményét, vagyis a törlesztőrészeket növekedését és adósságuk átértékelődését. A rendszer hátránya, hogy ösztönzi a gazdaság szereplőit az olcsóbb devizahitel-felvételre, miközben az ezzel járó kockázatot a jegybank viseli. Az ilyen árfolyamrendszer fenntartása a 2008-as válsághoz hasonló külső sokkok esetén rendkívül magas költségekkel jár, de mivel ez egy rendszerszinten felmerülő probléma, így annak kezelése is magától értetődően központi szinten történik.

Ezzel szemben a Magyarországon is érvényben lévő lebegő árfolyamrendszer arra ösztönzi a gazdaság szereplőit, hogy hitelfelvétel esetén *az árfolyamváltozással járó kockázatokat is vegyék számításba*. Az már más kérdés, hogy a kockázatok mennyire mérlegelik sikeresen. Magyarországon 2001 és 2008 között széles (± 15 százalékos) sávos árfolyamrögzítést alkalmazott a jegybank, amit 2008 tavaszától rugalmas árfolyamrendszer követett. A kétezres évek közepétől felfutó kereslet

² A közép-kelet-európai országok lakossági devizaadósságairól bővebben I. Hudecz (2012).

a devizahitelek iránt feltehetően a forint akkori alacsony változékonyságára és erősödő trendjére építve tudott kialakulni. Ezzel szemben ma különösen a lakossági hitelezésben a kereslet hiányát figyelhetjük meg, amiben szerepet játszik a közelmúltbeli rossz tapasztalatok projekciója. A kockázatok alábecsülésének következményeként megnövekedett a késedelmesen törlesztő adósok aránya, ami a hitelintézetek veszteségeinek növekedésében csapódott le. A rossz minőségű hitelportfólió forrást és kockázatvállalási potenciált von el a bankoktól, ami alacsony hitelkínálatot eredményez. A hitelezés elmaradása pedig végeredményben elmélyíti a gazdaság visszaesését. Válaszul erre a bankok felkínálták a problematikus hitelek átstrukturálásának lehetőségét, így a visszafizetés átütemezése alacsonyabb törlesztőrészeket eredményezett. Ez azonban kevés sikerrel járt, a kedvezőbb feltételek ellenére az újratárgyalt hitelek egy része ismét nemfizetővé vált. Így a kormány is közbelépett különböző adósmentő intézkedéseivel, amelyek lehetőséget teremtettek a devizaadósoknak arra, hogy egy kedvezőbb árfolyamon visszafizessék devizahitelüket, vagy éppen adósságuk átütemezésével válhassanak ismét fizetőképesé. A késedelmes hitelek aránya azonban továbbra is magas, érdemi javulást egyik intézkedés sem okozott. Az egyéni szinten kiaknázott hasznokkal (a devizahitelek költségelőnyei az adósok részéről, a piaci térnyerés a bankok részéről) szemben tehát a kockázatok végül társadalmi szinten jelentek meg, és annak központi szinten való kezelése nem hozta a várt eredményt.

Az árfolyamrendszer jellege mellett a gazdaság szereplőinek *devizajövedelme* is befolyásolja a devizaadóssággal vállalt kockázat mértékét. Vegyük Románia példáját, ahol lényegesen magasabb a külföldön dolgozó vendégmunkások által hazautalt devizajövedelem aránya. A háztartásoknál ilyen módon megjelenő euróbevételek természetes fedezettséget jelentenek számukra az árfolyammozgásokkal szemben. Emellett az eladósodottság denominációja is súlyosbítja Magyarország helyzetét. Miközben más országokban az euróalapú hitelek felvétele dominált, addig hazánkban a svájci frank is meghatározó devizanem. Bár Lengyelországban és Ausztriában is elterjedt a svájci frank alapú hitelezés, annak aránya a hazainak csak a felét, illetve negyedét tette ki. A hozzánk hasonló devizahitel-aránnyal bíró országokhoz képest tehát azért tekinthető rosszabbnak a helyzetünk, mert egyrészt a kockázatok egyéni szinten való felmerülése megnehezíti a probléma kezelését, másrészt alacsonyabb a természetes fedezettséggel rendelkező szereplők aránya, továbbá magas a svájcifrankalapú hitelek aránya. Mindehhez párosul Magyarország külfölddel szembeni vagyoni pozíciója (2013. június végén a GDP 90 százalékát meghaladó teljes külső kötelezettség és a GDP közel 40 százalékát kitevő nettó külső adósságállomány), ami fokozott sérülékenységet és korlátozott mozgásteret jelent.

2. A LAKOSSÁGI SZEGMENS KIEMELT HELYZETE

Bizonyos tényezők miatt *a háztartásokat súlyosabban érinti* a devizaadósság problémája a vállalatokhoz és a közszférához képest. Eltérő a hitelek árazásának módja, a refinanszírozás jellege, a kockázatkezelés elvárható szintje, továbbá a hitelfedezet érvényesíthetősége. A devizaalapú hitelek esetén nem csupán az árfolyamkockázattal, hanem a kamatkockázattal is számolni kell. Ebben a tekintetben a magyarorszá-

gi árazási gyakorlat úgy alakult, hogy a kamat meghatározásának módja miatt a lakossági szegmenst nagyobb kockázat terheli. A hosszú lejáratú devizaalapú hitelek árazásának egyik módja a referenciakamathoz kötött, fix felárral számított kamatozás. Ilyenkor az általában 3–6 hónapos kamatperiódusok elején az aktuális referenciakamatoknak (amelyek meghatározására szolgálhatnak pl. a londoni bankközi kamatlábak, a LIBOR értékek) megfelelően számítják a bankok a kamatbázist, amit a hitelnyújtáskor kiszámított, az adós bonitásának megfelelő mértékű kamatfelárral növelnek. Az adós számára legkedvezőbb denomináció illetve kamatozási mód előállítását támogatják a különféle kockázatmenedzselési technikák (kamat- és devizafedezeti ügyletek). Ez az árazási gyakorlat dominált a vállalati szektorban a 90-es évek második felétől kezdődően a forinthitelek esetén, majd 2001-től, a devizaliberalizációt követően a devizahitelekre vonatkozóan is. A kétezres évek elején felfutó lakossági devizaalapú hitelek kamatainak meghatározása azonban ettől eltérő módon történt, és a bankok számára lényegesen nagyobb mozgástér állt rendelkezésre az egyes átárazási periódusok elején.³ Ennek eredményeként az őket érő költségeket átháríthatták a hitelfelvevőkre, akik így kiszolgáltatottakká váltak a teljes hitelezési időszak alatt. A Magyar Nemzeti Bank erre már 2004. júniusi stabilitási jelentésében felhívta a figyelmet, a problémát kezelő jogszabály azonban csak 7 évvel később, 2011-ben született meg. Ennek az lett a következménye, hogy a referenciakamatok csökkenése ellenére növekedtek a lakossági devizaalapú hitelek kamatai.

A refinanszírozást illetően a nagy összegű hitelt igénylő ügyfeleknél a bankok konkrét forrást jelölnek meg, amely a nyújtott hitellel szemben áll, és a kockázati felár számításánál is figyelembe veszik. Ez a forrás a teljes hitelezési időszakra vonatkozó kockázati kalkulációt tesz lehetővé. A kisebb ügyfelek számára ezzel ellentétben standardizált termékeket kínálnak a bankok, amelyek refinanszírozási módja (pl. devizakötvények kibocsátása, anyabanki hitelezés, nemzetközi bankpiaci források, forintforrások szintetikus átkonvertálása stb.) és az abból fakadó költségek nincsenek előre meghatározva, a mögöttes forrás változhat a hitelezés időszaka alatt. A refinanszírozási módok közötti szabad átjárás miatt háttérbe szorult az egyes adósok jövedelmének vizsgálata, és helyette az ingatlanbiztosíték értékelési tartaléka, illetve a hitel ingatlanfedezeti hányada lett a meghatározó. A biztos forrás helyett tehát egy *refinanszírozási mix* keletkezik, amely esetén az előre nem látható többletköltségek átháríthatóak az ügyfélre.

A gazdaság egyes szegmenseit tekintve a háztartásoktól várható el a legkevésbé, hogy helyesen mérjék fel a vállalt kockázatokat, illetve megfelelően kezeljék azt. A magyar állam adósságát az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) kezeli, a kibocsátott kötvények kockázatmenedzsmenete keretében minimalizálja a forrásbevonás költségeit, miközben a kockázatokat elfogadható szinten tartja. Az önkormányzatok és a nagyvállalatok jellemzően professzionális tanácsadók segítségét kérik a devizakötelezettségeikből fakadó kitétség menedzselésére. A KKV szektor szereplői viszont kevesebb figyelmet szentelnek e problémának [Bodnár 2006]. Legkevésbé pedig a lakosság kezeli devizakitétségét. Ebben szerepet játszik a pénzügyi kultúra alacsony szintje és a hitelszerződések átláthatóságának hiánya is. Míg a devizaárfo-

3 A lakossági hitelek árazásáról bővebben, ld. Páles–Homolya (2011), illetve Schepp–Pitz (2012).

lyamok szintjének hatását könnyebb megbecsülni, a kamatszámítás, illetve a különféle törlesztési struktúrák megértése már nagyobb kihívást jelenthet. Ebből fakadóan már a kockázatok felmérése is nehézséget okoz, így azok menedzselése sem várható el a lakosságtól.

Az árazás módja, a refinanszírozás jellege, valamint a kockázatkezelés elvárható szintje mellett a *hitelfedezet érvényesíthetősége* is olyan tényező, amely miatt a lakossági devizaadósok helyzete sajátosnak tekinthető. A vállalati hitelek bedőlése esetén természetes eljárásnak tekinthető, hogy a bank bevonja a mögöttes fedezetet. Ezzel ellentétben a lakossági jelzáloghitelek nemfizetésekor felmerülő kilakoltatás már ellenállásba ütközik, ami a kilakoltatási moratóriumokban testesül meg. A hitelek mögött fedezetként álló ingatlanok tömeges és gyors értékesítésének megfekezése az ingatlanpiac védelmét is hivatott szolgálni. Mivel a bankok egyéb veszteségelszámolási lehetőségei (pl. követelés értékesítése) korlátozottak, így a nemfizető hitelek egy része bent ragadt a portfóliójukban, ami után értékvesztést kell elszámolniuk. A rossz hitelek így korlátozzák a bankok hitelezési képességét, továbbá kockázatvállalási képességüket, ezen keresztül hitelezési hajlandóságukat is visszafogja, ami összességében alacsony hitelkínálatot eredményez. Mivel az új hitelek nyújtása nem haladja meg a hiteltörlesztések mértékét, így a késedelmesen fizető hitelek aránya önmagában is növekszik a teljes hitelállományhoz képest. A költségeket illetően pedig a jól fizető adósok állják a többletterheket, míg a késedelembe lévő adósoknak az egyéb portfóliótisztítási lehetőségek híján kedvezményeket (pl. adósság egy részének elengedése) ajánlanak fel a hitelintézetek az együttműködés érdekében. Az így kialakult rendszer tehát arra ösztönzi a lakossági szegmens adósait, hogy ne teljesítsék törlesztőrészeiket, mert amíg rendes fizetők, addig rájuk terhelik a nemfizető adósokból származó költségeket. Amint problematikus adósokká válnak, megjelennek a számukra kedvezményeket ajánló lehetőségek. A nehézségeket fokozzák az állam adósmentő csomagjai, amelyek szintén csökkenthetik a fizetési fegyelmet azáltal, hogy az adósok a kormánytól várják a megoldást.

3. AZ ELADÓSODÁSHOZ VEZETŐ ÚT

A túlzott mértékű lakossági eladósodás okait vizsgálva azt kell látnunk, hogy a bankok, a szabályozás és az egyes háztartások mind hozzájárultak a probléma kialakulásához. De mielőtt az egyes szereplők motívumait sorra vennénk, érdemes megnézni, hogy milyen makroszintű tényezők adtak alapot általában véve a devizaalapú hitelek, illetve a külföldi tőke beáramlásának. Egy olyan tőkeszegény gazdaság, amely a magánszektor megtakarításaiból nem képes a kívánt ütemben növekedni, alapvetően háromféle módon vonhatja be külföldről a hiányzó forrást. Ezek a *működőtőke-beruházás*, a *portfólióberuházás* és a *hitelfelvétel*. A működőtőke-beruházás és a portfólióberuházás közötti különbség a tulajdonosi részesedés mértékében rejlik. Általánosan elfogadott, hogy 10 százalékot meghaladó külföldi tulajdonosi arány felett feltételezhető, hogy tartós érdekeltség húzódik meg a befektetési szándék mögött. Ilyenkor a külföldi tulajdonos már beleszól a vállalkozás vezetésébe, ezzel mintegy importálva az anyaország technológiáját és tudását. Ez a tőke tehát az addicionális hatásait tekintve számunkra kedvezőbb, ugyanakkor a legdrá-

gább forrás is. A már beáramlott tőkeállományhoz képest magas a jövedelemkiáramlás mértéke, ami értelmezhető egyfajta kamatszolgálati mutatóként [Balatoni és Pitz 2012]. Alacsonyabb költsége van a portfólióbefektetéseknek, amely alapvetően a hazai részvények, kötvények külföldi befektetők által történő megvásárlását jelenti. Bár olcsóbb, mint a működőtőke-befektetés, ugyanakkor mivel likvidebb a piaca, ezért könnyebben kiáramlik az országból, továbbá nem eredményez technológiatranszferet. A hitelfelvételnek még ennél is kisebb a költsége: az elmúlt 15 évben a három finanszírozási forma közül a hitelek után kellett a legalacsonyabb kamatot fizetni. Az egyes tőkebeáramlási formák hozamai ugyanis tükrözik a befektetők által vállalt kockázatokat is. Eszerint a hitelnyújtás esetén kell a legkisebb kockázatot vállalni, amit feltehetően a hozzákapcsolt biztosítékok, a mögöttes fedezetek tesznek lehetővé. A költségek és kockázatok tekintetében tehát kedvező finanszírozási formának tekinthető a hitelezés, Magyarországon mégis csupán a kétezres évek közepétől indult a hitelboom, míg a megelőző 10 év külső finanszírozási igényét elsősorban a működőtőke-befektetések és a portfólióbefektetések elégítették ki. A válságot követően pedig megszűnt az ország finanszírozási igénye, mivel a gazdaság szereplői már nem tudták kitermelni a tőke költségét, és megkezdődött a tőkeáttétel-leépülés (deleveraging) folyamata.

Vajon mi volt az oka annak, hogy a kétezres évek derekán a hitelfelvétel lett a domináns finanszírozási forma? A lakossági szegmens esetében elmondható, hogy a hitelezés felfutásában a kínálkozó, a korábbi évekhez képest kedvezőbb lehetőségek játszhattak szerepet. A 90-es évekre jellemző gyors inflációval és magas kamatokkal jellemezhető pénzügyi környezet nagyban megnehezítette a hitelből történő ingatlanvásárlást, ami mellett a megbízhatatlan hazai ingatlannyilvántartás csak még inkább ellehetetlenítette a lakáshoz jutást. Ezt követően 2002-től néhány évig a támogatott lakáshitelek megadták a lehetőséget a lakásvásárlásra, később ennek hiányában a devizahitel felvétele kínált megoldást. A lakáshitelek tekintetében fontos motívum a saját tulajdonú lakás megszerzésére való törekvés is, amelynek alternatívájaként nem alakult ki a magántulajdonú bérlakások nyugat-európaihoz hasonló rendszere.

3.1 A HÁZTARTÁSOK MOTIVÁCIÓI ÉS A RACIONALITÁST KORLÁTOZÓ TÉNYEZŐK

A lakosság szemszögéből racionális motívumot jelentettek a forintkamatok szintjének, a devizakockázati prémiumnak, illetve a lejáratí kamatprémiumnak hazai jellemzői, amelyek a forinthitelekkel szemben a devizaalapú hitelek felvételére ösztönözték a háztartásokat. A háztartások racionális döntéshozatalát korlátozta többek között a pénzügyi kultúra fejletlensége, a hitelintézetek és a hitelfelvevők között fennálló információs aszimmetria.

A felzárkózó gazdaságokban, amelyekre gyors növekedés és infláció jellemző, általában magasabb kamatok érvényesülnek, Magyarországon ugyanakkor régiós viszonylatban is kiemelkedő kamatszint alakult ki. A Darvas [2011] tanulmányából kölcsönvett adatok rámutatnak, hogy a háztartások a gyakorlatilag csődben lévő Görögországban is kevesebb, mint feleakkora kamattal tudtak felvenni hazai pénznemben denominált jelzáloghiteleket 2011 áprilisában, mint Magyarországon.

A hazai adatokat idősorosan vizsgálva azt láthatjuk, hogy a lakáscélú forinthitelek átlagos teljes hiteldíj-mutatója (THM) 2002 és 2010 között 10 százalékot meghaladó mértékű volt, sőt a kétezres évek első felében 15 százalék körül ingadozott. Egy átlagosnak tekinthető 7 millió forintos, halasztott tőketörlesztésű hitelnél ez havi 87 500 forintos, vagyis éves szinten több mint 1 millió forintos kamatterhet jelent a tőke törlesztésének megkezdéséig.

A devizaalapú hitelek alacsony kamatszintjében szerepet játszott a *devizakockázati prémium* létezése [Schepp 2008]. A fedezetlen kamatparitás szerint az azonos típusú, de eltérő denominációjú pénzügyi eszközök között fennálló hozameltéréseket az árfolyam várható változása kompenzálja. A hozameltérésben ugyanakkor szerepet játszik az is, hogy a kockázatosnak ítélt gazdaságok eszközeit csak akkor kívánják megvásárolni a befektetők, ha azok hozama az addicionális kockázattal arányosan magasabb. A hozamnak ezt a részét kockázati prémiumnak nevezzük. A fedezetlen kamatparitás levezetéséhez tegyük fel, hogy a magyar államkötvényt 8 százalékos, míg a németet 2 százalékos kamattal tudja megvásárolni a befektető. Ha a magyar kötvények esetében 4 százalékos kockázati prémiumot várnak el a befektetők, akkor a forint euróval szembeni várható leértékelődése 2 százaléknak felel meg. Ez egyfajta várt tőkevesztés, amely kompenzálja a magasabb folyó jövedelmet. A kamatkülönbség tehát 6 százalékos, míg a várható leértékelődés 2 százaléknak felel meg. Ez azt is jelenti, hogy a devizában eladósodó hazai szereplők számára a kockázati prémium létezése költségmegtakarítást jelent, hiszen az árfolyam várható leértékelődéséből származó veszteség kisebb, mint a kamatkülönbségből származó megtakarítás. Ráadásul gyakorlati tapasztalatok szerint rugalmas árfolyamrendszerben ez a leértékelődés nem szokott bekövetkezni, sőt inkább a magasabb kamatot fizető eszközök devizája értékelődik fel. Előre meg nem határozható időközönként ugyanakkor a kamateltérést messze meghaladó árfolyamvesztések is bekövetkezhetnek. A professzionális pénzügyi piaci szereplők hatalmas tételek bevonásával igyekeznek kihasználni e gyakorlati megfigyelések által kínált lehetőségeket, miközben a vele járó kockázatok tudatában tartalékolnak tőkét a várható veszteségekre. A háztartásokra azonban már nem jellemző az, hogy a devizahitelük forinthitelhez mért törlesztési megtakarításaiból biztonsági tartalékot képeznének.

A devizakockázati prémium mellett a *lejáratosi kamatprémium* is a devizahitelek irányába tereli a racionális döntéshozót. A különböző futamidejű kamatok összefüggését a hozamgörbe ábrázolja. A hozamgörbe várakozási hipotézise szerint a jövőbeni pénzpiaci kamatok átlaga meg fog egyezni a mai tőkepiaci kamattal. Ez az elméleti megfontolás azt jelentené, hogy a hitelt felvevő számára a változó és a rögzített kamatozás egyenértékű, hiszen a néhány havonta megváltozó rövidebb futamidejű kamatok átlaga végeredményben meg kell, hogy egyezzen a kamatozási periódus elején meghatározott, hosszabb futamidejű kamat értékével. Ebben az esetben az adósságtörlesztés alapjául szolgáló bevételek jellege adhat támpontot a kamatozási mód megválasztásához. Amennyiben az adós jövedelme prociklikus, vagyis konjunktúra idején emelkedő, recesszió idején csökkenő, úgy érdemes a változó kamatozást választani. A kamatok mértéke ugyanis az anticiklikus gazdaságpolitika következményeként konjunktúra idején jellemzően növekvő, míg a gazdaság visszaesésének idején az élénkítés támogatása érdekében csökkenő. A gyakorlatban azonban megfigyelhető az ún. lejáratosi vagy más néven likviditási kamatprémi-

um létezése, amely a hozamgörbe emelkedő formájában nyilvánul meg. Ez azt jelenti, hogy a befektetők elvárják egy lejáratú kompenzációt a hosszabb futamidőre kölcsönadott tőkékért cserébe. Ebben az esetben a változó kamatra történő eladósodás olcsóbb a rögzített kamatozásúnál. *Schepp* [2008] ugyanakkor rámutatott arra, hogy amennyiben az utólag megfigyelhető kamatprémium magasabb egy adott pénznemben, akkor ott az előre nem várt kamatmozgások is magasabbak. A tanulmányból az is kiderül, hogy Magyarországon nemzetközi viszonylatban rendkívül kedvezőtlen a változó kamatozásból fakadó költségmegtakarítás és a nem várt kamatmozgások aránya. A kétezres években a forint árfolyamának védelme érdekében többször végrehajtott intenzív jegybanki kamatemelés hatása így váratlanul érte azokat a forintadósokat, akik a változó kamatozást választva az alacsonyabb költségek fennmaradására számítottak. 2003 és 2008 között ugyanis kétszer is előfordult, hogy az MNB egy lépésben 300 bázisponttal emelte az irányadó kamatszintjét. Mindez a fenti példának megfelelően egy 7 millió forintos forinthitel esetén havi 17 500 forintos többletkamatterhet jelent. Míg tehát a kétezres években a kamatkockázat élénken élt a hitelfelvevők tudatában, addig a forintárfolyam változásával járó kockázat nem tűnhetett magasnak. A lakosság fokozott kockázatvállalási hajlandóságát mutatja azonban az, hogy a devizaalapú hitelek közötti mérlegelés során nem a valamivel alacsonyabb költségmegtakarítást, ugyanakkor mérsékeltebb árfolyam- és kamatkockázatot jelentő euróra esett a választás, hanem a lehető legalacsonyabb költségekkel és legmagasabb kockázatokkal bíró svájci frankra.

A háztartások jövedelmi helyzetét figyelembe véve extrém mértékűnek tekinthető kockázatvállalási hajlandóságban szerepet játszott a lakosság pénzügyi kérdésekre vonatkozó tájékoztatatlansága. Ennek oka az idősebb generációkat tekintve a rendszerváltást megelőző időszakra nyúlik vissza. Akkor ugyanis a nagyrészt piacidegen, egyszerű pénzügyi intézményrendszer miatt nem volt igény a pénzügyi ismeretek elsajátítására. A közoktatás a kétszintű bankrendszer két és fél évtizedes fennállását követően sem vállalta magára e feladatot, így a fiatalabb generációk ugyanúgy érintettek a problémában. A pénzügyi kultúra fejletlenségét támasztja alá a készpénzforgalom még mindig magas aránya (nyugdíjak kifizetése, számlák fizetése a postán), illetve az is, hogy a személyi kölcsönök és áruhitelk a rendkívül magas kamat ellenére is oly népszerűek. A helyzetet észlelve 2007-től az MNB, a PSZÁF és az ÁSZ együttműködve hozzáfogott a pénzügyi kultúra emeléséhez, amely törekvés azonban lényegében már csak a jövő generációin segíthet.

Az előzőekből fakadóan, illetve az erőpozíciók egyenlőtlensége következtében jött létre a hitelintézetek és a hitelfelvevők közötti *információs aszimmetria*. Az információhiány, a tájékoztatatlanság a bankok oldalán is felmerülhetett. A devizaalapú hiteleket tömegtermékként árusító ügyintézők aligha mérték fel minden esetben az ügylet megkötésével járó valós kockázatokat. Az esetek nagy többségében feltehetően mind a hitelfelvevő, mind az ügyintéző részéről fennállt a tényleges kockázatok mérlegeléséhez szükséges kompetencia hiánya. A hazai gyakorlatban elterjedt devizaalapú, egyoldalúan változtatható kamatozású hitelek kockázati jellemzői ugyanis rendkívül bonyolultak,⁴ így e termékek tömegtermékként való

⁴ Egyes devizatermékek kockázatait bővebben fejti ki Boros és Dömötör (2011).

értékesítésének jogosultsága megkérdőjelezhető. Az információs aszimmetria ezen túl azt kívánna meg az ügyintéző részéről, hogy a kockázatok felmérésénél a hitelfelvevő érdekeit is képviselve lépjen fel, ami azonban a saját érdekelttségének ellentmondhat. Az ellenérdekelttség fokozottan jelent meg azokban az esetekben, amikor a tömegtermékként kezelt hiteleket közvetítőkön keresztül értékesítették a bankok. Ezek a közvetítők ugyanis jutalékos formában dolgoztak, így számukra a valós kockázatok feltárása közvetlenül ellentmondott jövedelemszerzési céljaiknak. Így ezt az értékesítési formát a kiemelten kockázatosnak tekinthető devizahiteleknél már a kezdetektől fogva meg kellett volna tiltani. Később, a kockázati környezet megváltozásával összhangban, 2009 óta egyre inkább feloldódott ez az ellentmondás, immár a hitelintézetek fokozott érdeke a kockázatok minél pontosabb számbavétele és kordában tartása.

A pénzügyi kultúra fejletlenségén és az információs aszimmetrián felül a pénzügyi viselkedésben számos olyan jelenséget megnevez, amelyek korlátozzák a hitelfelvevői döntés racionalitását. A Szabó [2009] tanulmányában példaként megnevezett tényezők közé tartozik a helyzetfelmérésnél megmutatkozó túlzott önbizalom (overconfidence), a saját képességek és teljesítmények átlagfelettségének feltételezése (overplacement), a munkapiaci lehetőségekkel és a jövőbeni jövedelmekkel kapcsolatos túlzott optimizmus (overoptimism), vagy a hitelre vonatkozó nem egyértelmű vagy nehezen átlátható információk elfogult, az előzetes meggyőződést alátámasztó értékelése (confirmation bias) is. Részben ezekhez kapcsolódóan a hazai banki értékesítési gyakorlat három olyan pontját érdemes kiemelni, amelyek hozzájárultak e torzító hatások erősítéséhez, és amelyek esetében a fogyasztóvédelemért felelős hatóságok beavatkozása lett volna szükséges. Ezek *a teljes hiteldíj mutató félrevezető volta, a halasztott törlesztésű hitelkonstrukciók kérdése, valamint a banki hitelreklámok.*

A teljes hiteldíjmutató kötelezővé tételét az a szándék vezérelte, hogy lehetővé tegyék az egyes bankok által kínált azonos hiteltípusok valós költségeinek összehasonlítását. A rögzített kamatozású (pl. fogyasztási vagy személyi) hitelek valós költségviszonyainak feltárására valóban alkalmas e mutató, a devizaalapú, változó kamatozású hitelek esetében azonban más a helyzet. A THM ugyanis csak az első periódus teljes hitelköltségét képes megmutatni, a későbbi hatások figyelmen kívül maradnak. Nem vehető így figyelembe a későbbi kamatváltoztatás, illetve az árfolyam változásának hatása. A hitelintézetek kifejezetten építettek arra, hogy ügyfeleik döntéseik során élnek a THM által kínált összehasonlítási lehetőséggel, és ezzel a fogyasztóvédelmi eszköz végül a fogyasztók tudatos megtévesztésének eszközévé vált.

A bankok értékesítési gyakorlatának másik sarkalatos pontja a halasztott tőketörlesztésű konstrukciók kifejlesztése. Egyes termékek létrehozásánál a halasztott konstrukció kialakítását az motiválta, hogy a kezdeti időszakra jellemző alacsonyabb törlesztőrészlettel fogják meg az ügyfeleket. Ezen felül gyakran találkozhatunk a futamidő elején kedvezményes kamatozással is, amely ugyancsak megnehezíti a ténylegesen vállalt kockázatok felmérését. Végül a bankok agresszív reklámpolitikája is hozzájárult a lakosság optimálisnál nagyobb mennyiségű hitelfelvételéhez. A kockázatokra utaló megjegyzések elrejtésére való törekvés megakadályozása érdekében számos állami intézmény (PSZÁF, reklámfelügyeleti hatóság, versenyhivatal) felléphetett volna.

3.2. A BANKOK KÖZÖTT KIALAKULÓ KOCKÁZATALAPÚ VERSENY MÖGÖTT ÁLLÓ MOTÍVUMOK

Abból fakadóan, hogy a bankok nagyfokú szabadságot élveztek a lakossági hitelek kamatainak meghatározásánál, illetve az időszakonkénti újraárazások alkalmával, az egyes bankok között nem az ár jelentette a verseny alapját. A hitelek összehasonlításának elősegítését, és ezzel az árverseny fokozását is célozta volna a teljes hiteldíjmutató bevezetése, ám a változó kamatozású devizaalapú hitelek esetében az átárazás lehetősége miatt nem felelt meg rendeltetésének. *Banai* és társai [2010] a lakossági hitelpiac jellemzése során arra mutattak rá, hogy a 2002–2008-as időszakot illetően *az árverseny helyett a kockázatalapú verseny dominált* a bankszektorban. Bár a nemzetközi viszonylatban is magasnak számító kamatmarzsok⁵ megadták volna a lehetőséget a jobb minőségű ügyfelekért folytatott áralapú versenyhez, a bankok ehelyett mégis az egyre kockázatosabb ügyfelek megnyeréséért versenyeztek. Ennek okát feltehetően a 90-es években kialakult sajátos piaci erőpozíciókban kereshetjük. Egyfelől nehéz lett volna kikezdeni az OTP vezető pozícióját a hitelezésben; a kilencvenes években a Postabank is a betétekre támaszkodva volt képes felküzdeni magát a második helyre, amely aztán – megfelelő eszközoldali piaci lehetőségek és aktivitások nélkül – fenntarthatatlannak bizonyult. Másfelől létezett egyfajta nyomás a külföldi leánybankok oldalán, ami azzal a várakozással volt összefüggésben, hogy a belátható időn belüli csatlakozás az eurózónához maga után vonhat olyan fúziókat és felvásárlásokat, amelyek során csak a nagyobb bankok maradhatnak talpon. E két tényező járult hozzá ahhoz, hogy a hazai leánybankok egyre növekvő kockázatokat vállalva helyeztek ki új hiteleket. A kockázatos ügyfeleknek való hitelnyújtás következményeként mára rendkívül rossz minőségű hitelportfólióval kell megbirkózniuk a bankoknak.

3.3. A GAZDASÁGPOLITIKAI DÖNTÉSEK SZEREPE A DEVIZAALAPÚ HITELEZÉS ELTERJEDÉSÉBEN

Magyarországon a kétezres években a *laza fiskális* és a *szigorú monetáris* politika kombinációja érvényesült. A fegyelmezetlen költségvetés eredményeként 2002-től gyorsan növekvő államadósságnak lehettünk tanúi, ami kizorítási hatást jelentett a hazai megtakarítások piacán. Az állampapírpiacon kínálati oldalán megjelenő bővülés egyben a forintHITELEK kamatszintjére is nyomást gyakorolt. Ezzel párhuzamosan a monetáris politika 2001-től az inflációs célkövetés rendszerét alkalmazta, ami az árfolyamhatásokkal szembeni védelem hamis illúzióját keltette. A hazai monetáris transzmisszióknak ugyanis az árfolyam volt a legfontosabb csatornája, így a jegybank a forint érdemi és/vagy tartós gyengülésére jellemzően kamatemeléssel reagált. Ezáltal a gazdasági szereplők azt tapasztalhatták, hogy a forint árfolyamának alakulása viszonylag stabil, a gyengülések csak átmenetiek. A fiskális politika tehát a növekvő forintkamatok révén a devizafinanszírozás irányába terelte az adósságot, miközben a monetáris politika hozzájárult az árfolyamkockázat téves megítéléséhez. Ennek következménye felfogható egy, az adófizetőktől a devizaadósok felé irányuló jövedelem-újraelosztásként.

⁵ A kamatmarzsok nemzetközi összevetéséről bővebben lásd MNB (2012).

A jegybank szerepének vizsgálata során felmerül annak a kérdése is, hogy milyen eszközei lehettek volna a devizaalapú hitelállomány túlzott mértékű bővülésének megakadályozására. Az MNB-nek lehetősége lett volna denomináció szerint eltérő mértékű tartalékképzési kötelezettséget meghatározni, és ezzel alakítani a hitelkínálatot, az eszköz bevetését azonban számos probléma akadályozta. Egyrészt az EU-csatlakozás óta piaci kamatot kell fizetnie a jegybanknak a nála elhelyezett kötelező tartalékokra. Másrészt ez az eredetileg a bankrendszerrel kapcsolatos prudenciális célokat szolgáló eszköz a 2001-es monetáris politikai rezsimváltással a banki likviditás finomhangolásának célját is szolgálta. Így a denomináció alapján megkülönböztetett tartalékráta már nem volt összeegyeztethető a monetáris politikával, az eszköz alkalmazása az aktív oldali monetáris szabályozásra való áttérést követelte volna. Mindezek mellett a devizaforrások magasabb tartalékkötelezettsége a bankpiaci versenyt is befolyásolta volna, mégpedig a piacvezető helyzetének erősítése révén. Mindazonáltal, mivel a jegybank kutatásaiból arra következtethetünk, hogy a probléma súlyosságára már a válságot megelőzően fény derült, így érkezhettek volna részéről erősebb nyomásgyakorlás a kormányzat irányába a jogszabályi szintű kezelés érdekében. Az időközben publikussá vált jegybanki tanulmányok⁶ alapján arra következtethetünk, hogy az árfolyamsáv 2008 tavaszi eltörlése mögött álltak olyan érvek is, miszerint meg kell szüntetni azt a látens árfolyambiztonságot, amely devizahitelezésre ösztönözte a gazdaság szereplőit. Ebből a szempontból az árfolyamsáv eltörlésére sor kerülhetett volna már korábban is. A késői beavatkozásban ugyanakkor szerepet játszhatott az is, hogy a kormány egyetértése is szükséges lett volna hozzá.

A pénzügypolitikai kérdéseket illetően érdemes kiemelni az euró bevezetésével kapcsolatos döntéshozatalt. Az, hogy az euróövezethez való csatlakozás mennyiben lett volna kedvező a devizaadósok számára, az persze nagymértékben függött volna az átváltási árfolyamtól is. Amennyiben azonban a csatlakozás a pénzügyi válságot megelőzően megtörtént volna, úgy az adósok számára az adósság jelentős mértékű átértékelődése és a törlesztőteher növekedése elkerülhető lett volna. A kétezres évek elején az ide vonatkozó hatástanulmányok egyöntetűen arra az eredményre jutottak, hogy az euróövezetbe való belépés nettó haszna a gazdaság egészét tekintve pozitív előjelű lehetett volna. 2002-ben az MNB által publikált tanulmány⁷ szerint mintegy két évtizeden keresztül a GDP 0,7–0,9 százalékának megfelelő éves növekedési többletet jelentett volna számunkra az euró bevezetése. A lehetőség hosszú ideig fennállt, ugyanis még a 2008-as konvergenciajelentés is bár ennél kisebb mértékű, de pozitív eredményt rendelt a csatlakozáshoz. A jegybanki elemzés megjelenésének időpontjában a kormány 2006-ra tervezte az euró bevezetését. Később felmerültek ennél távolabbi időpontok is, ám a 2006-os konvergenciaprogram már nem tartalmazott tervet a bevezetésre vonatkozóan. Mindez azt eredményezte, hogy mind a bankok, mind a hitelfelvevők szisztematikusan alulbecsülték a devizahitelekkel járó kockázatokat, mivel arra számítottak, hogy az euróval szembeni árfolyamkitettségük néhány éven belül meg fog szűnni. Bár az adósok nagyobb

⁶ Lásd Csajbók és társai (2010).

⁷ Lásd Csajbók és Csermely (2002).

része svájci frankban adósodott el, ezért az euróövezethez való csatlakozás nem jelentette volna az árfolyamkockázat megszűnését, annak mérséklődésére az akkori trendeket előrevetítve mindenképpen számíthattak. A svájci frank az euróhoz képest ugyanis évtizedeken keresztül nagyon stabil árfolyamot mutatott. Az euróválságot követő leértékelődés miatt azonban az euróövezethez való csatlakozás sem mentette volna meg a svájci frankban eladósodottakat adósságuk átértékelődésétől.

Végül érdemes megemlíteni egy sajátos tényezőt, amely bár nem sorolható a devizaadósság felépülésének előidézőihez, a probléma hirtelen kiéleződéséhez mégis hozzájárult. Az akkori kormány 2008. október 1-i határral tette kötelezővé a magán-nyugdíjpénztári vagyon magasabb hozamú, ám kockázatosabb portfólióba való befektetését. Az intézkedés a korábban az elsősorban magyar állampapír-piacra irányuló befektetések alacsony hozamát kívánta emelni, ami a nyugdíjba vonuláskor várható járadékot növelhette volna. Amennyiben a nyugdíjba vonulásig hátralévő idő meghaladta az 5 évet, úgy ellenkező kezdeményező nyilatkozat hiányában az átsorolás automatikusan megtörtént a kijelölt határidőig. Az így kialakított kockázatosabb eszközökből (pl. részvényekből) álló portfóliók nem sokkal később a válság kirobbanásával rendkívül sokat veszítettek értékükből. Az átcsoportosítás így amellet, hogy a magán-nyugdíjpénztári vagyon értékét is visszavetette, az állampapír-piaci kereslet esését is okozta, hozzájárulva annak kiszáradásához, illetve a bekövetkező rendkívüli forintgyengüléshez. A forint akkori megingása okozta először a devizahitelek helyzetének romlását, és vezetett el az IMF-EU párostól való hitelfelvételhez.

4. ÖSSZEGZÉS: AZ EGYES SZEREPLŐK HOZZÁJÁRULÁSA A PROBLÉMA KIALAKULÁSÁHOZ

A záró fejezetben összegyűjtjük azokat a tévedéseket és mulasztásokat, amelyeket az érintett szereplők elkövettek. Meg kell jegyezni azonban, hogy ezeknek egy jelentős része csak utólag vált nyilvánvalóvá, így összegzésünk leginkább a jövőbeni hibák megelőzését célozva készült.

4. 1. A LAKOSSÁG FELELŐSÉGE

A háztartások részéről leginkább a következő tényezők járulhattak hozzá az általuk vállalt kockázat mértékének helytelen megítéléséhez:

- a lakosság pénzügyi kultúrájának alacsony szintje, a legelemibb ismeretek hiánya;
- a célok és lehetőségek reális felméréséhez és összevetéséhez szükséges érzék hiánya;
- a hosszabb horizonton való gondolkodásra és tervezésre való alkalmatlanság;
- az egyéni hasznok és társadalmi kockázatok kombinációját természetesnek tartó gondolkodásmód;
- a reflexív, önkritikus szemlélet elmaradása.

4. 2. A BANKOK FELELŐSSÉGE

A bankszektor a következő pontokban vétett:

- A bankok piacszerzési célok által vezérelve egyre kockázatosabb ügyfeleknek nyújtottak hiteleket, annak tudatában, hogy az ügyfelek nem képesek felmérni vagy éppen fedezni e kockázatokat. Ennek során feltehetően abból indultak ki, hogy a jelentősebb sokkok fellépése esetén felmerülő költségek átháríthatóak az ügyfélre, illetve a probléma rendszerszintűvé válása esetén az aktuális kormányra.
- A bankok nem törekedtek az információs aszimmetriák csökkentésére, mivel ez az akkori céljaikkal ellentétben állt. Ehelyett az ügyfelek alacsony informáltságára alapozva igyekeztek piacot szerezni. A hitelközvetítők bevonása olyan mértékben nehezítette ezt a helyzetet, hogy a hitelportfólió szisztematikusan romlása már a banktulajdonosi érdeket is sértette.
- A hitelkamatok változtatásában élvezett szabadságot a bankok az eredményük növelésére használták fel, ami addicionális kockázatok vállalását is jelentette (lejárat mismatch, szintetikus úton előállított devizaforrások).

4. 3. A MAGYAR KORMÁNYOK ILLETVE A FÜGGETLEN INTÉZMÉNYEK FELELŐSSÉGE

Végül az egyes kormányok és a független intézmények a következő lépésekkel járultak hozzá a devizaadósság rendszerszintű problémává való alakulásához:

- 2002 és 2008 között gyakorlatilag teljes mértékben negligálták a lakosság devizaadósságának rendszerkockázatát. Különösen a költségvetés 2006-os konszolidálásával párhuzamosan lett volna időszerű a veszélyek kormányzati kezelése.
- A 2002-től kezdődő felelőtlen költségvetési költségek kizorító hatást gyakorolt az állampapírpiacon, ami közvetlenül hozzájárult a forintforrások drágulásához.
- A lakástámogatási rendszer változása ösztönözte a devizahitelezést.
- A kormányzati kommunikáció fókuszában 2006-ig a gazdasági növekedés stabil alapjainak hangsúlyozása és az euró belátható időn belüli bevezetése állt, ami ösztönözte a kockázatvállalást, különösen a devizahitel-felvételt.
- A magán-nyugdíjpénztári kötelező portfólióváltás 2008-as bevezetése nagymértékben hozzájárult a hazai pénzügyi piacok gyors megrendüléséhez.
- Bár a jegybank észlelte a problémát, és kommunikációjában is felhívta rá a figyelmet, lépései nem voltak elég erőteljesek annak megakadályozásához.
- A monetáris politika látens védelmet nyújtott a devizaadósok árfolyamkitettséggel szemben.
- A PSZÁF nem lépett fel az ügyfelek védelme érdekében, nem avatkozott közbe a hitelközvetítők tömeges megjelenését, a teljes hiteldíj mutató félrevezető alkalmazását, vagy éppen a manipulatív reklámokat illetően. Ebben szerepet játszhatott a kormányval, illetve a bankszektorral való konfrontáció kerülése is.

A felelősségi kérdéskör röviden három fő pontba sűrítendő:

1. Tisztességes szerződéseket kell kötni, és az alapvető szakmai szabályokat be kell tartani (bankrendszer).

2. A megkötött szerződéseket be kell tartani, és felelősséget kell vállalni a tévesnek bizonyult döntésekért (adószok).
3. Gondoskodni kell a jogszabályok betartásáról, illetve szükség esetén fejleszteni kell azokat (a magyar kormány és a független szervezetek).

Végül a problémakör társadalmilag méltányos megítélése érdekében érdemes megemlíteni azt, hogy a nem várt veszteségek ellenére a devizaadósok nem feltétlenül jártak rosszabbul a forintban eladósodottakhoz képest. Az alacsonyabb kamat révén elért költségmegtakarítás ugyanis sok esetben kompenzálhatta a később jelentkező többletköltségeket, továbbá a kormány mentőcsomagjai is lehetőséget adtak a veszteségek csökkentésére.

IRODALOM

- Balaton András–Pitz Mónika (2012): A működőtőke hatása a bruttó nemzeti jövedelemre Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, LIX. évf., január, 1–30. o.
- Banai Ádám–Király Júlia–Nagy Márton (2010): Az aranykor vége Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, LVII. évf., február, 105–131. o.
- Bodnár Katalin (2006): A hazai kis- és középvállalatok árfolyamkitettsége, devizahitelezésük pénzügyi stabilitási kockázatai. Egy kérdőíves felmérés eredményei. *MNB-tanulmányok* 53.
- Boros Anita–Dömötör Barbara (2011): Összetett devizatermékek kockázatai. *Hitelintézeti Szemle*, 10, 142–160. o.
- Csajbók Attila és Csermely Ágnes (2002): Adopting the euro in Hungary: expected costs, benefits and timing. *MNB Occasional Paper* 24.
- Csajbók Attila–Hudecz András–Tamási Bálint (2010): Foreign currency borrowing of households in new EU member states. *MNB Occasional Paper* 87.
- Darvas Zsolt (2011): Debt restructuring in the euro area. A necessary but manageable evil? *Bruegel Policy Contribution* 2011/7.
- Hudecz András (2012): Párhuzamos történetek. *Közgazdasági szemle*. LIX. évf., 2012. április.
- MNB (2004): Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2004. június.
- MNB (2012): Jelentés a pénzügyi stabilitásról, 2012. április.
- Páles Judit–Homolya Dániel (2011): A hazai bankrendszer külföldi forrásköltségeinek alakulása. *MNB-szemle*, október.
- Schepp Zoltán (2008): Néhány gondolat a változó kamatozású devizafinanszírozás kockázatairól. *Hitelintézeti Szemle*, 7, 67–90. o.
- Schepp Zoltán–Pitz Mónika (2012): Lakossági devizahitelezés Magyarországon: problémafelmérés és a frankhitelek banki árazásának empirikus vizsgálata. *KRTI Műhelytanulmányok* 2012/3.
- Szabó Zoltán (2009): Az új paternalizmus: a nem-rationális hitelfeltevői magatartás és a túlzott eladósodás néhány gazdasági viselkedéstani összefüggése. *KRTI Műhelytanulmányok* 2009/6.
- Szigel Gábor–Fáykiss Péter (2012): Az eladósodás hatása a magyar háztartások pénzügyi és jövedelmi pozíciójára, *MNB-Szemle*, 2012. február.