



BUDAPESTI
CORVINUS
EGYETEM

Gazdálkodástani Doktori Iskola

TÉZISGYŰJTEMÉNY

Nagy-Kékesi Zsuzsa

**A magyar háztartások pénzügyi megtakarításai
és vagyona a 2008-2009-es válságot követően**

című doktori értekezéséhez

Témavezető:

Juhász Péter, PhD, CFA
habilitált egyetemi docens

Budapest, 2021

Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszék

TÉZISGYŰJTEMÉNY

Nagy-Kékesi Zsuzsa

**A magyar háztartások pénzügyi megtakarításai
és vagyona a 2008-2009-es válságot követően**

című doktori értekezéséhez

Témavezető:

Juhász Péter, PhD, CFA
habilitált egyetemi docens

© Nagy-Kékesi Zsuzsa

TARTALOMJEGYZÉK

1. A KUTATÁSI TÉMA INDOKLÁSA	3
2. ADATBÁZISOK ÉS FELHASZNÁLT MÓDSZEREK	5
3. AZ ÉRTEKEZÉS EREDMÉNYEI.....	7
4. ÖSSZEFOGLALÁS ÉS JAVASLATOK	18
5. SAJÁT PUBLIKÁCIÓK.....	21
6. FŐBB HIVATKOZÁSOK	22

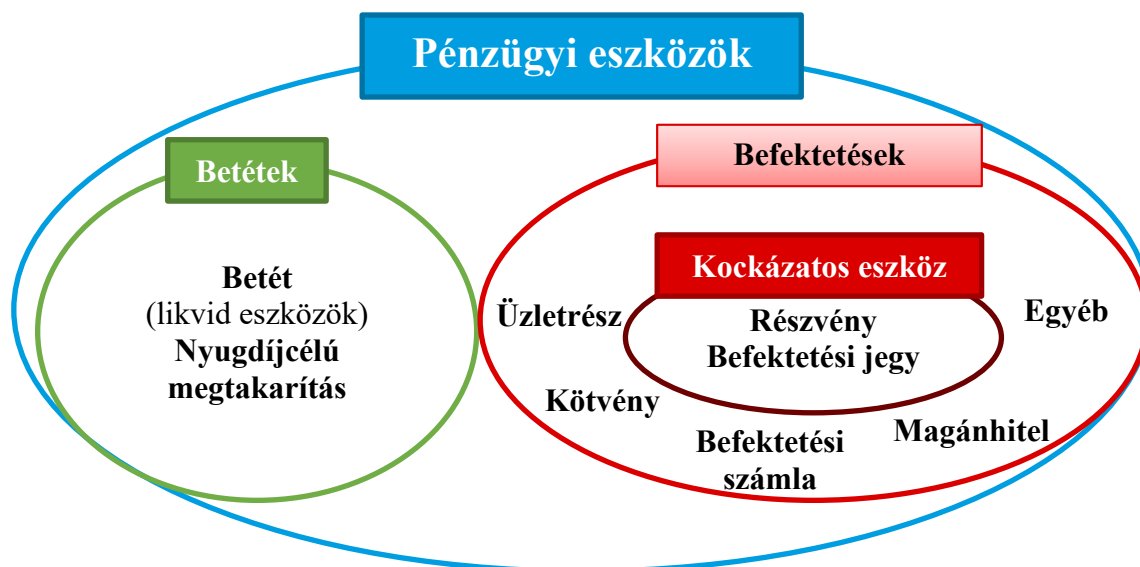
1. A KUTATÁSI TÉMA INDOKLÁSA

A magyar háztartások nettó pénzügyi vagyona 2008 és 2020 között több mint megháromszorozódott: azaz közel 40 ezer milliárd forinttal nőtt. A háztartások GDP-arányos nettó pénzügyi vagyona is több mint 55 százalékponttal emelkedett – így a lakossági pénzügyi vagyon növekedése számottevően hozzájárult a gazdaság külső egyensúlyi pozíciójának javulásához, így a külföldi forrásokra való ráutaltság mérséklődéséhez is. Míg a kétezres évek elejétől a lakosság egyre inkább eladósodott, a 2008-2009-es válságot követően a törlesztések révén jelentősen csökkent a lakosság hitelállománya. Ezzel párhuzamosan a lakosság GDP-arányos pénzügyi eszközei is számottevően, mintegy 40 százalékponttal nőttek 2008-2020 között (Kékesi et al., 2015).

A gondolatmenetet érdemes a disszertációban használt főbb fogalmak definiálásával kezdeni. A lakosság rendelkezésre álló jövedelmét fogyasztásra, beruházásra és *nettó pénzügyi megtakarításra* fordíthatja. Nettó pénzügyi megtakarítás alatt a jövedelem „el nem költött” részét értjük. A nettó pénzügyi megtakarítás egy másik megközelítésben a pénzügyi eszközfelhalmozás és a hitelfelvétel különbsége. Azaz, a nettó pénzügyi megtakarítás folyó/flow jellegű változó, azaz azt mutatja meg, hogy egy adott időszakban mennyit takarítottak meg a háztartások. A pénzügyi folyamatok eredményeként jelentős állományok (stock típusú változók) alakulhatnak ki. A háztartások *nettó pénzügyi vagyona* – a flow típusú változóhoz hasonló logika mentén – a pénzügyi eszközállomány és a hitelállomány különbségeként adódik.

A vagyon vizsgálatához a megtakarítási formákat két csoportba soroltam, megkülönböztettem „betétek” (bankbetétek, valamint a nyugdíjcélú megtakarítás) és ún. „befektetések” (a többi pénzügyi befektetés: befektetési jegyek, kötvények, üzletrészek, részvények, befektetési számlák, magánhitel és egyéb pénzügyi megtakarítás) megtakarítási formákat. A szakirodalom alapján a nyugdíjcélú megtakarítások tekinthetők befektetésnek is, ugyanakkor abból a megfontolásból, hogy ezek a megtakarítások hosszú távra szólnak, valamint az, hogy Magyarországon jelentős mértékű a munkáltatói befizetés is – így kevésbé tudatos döntésről van szó –, az elemzésem során ezeket a megtakarításokat a betétekhez soroltam. Kockázatos eszköznek a befektetések közül – a szakirodalom alapján – csak a részvényt és befektetési jegyet tekintettem, de kockázata ellenére a szokványok szerint nem tartozik ide a közvetlenül tulajdonolt üzletrész. Likvid megtakarítási formának csak a bankbetéteket tekintettem (1. ábra).

1. ábra: A disszertációban szereplő pénzügyi eszközök csoportosítása



Forrás: saját szerkesztés

A 2000-es évek magyarországi fejleményei és számos nemzetközi példa is rámutatott arra, hogy a lakossági megtakarítások és vagyon szintje kiemelt szerepet tölthet be az egyensúlyi, fenntartható módon megvalósuló felzárkózásban. A megtakarítások kulcsszerepe egyrészt abból fakad, hogy a háztartások által megtakarított összeg finanszírozhatja azokat a vállalati vagy állami beruházásokat, amelyek magasabb potenciális növekedést és gyorsabb konvergenciát tesznek lehetővé. Jellemzően a magasabb lakossági megtakarítási ráták magasabb beruházási rátákkal párosulnak (például Feldstein – Horioka, 1980, Prasad et al., 2007). Másrészt, ha egy gazdaság számára a belföldi szektorok (elsősorban a háztartások) által biztosított források nem elegendők, akkor a beruházások részben csak külföldi források segítségével valósíthatók meg, ami külső egyensúlytalanságot okozhat (Antal, 2006).

A disszertációmban bemutatott kutatásaim során elsősorban a 2008-2009-es válságot követő, 2020-ig tartó időszak megtakarítási folyamataira koncentráltam. Az időszak kiválasztásában két szempont játszott szerepet. Egyrészt magyar adatokon az új évezredben még nem végeztek átfogó elemzéseket: a magyar megtakarításai folyamatoknak 2000 óta nem volt ilyen jellegű bemutatása (Árvai – Menczel, 2000). Másrészt, a válság után olyan mértékű változás történt a magyar háztartások megtakarítási viselkedésében, amelynek elemzése önmagában több kutatásra is elegendő lenne. Disszertációmban arra keresem a választ, hogy makroszinten milyen tényezők járulhattak hozzá a magyar háztartások megtakarításának 2008-2009-es válságot követő jelentős emelkedéséhez és portfólióösszetételének megváltozásához. Emellett azt is vizsgálom, hogy mikroszinten milyen faktorok határozhatják meg a magyar háztartások pénzügyi vagyonának mértékét és összetételét.

2. ADATBÁZISOK ÉS FELHASZNÁLT MÓDSZEREK

Az első kutatási kérdésem megválaszolásához – arra, hogy miként alakultak a magyar háztartások megtakarításai a 2000-es években, különösen tekintettel a 2008-2009-es pénzügyi válságot követő időszakra – leíró elemzést használok (3. fejezet). Feltárom, milyen tényezők állhattak a magyar megtakarítási folyamatok mögött és körbejárom, hogyan alakult a háztartások pénzügyi vagyonának összetétele a 2008-2009-es pénzügyi válságot követően és milyen változások történtek a magyar lakosság pénzügyi portfóliójának összetételében. A leíró elemzés megállapításaihoz, ábráinak elkészítéséhez magyarországi makroadatbázisokat használok. A felhasznált adatok közül a Magyar Nemzeti Bank (MNB) „A nemzetgazdaság pénzügyi számláit” kell kiemelnem, mint az elemzés egyik meghatározó alapját. Emellett az MNB egyéb, nyilvánosan elérhető adatait és a Központi Statisztikai Hivatal (KSH) adatbázisait használtam.

A második kutatási kérdésre – Milyen faktorok határozhatják meg a magyar háztartások bruttó pénzügyi vagyonának mértékét és összetételét? – egy 2015 óta elérhető, viszonylag új mikroadatbázis segítségével, a Household Finance and Consumption Survey (HFCS) felmérés segítségével válaszoltam: a 2014-es és 2017-es felvétel adatait használtam. A negyedik fejezetben magyar háztartások pénzügyi vagyonával és annak összetételével kapcsolatos megállapításokat, hipotézist fogalmaztam meg, amelyet statisztikai módszerekkel tesztelek.

A fejezet során használt módszerek (statisztikai tesztek, logisztikus regresszió, Heckman-féle szelekciós modell) közül a Heckman-féle szelekciós modellt érdemel külön figyelmet, mivel ez a H4 hipotézisem (H4 – mely tényezők befolyásolják a magyar háztartások pénzügyi vagyonának szintjét) következtetéseihez alkalmazott megközelítés újszerűnek számít a téma vizsgálatában. A Heckman-féle szelekciós modell egyenleteinek felépítése a következőképpen néz ki a háztartások megtakarítási döntéseire vonatkoztatva.

1. Szelekciós egyenlet

$$\begin{aligned} savings_i^* = & \alpha_0 + \alpha_1 \log_{income} + \alpha_2 educ_1 + \alpha_3 educ_2 + \alpha_4 age_1 + \alpha_5 age_2 + \\ & \alpha_6 female + \alpha_7 haspartner + \alpha_8 child + \alpha_9 time + \alpha_{10} notrisk + \alpha_{11} \log_{HMR} + \\ & \alpha_{12} motive + \alpha_{13} inherit + u_i \end{aligned} \quad (1)$$

$$savings_i = 1 \text{ ha } savings_i^* > 0, \text{ egyéb esetben } 0. \quad (2)$$

$$Prob(Z_i = 1 | \mathbf{w}_i) = \Phi(\mathbf{w}_i' \boldsymbol{\alpha}) \text{ és } Prob(Z_i = 0 | \mathbf{w}_i) = 1 - \Phi(\mathbf{w}_i' \boldsymbol{\alpha}) \quad (3)$$

ahol $savings_i^*$ a szelekció folytonos változója

$savings_i$ az i -dik megfigyelésre vonatkozó bináris szelekciós változó – van-e háromhónapnyi megélhetési költséget meghaladó pénzügyi vagyona (Z_i),

log_{income} , $educ_1$, $educ_2$, age_1 , age_2 , $female$, $haspartner$, $child$, $time$, $notrisk$, log_{HMR} , $motive$,

$inherit$ a szelekciós egyenlet magyarázóváltozói (w_i)

α_i a szelekciós egyenlet változóinak koefficiensei,

u_i a szelekciót befolyásoló nem megfigyelhető tényező,

w_i a megfigyeléshez tartozó, szelekciót befolyásoló változók vektora,

ϕ a standard normális eloszlás eloszlásfüggvénye.

2. Regressziós egyenlet

$$\begin{aligned} log_{savings} = & \beta_0 + \beta_1 log_{income} + \beta_2 educ_1 + \beta_3 educ_2 + \beta_4 age_1 + \beta_5 age_2 + \\ & \beta_6 female + \beta_7 haspartner + \beta_8 child + \beta_9 time + \beta_{10} notrisk + \\ & \beta_{11} log_{HMR} + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (4)$$

$$savings_i = 1 \text{ esetén} \quad (5)$$

ahol

$log_{savings}$ a regressziós egyenlet eredményváltozója

log_{income} , $educ_1$, $educ_2$, age_1 , age_2 , $female$, $haspartner$, $child$, $time$, $notrisk$, log_{HMR} a

regressziós egyenlet magyarázóváltozói

β_i a regressziós egyenlet változóinak koefficiensei,

ε_i a $log_{savings}$ eredményváltozót befolyásoló nem megfigyelhető tényező.

3. AZ ÉRTEKEZÉS EREDMÉNYEI

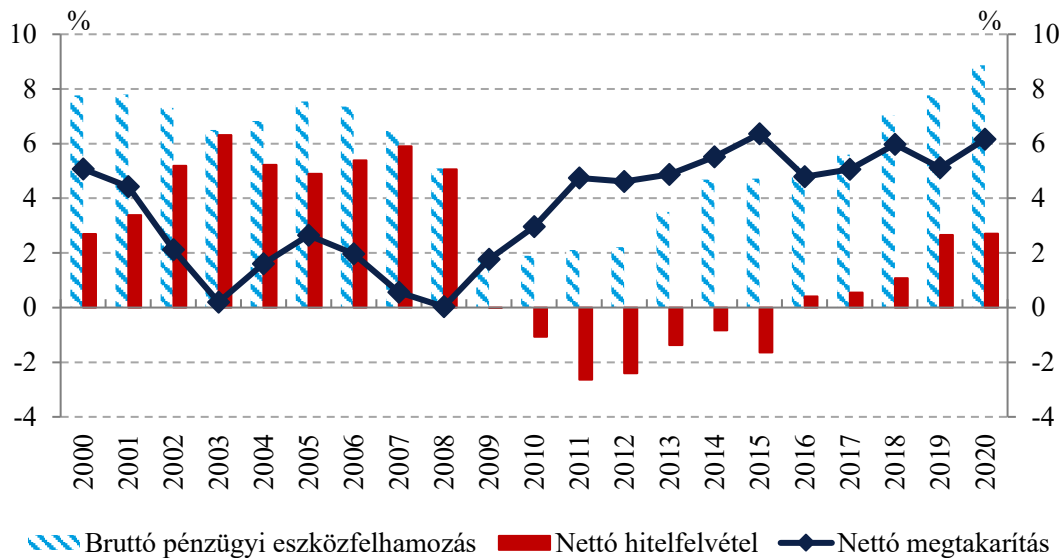
A disszertáció második fejezetében a háztartások pénzügyi megtakarításával foglalkozó elméleteket és szakirodalmat dolgoztam fel és foglaltam össze magyar nyelven. Az általam alkalmazott csoportosítás újszerű, hiszen külön vizsgálja a mikro- és makroadatokon alapuló empirikus irodalmat, illetve a pénzügyi megtakarítások (vagyon) szintje mellett annak összetételét befolyásoló tanulmányokat is ismertet. A szakirodalom esetében alkalmazott csoportosítását követem a disszertáció további részében is.

A harmadik fejezetben makroadatokon, egy leíró elemzés segítségével azt vizsgáltam, miként alakultak a magyar háztartások megtakarításai a 2008-2009-es pénzügyi válságot követő időszakban és milyen tényezők állhattak a magyar megtakarítási folyamatok mögött. Majd azt elemeztem, hogy milyen változások történtek a magyar lakosság pénzügyi portfóliójának összetételében. A fejezet legfontosabb új eredményei a következők.

A magyar lakossági megtakarításokat a válság után ciklikus tényezők miatt előtérbe kerülő óvatossági motívumok jelentősen növelték. Ilyen ciklikus tényező például a megemelkedő munkanélküliség vagy a háztartások eladósodottsága (a devizahitelek törlesztőrészleteinek megugrása). Ezek a motivációk azonban 2017-től mérséklődhettek, mivel a munkanélküliség csökkent, a devizahiteleket forintosították, a lakosság hitelállománya pedig mérséklődött.

A magyar háztartások megtakarításainak alakulásában a ciklikus tényezők mellett egyre nagyobb teret nyertek a strukturális tényezők. Ilyen például a bérnövekedés, az adóváltozások jövedelemnövelő hatása, az adósságfék-szabályok és a hosszabb távú megtakarítást támogató állami ösztönzőrendszer. A hozamok 2012-től kezdődő csökkenése Magyarországon – a legtöbb európai országhoz hasonlóan – nem járt a megtakarítás mérséklődésével, amelyben az erős óvatossági motívum mellett ezek a strukturális tényezők is érdemi szerepet játszhattak.

2. ábra: A magyar háztartások nettó pénzügyi megtakarításának alakulása GDP arányában*



*Egyszeri hatásoktól (nyugdíjpénztári átalakítás, végtörlesztés, forintosítás) megtisztított alapfolyamatok

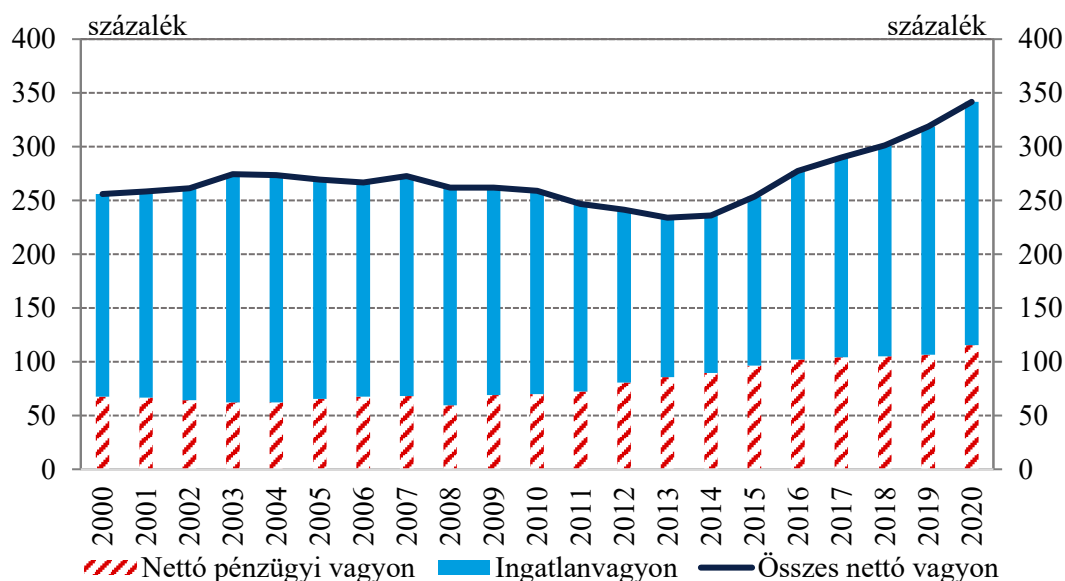
Forrás: MNB, saját szerkesztés

Az emelkedő nettó pénzügyi megtakarítás a háztartások nettó pénzügyi vagyonának a bővülésében is tükröződött. A magyar háztartások nettó pénzügyi vagyona 2020 végére elérte a GDP 116 százalékát, ami jelentősen meghaladja a régióban megfigyelhető értékeket (saját számítás). A pénzügyi eszközök emelkedéséhez – a pénzügyi eszköz felhalmozás mellett – jelentős mértékű átértékelődés is hozzájárult. A pénzügyi kötelezettségeket tekintve a forintosítás hatására a hitelállomány szerkezete alapvetően megváltozott: a lakosság devizahitel-kitettsége érdemben visszaesett. A nettó pénzügyi vagyon növekedésének döntő része (55 százaléka) a növekvő megtakarítási hajlandóságot jelző, új lakossági megtakarításokhoz köthető (pénzügyi számla alapján saját számítás). A második legnagyobb hatása az állományok átértékelődésének volt: ez közel 35 százalékkal járult hozzá a növekedéshez. További 5-5 százalék a lakossági devizahitelekhez kapcsolódó kormányzati intézkedésekkel (végtörlesztés, elszámolás és forintosítás), illetve egyéb állományváltozásokkal magyarázható.

2014 óta a háztartások pénzügyi vagyona mellett ingatlanvagyonra is jelentősen emelkedett és jóval meghaladja a nettó pénzügyi vagyont. Az ingatlanvagyonra saját becslést készítettem: a KSH lakóingatlanokra vonatkozó, 2011-es népszámláláskor összegyűjtött és MNB lakáspiaci index alapján. Míg a pénzügyi vagyon esetén a tranzakciók

növelték nagyobb mértékben a vagyont, az ingatlannál az átértékelődésből származott a bővülés érdemi része.

3. ábra: A háztartások nettó pénzügyi vagyona és ingatlanvagyona a GDP arányában*



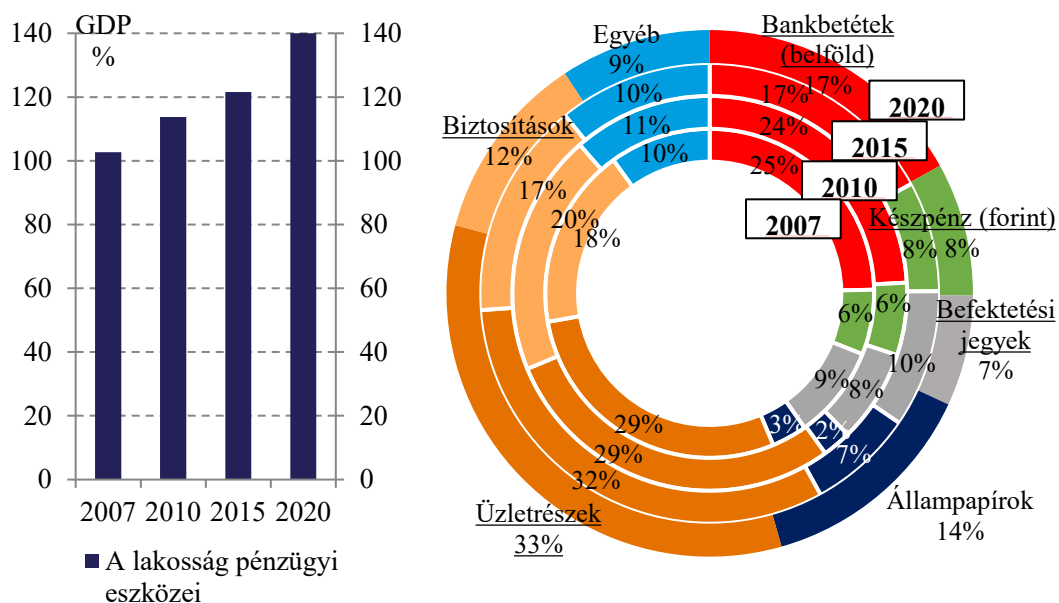
* Az ingatlanvagyon értéke saját becslés KSH adatok és MNB lakáspiaci index alapján.

Forrás: MNB, KSH, saját szerkesztés

A lakosság pénzügyi eszközállományának szerkezetében jelentős változás következett be az elmúlt években: az értékpapírok arányának emelkedése döntően a változó hozamkörnyezettel magyarázható. A 2008-2009-es válság utáni első években a lakosság új megtakarításait bankbetétbe helyezte el, ami vélhetően az emelkedő betéti hozamokkal, illetve a lakosság kockázatkerülő magatartásával lehetett összefüggésben. 2012 elejétől kezdve a háztartások csökkentették bankbetéteik arányát, és növelték az értékpapír – elsősorban állampapír – megtakarításaikat. A lakosság állami finanszírozásának emelkedését a támogató kormányzati stratégia mellett a kiemelkedő hozamelőny is ösztönözte, aminek eredményeként a lakosság által közvetlenül tulajdonolt állampapír állomány 2020 végére 9100 milliárd forint fölé emelkedett. Míg 2011-ben a lakosság pénzügyi eszközein belül az állampapírok még csak 2 százalékot képviseltek, addig ennek mértéke 2020 végére már 14 százalékra emelkedett, ami már nemzetközi összehasonlításban is magasnak számít. A lakosság által birtokolt állampapírok állománya minden kvintilisben – különösen a legfelsőben – nőtt 2014 és 2017 között.

A magyar lakosság vagyonán belül a hosszabb lejáratú pénzügyi eszközök kisebb súlyt képviselnek. A pénzügyi számla adatai alapján megállapítható, hogy a magyar háztartások hosszú távra kevésbé szeretnek elköteleződni. Bár a lakosság alapvetően a rövid futamidejű megtakarításokat preferálja, állami ösztönzők (például TBSZ) a hosszabb futam idejű megtakarítások felé terelhetik a befektetéseket. A mikroadatokon végzett elemzés rámutatott arra is, hogy az, hogy egy adott háztartásnak több likvid pénzügyi eszköze, mint befektetett eszköze van, az nem független attól, milyen a kockázathoz való attitűdje (a magukat kockázatkedvelőnek valló háztartások kevesebb likvid eszközt tartanak). Vagyis a kockázatok megismerése, a pénzügyi kultúra fejlesztése is a hosszabb távú befektetések súlyának emelkedésével járhatnak.

4. ábra: A lakosság pénzügyi eszközeinek állománya és a pénzügyi eszközök megoszlása



Megjegyzés: A nyugdíjrendszer átalakítása miatti egyéb, államháztartással szembeni követeléseket a háztartási biztosítások között számoltam el.

Forrás: MNB, Kékesi et al. (2015) alapján saját szerkesztés

Az állam lakossági finanszírozása a közvetetten (pénzügyi közvetítőkön keresztül) birtokolt értékpapírokat is figyelembe véve a GDP mintegy 25 százalékát teszi ki. A háztartások eszközallokációs döntéseikkel végső soron a főbb szektorokat (az államháztartást, a vállalatokat és a külföldi szektor) finanszírozzák. A lakosság nemcsak közvetlenül finanszírozza a főbb belföldi szektorokat, hanem egyéb pénzügyi közvetítőkön (befektetési alapok, biztosítók, pénztárak) keresztül is (közvetett finanszírozás). Saját számításaim alapján a magyar háztartások összességében a közvetlenül tartottnál (a GDP 19 százaléka) jóval

nagyobb mértékű, a GDP mintegy 25 százalékának megfelelő állampapír állományt birtokolnak. A többi európai országgal összevetve ez kiemelkedőnek számít: Magyarország mellett Portugáliában (17%), Olaszországban (11%) és Máltán (10%) tart több állampapírt a lakosság, mint a GDP 10 százaléka (az európai átlag igen alacsony – mindössze a GDP 2,8 százaléka).

A rendelkezésre álló makroadatok alapján kijelenthetjük, hogy a magyar háztartások nettó pénzügyi megtakarításának és vagyonának növekedése érdemben támogatta a gazdaság külső finanszírozási képességének emelkedését is. A magyar lakosság azzal is erősítette az ország sokktűrő képességét, hogy a magasabb megtakarításuk egyre nagyobb hányadát fektette magyar állampapírokba – támogatva ezáltal az ország belső forrásokból történő finanszírozását. A lakossági finanszírozás azonban kockázatokat is hordozhat magában: a rövid futamidejű állomány az államnak megújítási kockázatot jelenthet, a háztartásoknak a fix kamatozású papírok miatt nő az inflációs kitétsége és a bankrendszer számára is kevesebb az elérhető forrás (bár a kutatásom idején a bankok nem szembesültek ezzel a korláttal).

A 2008-2009-es válság után a megváltozott hitelfelvételi attitűd, a fogyasztás gyenge emelkedése és a hiteltörlesztési problémák azonban felhívták a figyelmet arra, hogy a gazdasági folyamatok megértéséhez az egyes szektorokra rendelkezésre álló aggregált adatok nem nyújtanak elegendő információt. A válság kitörését követően jelentősen emelkedett a magyar lakosság nettó pénzügyi vagyona – ez ugyanakkor nem feltétlen jelenti azt, hogy minden háztartásnak nőtt. Ezért széleskörű igényként merült fel, hogy egységes adatbázis álljon rendelkezésre a magyar háztartások jövedelmi, fogyasztási és vagyoni helyzetéről. Ehhez a negyedik fejezetben empirikus vizsgálatnak vettem alá a magyar lakosság megtakarítását az euroövezeti háztartási felmérés (HFCS – Household Finance and Consumption Survey) segítségével. Az empirikus vizsgálat hipotéziseit és legfontosabb eredményeit a 1. táblázat tartalmazza:

1. táblázat: A vizsgálatok áttekintése

	Hipotézis	Vizsgálat	Eredmény
Pénzügyi vagyon szintje	H1: A jövedelem és a végzettség növekedésével fokozatosan nő a megtakarított bruttó pénzügyi vagyon és a háztartások egyre nagyobb aránya rendelkezik befektetésekkel.	Leíró statisztikák	Mindkét tényező esetén nő a pénzügyi vagyon, azonban ahhoz, hogy igazoljuk azt, hogy pozitívan befolyásolják a nettó pénzügyi megtakarítást, szükséges a változók egymásra gyakorolt hatását kiszűrni.
			√

	Hipotézis	Vizsgálat	Eredmény	
Pénzügyi vagyon szintje	H2: A magyar háztartások ingatlanvagyonra jövedelemtől függetlenül nagyobb mint a pénzügyi vagyonuk.	Leíró statisztikák	Minden jövedelmi ötöd esetén magasabb az ingatlanvagyon medián értéke, mint a pénzügyi vagyon értéke. De az, hogy egy adott háztartásnak több pénzügyi, mint ingatlanvagyon van, az nem függetlenül attól, hogy melyik jövedelmi kvintilisbe tartozik. A magasabb jövedelmi kvintilisekben több háztartásnak van több pénzügyi, mint ingatlanvagyon.	X
	H3: Azt, hogy egy adott háztartás rendelkezik-e háromhavi megélhetési költségnél nagyobb pénzügyi vagyonnal a háztartás jövedelmi helyzete mellett a háztartásfő iskolai végzettsége, életkora, kockázati attitűdje és a családszerkezet is befolyásolja.	Logisztikus regresszió	A jövedelem, a vagyon és a „kétkeresős” család pozitívan befolyásolja a pénzügyi eszközfelhalmozást, az idősebb háztartásfő és a kockázatkörülés pedig negatívan.	√
	H4: Azt, hogy egy adott háztartás mekkora pénzügyi vagyonnal rendelkezik a háztartás jövedelmi helyzete mellett a háztartásfő iskolai végzettsége, életkora, kockázati attitűdje és a családszerkezet is befolyásolja.	Heckman-féle szelekciós modell	A jövedelem mellett az iskolai végzettség a pénzügyi vagyon meglétének és mértékének fontos meghatározója.	√
Pénzügyi vagyon összetétele	H5: A magyar háztartások – a kockázati attitűdjüktől függetlenül – több likvid, mint befektetett pénzügyi eszközt tartanak.	Leíró statisztikák	A keresztábra-elemzés szerint az, hogy egy adott háztartásnak több likvid pénzügyi eszköze, mint befektetett eszköze van, az nem függetlenül attól, hogy milyen a kockázathoz való attitűdje.	X
	H6: A háztartások jövedelmének emelkedésével jobban diverzifikált (kevésbé koncentrált) az egyes eszköztípusokban tartott vagyon.	Leíró statisztikák	A pénzügyi eszközök súlya a lakosság teljes vagyonában – a jövedelmi helyzetüktől függően – eltérő, a legmagasabb koncentrációt az első jövedelmi ötödben, a legalacsonyabbat az ötödikben találtam.	√
	H7: A háztartások kockázatos eszköztartása leginkább attól függ, hogy egy háztartás mekkora vagyonnal és jövedelemmel rendelkezik.	Logisztikus regresszió	A jövedelem és a vagyon mellett a kockázatos eszközök tartását az észlelt háttérkockázatok, a likviditáskorlát, demográfiai jellemzők, valamint információs korlátok is befolyásolják.	√

Vagyis az empirikus vizsgálati eredményeim összességében megerősítették a szakirodalom által felvázolt helyzetképet, ugyanakkor néhány különbség is észrevehető:

1. A jövedelem és a végzettség a vártnak megfelelően – pozitívan befolyásolja azt, hogy a magyar háztartások rendelkeznek-e háromhónapnyi megélhetési költségnél magasabb pénzügyi vagyonnal.

A mikroadatokat vizsgálva megállapítható, hogy a háztartások pénzügyi vagyona a jövedelem növekedésével párhuzamosan emelkedik (H1). A háztartások által birtokolt pénzügyi eszközök értéke a jövedelem növekedésével folyamatosan bővül: míg a legalacsonyabb jövedelmi ötödben a háztartások 6,5 százaléka, addig a legmagasabban már közel 25 százaléka rendelkezik pénzügyi megtakarítással.

A háztartásokat végzettség szerint vizsgálva közel azonos eredményeket kapunk: az alacsony végzettségűeknek jellemzően igen alacsony a pénzügyi megtakarítása, a magasabb végzettségű háztartásfővel rendelkező háztartások azonban már érdemibb pénzügyi megtakarítással rendelkeznek.

A H1 hipotézis vizsgálata során kapott eredményekkel összhangban a jövedelem növekedésével a háztartások egyre nagyobb aránya rendelkezik likviditási pufferral (ami az esetleges munkahelyvesztés esetére megfelelő mértékű pénzügyi tartalékot jelenthetne). Ennek ellenére a magyar háztartások közel 40 százaléka nem rendelkezik akkora pénzügyi vagyonnal, amely a háztartás megélhetési költségeit három hónapra fedezni tudná (H3). A pénzügyi vagyon mértéke nem fokozatosan emelkedik a jövedelmi kategóriák között, ami arra utal, hogy hosszú távon csak a legmagasabb jövedelemmel rendelkezők számára elérhető a magas pénzügyi vagyon. Hasonló eredményeket kapott a magyar adatokon Bukodi és Róbert (2000), akik a legmagasabb jövedelműek kiemelkedő vagyoni helyzetét regisztrálták.

A leíró elemzés a parciális hatásokat nem képes kezelni, ezért H3 hipotézisben modell alapú megközelítést (logisztikus regressziót) készítettem. A likviditási puffert meghaladó pénzügyi vagyon modellezése során a háztartások jövedelmi helyzetének és végzettségének hatása mellett a demográfiai tényezőket is vizsgáltam, és azt is, hogy kimutatható-e a háztartásfő befektetésekhez való kockázati attitűdjének hatása, illetve az általuk birtokolt ingatlan értéke befolyásolja-e az eredményeket. Az elemzéshez a HFCS magyarországi adatbázisát használtam.

Azt, hogy egy adott háztartás rendelkezik-e háromhónapnyi megélhetési költségnél magasabb megtakarítással a háztartás *jövedelme* mellett a háztartásfő *iskolai végzettsége* is

pozitívan befolyásolja. A logaritmikus skálán egy egységgel növelt jövedelem (vagyis a jövedelem 2,7-szeresére növelése) 8,8 százalékponttal növeli a pénzügyi eszköztartásának valószínűségét. A középfokú végzettség 13,6, a felsőfokú végzettség 27,7 százalékponttal növeli a tartás valószínűségét.

A fiatalokhoz képest az *időseknél* (70 év felett) közel 7 százalékpontos csökkenés látható – vagyis az idősebb háztartások kisebb valószínűséggel tartanak a megélhetés háromhónapnyi fedezésénél több pénzügyi eszközt. A kapott eredmény megerősíti az életciklus hipotézist, vagyis az idős háztartások kisebb valószínűséggel tartanak pénzügyi eszközöket.

A családszerkezet változói közül a „*kétkeresős*” család pozitívan befolyásolja a pénzügyi eszközök tartásának valószínűségét. A háztartásfő neme (női háztartásfő) és a gyermek megléte nem befolyásolja a pénzügyi eszközök tartásának valószínűségét. Tehát – szemben a várakozásokkal – a nők nem óvatosabbak és tartalékolnak nagyobb valószínűséggel, mint a férfiak, és a gyerekes családok helyzete sem tér el a hasonló helyzetű gyermektelenekétől.

Vagyis a kapott eredmények alapvetően megerősítik a szakirodalom alapján várt összefüggéseket a jövedelem, a végzettség, a „*kétkeresős*” család pozitívan befolyásolja a pénzügyi eszközfelhalmozást, az idősebb háztartásfő pedig negatívan (H3).

2. A magyar háztartások fő vagyontárgya a lakóingatlanuk.

A makroadatok mellett a mikroadatok alapján is megállapítható, hogy a magyar háztartások számára igen fontos az ingatlanszerzés. Ez Magyarországon abban tükröződik, hogy a háztartások 83 százaléka az általa (részben vagy egészen) birtokolt ingatlanban él. A jövedelem bővülésével fokozatosan nő a lakóingatlan értéke (illetve a tulajdonlási arány is), vagyis a magasabb jövedelem értékesebb lakás vásárlásával jár együtt. Az ingatlanban tartott vagyon fontosságát támasztja alá az is, hogy a háztartások 80 százalékánál az ingatlanvagyon meghaladja a pénzügyi vagyon értékét.

Ez nem feltétlenül jelent „újdonságot”: az európai uniós országok háztartásainak vagyonában a saját tulajdonú lakóingatlanok szerepe a legjelentősebb. A HFCS hullámban résztvevő országok háztartásainak átlagosan közel 60 százaléka birtokolja lakóingatlanát. Az egyes országok között azonban jelentős eltérések mutatkoznak: míg Németországban és Ausztriában a háztartások kevesebb mint fele lakik saját ingatlanában, addig ez az arány Spanyolországban, Szlovákiában és Szlovéniában meghaladja a 80 százalékot (Arrondel et al.,

2014). A lakóingatlanl rendelkező magyar háztartások aránya így európai összevetésben is magas: Magyarországon – Szlovákia után – a második legmagasabb (Boldizsár et al., 2015).

A H2 hipotézis vizsgálatának eredményei alapján láthatjuk, hogy a legfelső jövedelmi kvintilisben sem közelíti meg a háztartások által birtokolt pénzügyi vagyon medián értéke a lakóingatlanjuk medián értékét. Ugyanakkor az elvégzett tesztek alapján látható, hogy a jövedelem befolyásolja azt, hogy egy háztartásnak több pénzügyi, mint ingatlanvagyon van-e.

3. A magyar háztartások pénzügyi eszközfelhalmozásának szintjét – a vártnak megfelelően – pozitívan befolyásolja a jövedelem és a végzettség.

A következtetéshez alkalmazott modellszelektálás (Heckman-féle szelekciós modell) újszerűnek számít a téma vizsgálatában (H4). A Heckman-féle szelekciós modell eredményei alátámasztják, hogy a jövedelem mellett az iskolai végzettség a pénzügyi vagyon meglétének és mértékének fontos meghatározója, vagyis kereszthatáson túl (magasabb végzettség, magasabb jövedelem) a végzettségnek önálló közvetlen hatása is van.

A jövedelem és a végzettség mellett az életkor is fontos meghatározója a megtakarítások szintjének. Az idősebb, 70 év feletti háztartások kisebb valószínűséggel tartanak a megélhetés háromhónapnyi fedezésénél több pénzügyi eszközt. Azoknak az idős háztartásoknak azonban, amelyeknek van pénzügyi vagyonuk, a pénzügyi vagyona is magasabb, mint a fiataloké. Mindez arra utal, hogy Magyarországon – szemben más országokkal – nagyon heterogén az idős társadalom: viszonylag kevés idős háztartás rendelkezik pénzügyi vagyonnal, de akiknek van, azoknak a pénzügyi vagyona jelentős. Ez némileg ellentmond az életciklus hipotézisnek, azaz, hogy az idősebb háztartások „felélik” megtakarításaikat. Erre magyarázat lehet az *örökség-hagyási motívum*: az idős háztartások a következő nemzedék számára szeretnék biztosítani a szükséges javakat., vagyis az idős háztartások kisebb valószínűséggel rendelkeznek pénzügyi vagyonnal. Mindezek alapján az idősebb társadalom a pénzügyi vagyon vonatkozásában a fiatalabbnál is szétszakadtabb.

A megtakarítások szintjére ható változók közül érdemes még kiemelni a „kétkeresős” családot: ez ugyanis pozitívan befolyásolja a pénzügyi eszközök tartásának valószínűségét, ugyanakkor a pénzügyi vagyon mértékére már nem hat. A magyar adatokon végzett elemzés eredményeinek sajátossága, hogy a háztartásfő neme nem befolyásolja a pénzügyi eszközök tartásának valószínűségét, ugyanakkor a női családfő a pénzügyi vagyon mértékére már negatívan hat. Az is sajátosság, hogy gyermekek megléte sem a pénzügyi vagyon tartását, sem annak szintjét nem befolyásolja.

4. A magyar háztartások kockázatoseszköz tartását – a többi országhoz hasonlóan – alapvetően a háztartás jövedelme és vagyoni helyzete határozza meg.

A magyar háztartások által birtokolt bankbetéten kívüli pénzügyi (főként kockázatos) eszközök értéke a jövedelem növekedésével fokozatosan emelkedik. Az alacsony jövedelmi kategóriában a háztartások általában kevésbé kockázatos eszközökkel, jellemzően bankbetéttel rendelkeznek, míg a magasabb jövedelemmel rendelkező háztartások esetében már magasabb a befektetések (befektetési jegyek, kötvények, üzletrészek, részvények, befektetési számlák, magánhitel és egyéb pénzügyi megtakarítás) aránya a pénzügyi eszközökön belül (H1).

A befektetések túlnyomó részét, több mint felét a felső jövedelem kvintilis birtokolja. Továbbá a magasabb jövedelmi kategóriában kisebb arányban tartanak betéteket a háztartások, és vagyis jellemzően a kockázatosabb (értékpapír típusú) befektetési formákat részesítik előnyben. A magyar háztartások alacsony kockázatvállalási hajlandóságát jelzi, hogy annak ellenére, hogy ebben a kategóriában legmagasabb a részvételi arány, a háztartások mindössze negyede rendelkezik ilyen jellegű megtakarítással (H1).

A H7 hipotézisben modellalapú megközelítést használtam annak érdekében, hogy feltárjam hogyan hatnak – a változók egymásra gyakorolt hatását kiszűrve – a leíró részben vizsgált és az elméletből adódó tényezők a háztartások kockázatos eszközeinek tartására.

A háztartások portfóliójának összetételét vizsgálva elmondható, hogy elsősorban a háztartás jövedelme és vagyoni helyzete határozza meg, hogy tart-e az adott háztartás kockázatos eszközt. Kockázatos eszköznek a szakirodalom alapján csak a részvényt és befektetési jegyet tekintetem, de kockázata ellenére a szokványok szerint nem tartozik ide a közvetlenül tulajdonolt üzletrész.

A *jövedelem* növekedésével párhuzamosan emelkedik a kockázatos eszköz tartásának valószínűsége: a jövedelem 2,7-szeresére növelése közel 3 százalékponttal növeli a kockázatos eszköz tartásának valószínűségét. A nagyobb *vagyon* is növeli a kockázatos eszközök tartásának valószínűségét: a legfelső vagyoni csoporthoz való tartozás átlagosan már több mint 13 százalékponttal növeli a kockázatos eszköztartás valószínűségét.

Az *információs korlátok hiányának* (a magasabb végzettség és a pénzügyi szektorokban való foglalkoztatottság) szintén erősen pozitív hatással van a kockázatos eszköztartás valószínűségére. Emellett a háztartások önbevalláson alapuló *befektetési attitűdje* is fontos tényező a befektetési döntések meghozatalakor: a kockázatkedvelő háztartások szívesebben fektetnek kockázatos eszközbe.

A kockázatok közül a *likviditás korlát* jelenléte, az *ingatlanpiaci kitettség*, illetve a *vállalkozói jövedelem* háttérkockázata ugyanakkor negatívan befolyásolja a magyar háztartások kockázatoseszköz-tartását. A háztartások demográfiai jellemzőinek (gyermekek száma, családi állapot, kor) szerepe viszont – szemben a nemzetközi szakirodalommal – nem kimutatható a kockázatos eszköztartásában. A munkaerőpiaci kitettség¹ változó sem volt szignifikáns a magyar adatok esetében.

A nemzetközi adatokon végzett elemzés során is hasonló eredményeket kaptunk kollégáimmal (Balogh et al., 2019). Egyedül néhány demográfia tényező (női háztartásfő és gyermekek száma), a pénzügyi szektorban való foglalkoztatottság és a munkaerőpiaci kitettség miatti háttérkockázat vált szignifikánssá a résztvevő európai országok HFCS adatbázisból származó adatokon.

¹A háztartásokat akkor tekintjük alkalmazotti jövedelmi háttérkockázatnak kitéve, ha minden jövedelmük alkalmazotti viszonyból származik.

4. ÖSSZEFOGLALÁS ÉS JAVASLATOK

A háztartások megtakarítása – annak beruházásokban betöltött szerepe miatt – a gazdasági növekedés egyik legfontosabb tényezője lehet. Arról azonban már a szakirodalomban is élesen megoszlanak a vélemények, hogy milyen tényezők befolyásolják a lakossági megtakarítások szintjét és összetételét. A disszertációmban ezt a kapcsolatot elemeztem Magyarországon az ezredfordulót követően, különös tekintettel a 2008-2009-es válság óta eltelt időszakban.

Disszertációm megmutatta, hogy a lakossági megtakarítások nagyságát számos tényező befolyásolja, ezért azok elemzése és előrejelzése nem egyszerű feladat. Ugyanakkor a megtakarítások szintjének és összetételének előrejelzése a gazdaság számos szereplőjének (állam, bankok, pénzügyi szolgáltatók) igen fontos információkkal szolgálhat.

A mikroadatokon végzett elemzésem alapvetően megerősíti a szakirodalom alapján várt összefüggéseket: a jövedelem, a végzettség, a „kétkeresős” család pozitívan befolyásolja a pénzügyi eszközfelhalmozást, az idősebb háztartásfő pedig negatívan. A várakozásokkal szemben azonban a női háztartásfők nem óvatosabbak és tartalékolnak nagyobb valószínűséggel, és a gyerekes családok helyzete sem tér el a hasonló helyzetű gyermektelenekétől.

A kapott eredmények rávilágítottak arra is, hogy a jövedelem mellett az iskolai végzettség a magyar háztartások pénzügyi vagyonának meghatározó tényezője. Az életkor is fontos a megtakarítások szintjében, azonban a magyar eredmények eltérnek a nemzetközi irodalom alapján várttól. Bár az idősebb háztartások kisebb valószínűséggel tartanak a megélhetés háromhónapnyi fedezésénél több pénzügyi eszközt, ugyanakkor azoknak az idős háztartásoknak azonban, amelyeknek van pénzügyi vagyonuk, a pénzügyi vagyon magasabb, mint a fiataloké. Mindez arra utal, hogy Magyarországon – szemben más országokkal – nagyon heterogén az idős társadalom.

A háztartások portfóliójának összetételét vizsgálva elmondható, hogy – hasonlóan a többi európai országhoz – elsősorban a háztartás jövedelme és vagyoni helyzete határozza meg, hogy tart-e az adott háztartás kockázatos eszközt. A pénzügyi szektorban való foglalkoztatottság és a munkaerőpiaci kitettség miatti háttérkockázat azonban nincs hatással a magyar háztartások kockázatos eszköz tartására.

A háztartások pénzügyi megtakarításának alakulása egy nemzetgazdaság fejlettsége és külső sérülékenysége szempontjából is kiemelkedően fontos. A kevésbé fejlett országokra

különösen igaz ez, mivel a belső finanszírozás alapvető fontosságú a sikeres felzárkózáshoz és a magasabb gazdasági növekedéshez (Prasad et al., 2007). A belső források tartós elégtelensége az összes szektorra negatív hatással bír, mivel az a befektetői bizalom csökkenését, árfolyam-ingadozást és leértékelődést, valamint a kamatfelárák emelkedését okozhatja.

Magas lakossági pénzügyi megtakarítások (vagyon) esetén a pénzügyi szektor forrásszerzési lehetősége javul, ami hosszabb távon javítja a beruházások finanszírozási lehetőségeit. A háztartások megtakarításának emelkedésével (a lakossági portfólió átrendeződésével) az állam nagyobb mértékben támaszkodhat a belföldi szereplők finanszírozására, ami hozzájárul a stabilabb adósságszerkezethez.

A disszertáció eredményei alapján Magyarországon nagyon heterogén az idős társadalom: az idősebb korosztály a pénzügyi vagyon vonatkozásában még a fiatalabbnál is szétszakadtabb. A különbségek alaposabb megértése után érdemes lenne azok lehetséges enyhítésének lehetőségeit is áttekinteni. Egyrészt, megítélésem szerint, a hosszú távú (elsősorban nyugdíjcélú megtakarítások) állami ösztönzőkkel történő támogatásával az időskori különbségek mérsékelhetőek lennének. A lépés az idős háztartások válságállóságát is pozitívan befolyásolná. Másrészt megfontolandó a direkt támogatások nyújtása ennek a korosztálynak (esetleg az öregségi nyugdíjminimum összegének felülvizsgálata).

A kapott eredmények rávilágítanak arra is, milyen gazdaságpolitikai eszközökkel befolyásolható például a háztartások kockázatos eszköztartása. Egyrészt a gazdasági fejlettség (GDP, jövedelem) emelkedésével és ezzel párhuzamosan a háztartások pénzügyi vagyonának bővülésével várhatóan emelkedni fog a lakosság kockázatos pénzügyi eszközökben tartott befektetéseinek mértéke. Másrészt egyéb tényezők (például végzettség, pénzügyi kultúra) is hatással vannak a kockázatos eszközök tartására. A magasabb képzettség támogatja a pénzügyi eszközök diverzifikáltságát: ebben a fejlettebb pénzügyi kultúra mellett ezen háztartások magasabb kockázattűrő hajlandósága is szerepet játszhat. Így célzott gazdaságpolitikai intézkedések – például a pénzügyi kultúra fejlesztése, az átlagos képzettség emelése – segítheti a hazai tőkepiac és pénzügyi közvetítőrendszer fejlődését.

A disszertáció eredményei további kutatási irányokat is kijelölnek. Egyrészt az elkezdett kutatás folytatódhat a makroadatok segítségével: a lakossági megtakarítás modellezése számos módszertannal lehetséges, de az egyik leggyakrabban alkalmazott eljárás az, hogy hosszú távú együttmozgást (kointegrációs kapcsolatot) tételez fel a jövedelem és a megtakarítás között. Ennél a becslési eljárásnál külön hosszú és rövid távú egyenlet becsülnek: a hosszú távú egyenletet a szintekre, a rövid távút változásra: vagyis külön meg lehet vizsgálni, hogy mely

változók hatnak rövid, és melyek hosszú távon. Az eljárás előnye, hogy segítségével megbízható előrejelzés készíthető a lakossági megtakarításra vonatkozóan (Palenzuela et al., 2016). Az eddigi modellezést nehezítette, hogy a magyar megtakarítási folyamatokat számos egyedi tényező (reálhozamok kifizetése, végtörlesztés, forintosítás) befolyásolta, így a modell eddigi eredményei nem feltétlenül voltak megbízhatóak.

Másrészt a mikroadatokat segítségével lehetséges a makroadatokat által elfedett tényezőre, a háztartások vagyonának koncentrátságával is foglalkozni. Bár a nemzetközi adatok alapján azt láthatjuk, hogy a magyar lakosság nemzetközi összehasonlításban a gazdaság fejlettségéhez képest magas pénzügyi vagyonnal rendelkezik, a hazai kérdőíves felmérések – a sajtóban is gyakran ismertetett – eredményei alapján a háztartások jelentős aránya nem rendelkezik megtakarítással.

A kollégáimmal készített tanulmányban rámutattunk, hogy a 2014-es felmérés adatai alapján a magyar háztartások körében a pénzügyi eszközöknél más országokhoz hasonlóan jelentős a koncentráció. Ha a nettó pénzügyi vagyon mellett a magyar háztartások ingatlanvagyonát is figyelembe vesszük, akkor azonban már jóval nagyobb vagyoni egyenlőséget figyelhetünk meg, bár a lakosság közel fele így is csupán a teljes vagyon mintegy 10 százalékaival rendelkezik (Boldizsár et al., 2015).

A koncentráció további vizsgálata mellett az egyenlőtlenséget okozó tényezők forrását is érdemes megvizsgálni, azt, hogy a Gini-együtthatóhoz milyen mértékben járulnak hozzá az egyes tényezők. Ez például a Shapley-érték mutató felhasználásával lehetséges.

Összességében úgy vélem, disszertációm hozzájárul ahhoz, hogy jobban megértsük a hazai lakossági megtakarításokat befolyásoló faktorokat és beazonosítsuk, hogy (1) a makroadatokat alapján a válságot követő alkalmazkodás és a megtakarítások 2008-2009-es válságot követő alakulása mögött milyen tényezők álltak, és (2) a mikroadatokat alapján milyen tényezők befolyásolták a háztartások pénzügyi vagyonának szintjét és összetételét.

5. SAJÁT PUBLIKÁCIÓK

- Balogh E. – Kékesi Zs. – Sisak B. (2019): A háztartások befektetési döntéseinek vizsgálata nemzetközi adatokon. *Hitelintézet Szemle*, 18. évfolyam 1. szám pp. 61-90.
- Boldizsár A. – Kékesi Zs. – Kóczyán B. – Sisak B. (2016). A magyar háztartások vagyoni helyzete a HFCS felmérés alapján. *Hitelintézet Szemle*, 15. évfolyam 4. szám pp. 115–150.
- Boldizsár A. – Kékesi Zs. (2016): Soha nem rendelkezünk még ennyi megtakarítással. *MNB Szakmai cikkek*. Online: <https://www.mnb.hu/letoltes/boldizsar-anna-kekesi-zsuzsa-soha-nem-rendelkeztunk-meg-ennyi-megtaka-mnbhonlapra.pdf>, Letöltés dátuma: 2016.05.11.
- Erhardt Sz. – Kékesi Zs. – Koroknai P. – Kóczyán B. – Matolcsy Gy. – Palotai D. – Sisak B. (2015): A devizahitelezés makrogazdasági hatásai és gazdaságpolitikai válasza In: *Lentner Csaba (szerk.) A Devizahitelezés nagy kézikönyve. 611 p. Budapest: Nemzeti Közszerzői és Tankönyv Kiadó Zrt., 2015. pp. 121-158. (ISBN: 978-615-5344-62-6).*
- Hoffmann M. – Kékesi Zs. – Koroknai P. (2013): A jegybanki eredmény alakulása és meghatározó tényezői. *MNB-szemle*. pp. 36-48. Online: <https://www.mnb.hu/letoltes/hoffmann-kekesi-koroknai-1.pdf>, Letöltés dátuma: 2014.05.13.
- Kékesi Zs. – P. Kiss G. (2011): Az 1998-as nyugdíjreform visszafordítása rövid távú megközelítésben. *MNB-Szemle*, 6. évfolyam 1. szám pp. 44-47. Online: <https://www.mnb.hu/letoltes/kekesi-pkiss.pdf>, Letöltés dátuma: 2014.05.13.
- Kékesi Zs. – Kóczyán B. (2014): Értékpapír vs. bankbetét: Miben takarít meg a lakosság? *MNB Szakmai cikkek*. Online: <https://www.mnb.hu/letoltes/szakmai-cikk-lakossagi-portfolio-atrendezodes-kekesi-koczian.pdf>, Letöltés dátuma: 2012.12.19.
- Kékesi, Zs. – Kóczyán, B. – Sisak, B. (2015): A lakossági portfólióátrendezés szerepe az állam finanszírozásában. *Hitelintézet szemle*, 14. évfolyam 1. szám. pp. 80-110.
- Kékesi Zs. – Balogh E. – Koroknai P. – Sisak B. (2018): A háztartások lakás- és pénzügyi megtakarításának alakulása, *kézirat*.

6. FŐBB HIVATKOZÁSOK

- Ábel I. – Bonin, J.P. – Székely P. I. (1992): A lakossági megtakarítások portfóliószerkezete. *Közgazdasági Szemle*, 39. évfolyam pp. 654-666.
- Antal J. (2006): Külső adósságdinamika, *MNB-tanulmányok*. No. 51. Online: <https://www.mnb.hu/letoltes/mt-51.pdf>, Letöltés dátuma: 2012.10.26.
- Alves, N. – Cardoso, F. (2010): Household Saving in Portugal: Micro and Macroeconomic Evidence. Banco de Portugal. *Economics and Research Department. Economic Bulletin*. Online: https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/papers/ab201014_e.pdf, Letöltés dátuma: 2012.10.26.
- Ando, A. – Altimari, S.N. (2004): A micro simulation model of demographic development and households' economic behavior in Italy. *Banca D'Italia, Working Paper*, No. 533. Online: http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/temi-discussione/2004/2004-0533/tema_533.pdf, Letöltés dátuma: 2012.10.26.
- Árvai Zs. – Menczel P. (2001): A magyar háztartások megtakarításai 1995 és 2000 között. *Közgazdasági Szemle*, 48. évfolyam pp. 93-113.
- Barber, B. – Odean, T. (2001): Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116. No. 1. pp. 261-292.
- Bertaut, C. – Starr-McCluer, M. (2002): Household portfolios in the United States In *Guiso. L. – Haliassos, M. – Jappelli, T. (eds.), Household Portfolios* pp. 181-217. Cambridge, MA: The MIT Press.
- Bodie, Z. – Merton, R. – Samuelson, W. (1992): Labor supply flexibility and portfolio choice in a life-cycle model. *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 16. No. 3-4. pp. 427-449.
- Börsch-Supan, A. – Eymann, A. (2002): Household portfolios in Germany. In *Guiso. L. – Haliassos, M. – Jappelli, T. (eds.), Household Portfolios* pp. 291-340. Cambridge, MA: The MIT Press.
- Bukodi E. – Róbert P. (2000): Vagyoni helyzet – kulturális fogyasztás. *Társadalmi riport* 6. évfolyam 1. szám pp. 346-376.

- Carroll, C.D. – Slacalek, J. – Tokuoka, K. (2014): The distribution of wealth and the MPC: Implications of New European Data. *American Economic Review*, Vol. 104. No. 5. pp. 107–111.
- Cocco, J. – Gomes, F. – Maenhout, P. (2005): Consumption and portfolio choice over the life-cycle. *Review of Financial Studies*, Vol. 18. No. 2. pp. 491-533.
- Cocco, J. (2004): Portfolio Choice in the Presence of Housing, *The Review of Financial Studies* Vol. 18. No. 2. pp. 535-567.
- Feldstein, M. – Horioka, C. (1980): Domestic Saving and International Capital Flows. *The Economic Journal*, Vol. 90. pp. 314-329.
- Ferrucci, G. – Miralles, C. (2007): Saving behaviour and global imbalances: the role of emerging market economies. *ECB Working Paper*, No. 842. Online: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp842.pdf?dcf95c432ec3b079751fa1638149dd7c>, Letöltés dátuma: 2014.05.17.
- Fratantoni, M.C. (1998): Homeownership and Investment in Risky Assets. *Journal of urban economics*, Vol. 44. pp. 27-42.
- Guiso, L. – Paiella, M. (2008): Risk aversion, wealth, and background risk. *Journal of the European Economic Association*, Vol. 6. No. 6. pp. 1109-1150.
- Guiso, L. – Haliassos, M. – Jappelli, T. (2003): Stockholding in Europe: Where Do We Stand and Where Do We Go? *Economic Policy*, No. 36. pp. 117-164.
- Haliassos, M. – Bertaut, C. (1995): Why do so few hold stocks? *The Economic Journal*, No. 432. pp. 1110-1129.
- Heaton, J. – Lucas, D. (2000): Portfolio choice in the presence of background risk. *The Economic Journal*, Vol. 110 No. 460. pp. 1-26.
- Heckman, J. (1979): Sample Selection Bias as a Specification Error. *Econometrica*, Vol. 47. pp. 153-161.
- Horioka, C.Y. – Wan, J. (2006): The Determinants of Household Saving in China: A Dynamic Panel Analysis of Provincial Data. *Federal Reserve Bank of San Francisco*. Working paper series. Online: <http://www.frbsf.org/economic-research/files/wp07-28bk.pdf>, Letöltés dátuma: 2014.02.18.

- Hüfner, F. – Koske, I. (2010): Explaining household saving rates in G7 countries: Implications for Germany. *OECD Economics Department Working Papers* No. 754. Online: <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/5kmjv81n9phc-en.pdf?expires=1567590444&id=id&accname=ocid56004653&checksum=AB780C9424D94BEA9768182B241204D>, Letöltés dátuma: 2018.09.07.
- King, M. – Leape, J. (1987): Asset accumulation, information, and the life cycle. *NBER Working Paper* No. 2392. Online: <https://www.nber.org/papers/w2392.pdf>, Letöltés dátuma: 2012.11.07.
- Kovács E. (2011): Pénzügyi adatok statisztikai elemzése. Egyetemi tankönyv, *Tanszék Kft.* Budapest, 2011.
- Kovács E. (2014): Többváltozós adatelemzés. Egyetemi jegyzet, *Budapesti Corvinus Egyetem.*
- Loayza, N. – Schmidt-Hebbel, K. – Servén, L. (2000): What Drives Private Saving Across the World? *The Review of Economics and Statistics*, MIT Press, Vol. 82. No. 2. pp. 165-181.
- Murata, K. (2003): Precautionary Savings and Income Uncertainty: Evidence from Japanese Micro Data. *Monetary and Economic Studies*, Vol. 21. No. 3. pp. 21-52.
- Palenzuela, D.R. – Dees, S. (2016): Savings and investment behaviour in the euro area. *Occasional Paper Series*. No. 167. European Central Bank. Online: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbop167.en.pdf>, Letöltés dátuma: 2017.08.11.
- Palócz É.– Matheika Z. (2014): A háztartási megtakarítások szerepe a gazdaságok stabilitásában és növekedésében. *Társadalmi riport 2014 – Tanulmánykötet*, Budapest, pp. 324-350.
- Paxson, C. (1990): Borrowing constraints and portfolio choice. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 105. No. 2. pp. 535-543.
- Prasad, E. – Rajan, R. – Subramanian, A. (2007): Foreign Capital and Economic Growth. *Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program*, The Brookings Institution, Vol. 38. pp. 153-230.
- Schmidt-Hebbel, K. – Servén, L. – Solimano, A. (1996): Saving and investment: paradigms, puzzles, policies. *World Bank Research Observer*, No. 11. pp. 87-117.
- Simon B. – Valentiny Á. (2016): Miből élünk? Az első átfogó hazai háztartási vagyonfelmérés bemutatása. *Statisztikai Szemle*, 94. évfolyam 7. szám pp. 717-735.

Uhler, R. – Cragg, J. (1971): The structure of the asset portfolios of households. *The Review of Economic Studies*, Vol. 38. No. 3. pp. 341-357.

Zhan, J.C. (2015): Who holds risky assets and how much? An empirical study based on the HFCS data. *Empirica*, Vol. 42. pp. 323-370.