

OTDK-dolgozat

2017

Árvai Dávid

Rácz Tamás

Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar

**A MAGYAR ÁLLAMADÓSSÁG ÉS ANNAK FINANSZÍROZÁSA:
A TÖRTÉNELEM ISMÉTLI ÖNMAGÁT (?)**

**THE HUNGARIAN PUBLIC DEBT AND ITS FINANCING:
DOES THE HISTORY REPEATS ITSELF (?)**

Konzulens: Kovács György

Kézirat lezárásának dátuma: 2016. október 23.

TARTALOMJEGYZÉK

BEVEZETÉS	1
1. ÁLLAMADÓSSÁG	3
1.1 A múlt terhei vagy a jövő kötelezettségei?.....	3
1.2 Az államháztartás rejtett és látható adósságai	4
1.3 Egyéb megközelítési lehetőségek.....	5
1.4 Az államadósság lehetséges okai.....	6
1.4.1 Deficites folyó költségvetés	7
1.4.2 Hitelből történő vagyonfelhalmozás	7
1.4.3 Korábbi kötelezettségek terhei	8
1.4.4 Rendkívüli helyzetek	9
1.5 Az államadósság és a gazdasági növekedés kapcsolata	9
1.6 Adósságfinanszírozás	11
2. A MONARCHIA ADÓSSÁGAI – AZ ADÓSSÁG DUALIZMUSA (1868-1918)	13
2.1 Kiegyezés és a gazdasági hatásai	13
2.2 A dualizmuskori államadósság összetétele	14
2.2.1 A korszak költségvetési egyenlegei	15
2.2.2 Beruházások	15
2.2.3 Államadóssági járulék	16
2.2.4 Rendkívüli államadósságok.....	17
2.2.4.1 A földtehermentesítés és a szőlődézsma váltság	17
2.2.4.2 Az első világháború	18
2.3 Adósságfinanszírozás	18
2.3.1 Az adósságfinanszírozás szerkezete	19
2.3.2 Forrásbevonás az állampapírpiacon keresztül.....	20
2.3.2.1 Gründolási láz hatása a kötvénypiacon.....	20
2.3.2.2 A fordulat éve, avagy egy válság jótékony hatásai.....	22
2.3.2.3 Ipari fellendüléstől a valutareformig.....	23
2.3.2.4 Arany vagy ezüst	24
2.3.2.5 Kiszorulás az osztrák piacról	25
2.3.2.6 Államkötvények a lakosság és a vámunió kívüli befektetők birtokában.....	26
3. A KIRÁLY NÉLKÜLI KIRÁLYSÁG – ADÓSSÁG NÉLKÜLI ÁLLAM? (1919-1939).....	29
3.1 A két világháború közötti magyar gazdaság	29

3.1.1 Az inflációs gazdálkodás kora (1919-1924).....	29
3.1.2 A stabilizáció kora (1924-1929).....	31
3.1.3 A válság és válságkezelés kora (1930-1939)	33
3.2 Magyarország államadósága a két világháború között	35
3.2.1 A korszak költségvetési egyenlegei	35
3.2.2 Vagyonfelhalmozás	36
3.2.3 A Monarchia öröksége	37
3.2.4 Az 1929-es gazdasági válság, mint rendkívüli helyzet	38
3.3. Az adósságállomány technikai jellegű alakulása	39
3.3.1 Jegybanki finanszírozás.....	39
3.3.2 Piaci finanszírozás	40
3.3.2.1 Az inflációs gazdálkodás kora (1919-1924)	40
3.3.2.2 A stabilizáció kora (1924-1929)	41
3.3.2.3 A válság és válságkezelés kora (1929-1939).....	43
4. AKI NINCS ELLENÜNK, AZ VELÜNK VAN (1973-1989)	46
4.1 Az 1973-as olajválság előtti állapotok	47
4.2 Az MNB szerepe	47
4.3 A nemzetközi helyzet fokozódik	48
4.3.1 Az első ciklus (1973-1978)	48
4.3.2 A második ciklus (1979-1984)	50
4.3.3 A harmadik ciklus (1985-1989)	51
4.4 A kádári adósság elemzése	52
4.4.1 A korszak költségvetési egyenlegei	53
4.4.2 Állóeszköz felhalmozás.....	53
4.4.3 A rendkívüli árfolyamváltozás	54
4.4.4 Az adósságállomány technikai jellegű összetétele	55
5. A RENDSZERVÁLTÁS UTÁN – ADÓSSÁGCSÖKKENÉS ELŐTT ? (1990-)	57
5.1 Az örökölt államadósság kérdése	57
5.2 A 1989-es rendszerváltozás utáni gazdaság	58
5.2.1 A transzformációs recesszió (1990-1994).....	59
5.2.2 A Bokros csomag és hatása (1995-2002)	60
5.2.3 Az adósság elszabadulása (2002-2010).....	61
5.2.4 Unortodox gazdaságpolitika (2010-).....	62
5.3 Az államadósságot kezelő intézményrendszer	63

5.4 Az 1989 utáni adósság.....	64
5.4.1 A korszak költségvetési egyenlege.....	65
5.4.2 Állóeszköz felhalmozás.....	66
5.4.3 A rendkívüli események hatásai.....	67
5.5 Az adósságállomány technikai jellegű alakulása	67
5.5.1 Jegybanki finanszírozás.....	68
5.5.2 Piaci finanszírozás.....	69
5.5.2.1 A transzformációs recessziótól a Bokros csomagig (1990-2002).....	69
5.5.2.2 Az adósság elszabadulása (2002-2010)	73
5.5.2.3 Unortodox gazdaságpolitika (2010-)	76
ÖSSZEGZÉS	79
FELHASZNÁLT IRODALOM	81
MELLÉKLET	90

TÁBLÁZAT– ÉS ÁBRAJEGYZÉK

1. táblázat: A magyar korona országainak állami költségvetései 1868-1915, forint
..... 90
2. táblázat: Költségvetési bruttó egyenleg az adott évi bevétel főösszeg százalékában 1868 és
1915 között..... 92
3. táblázat: A magyar korona országainak állami folyó költségvetései 1868-1915, korona
..... 93
4. táblázat: Folyóegyenleg az adott évi bevétel főösszeg százalékában 1868 és 1915 között
..... 95
5. táblázat: A magyar korona országainak állami beruházási kiadásai 1868-1915, korona
..... 96
6. táblázat: A magyar szent korona biztosított államadóságainak megoszlása a befektetések
régi Magyarország és az elszakított területek szerint 97
7. táblázat: A biztosított államadóság (1914. július 28-i állapot) a finanszírozott befektetések
szerinti megoszlása 98
8. táblázat: A magyar állam valódi kiadásai között szereplő háborús kiadások 1914-1918,
millió korona..... 99
9. táblázat: Az államadósággal és hadüggyel kapcsolatos kiadások az I. világháború alatt
..... 100
10. táblázat: A hadikölcsönből és a jegybanki államkölcsönből származó bevételek és arányuk a
pénztömeghez, 1914-1918 101
11. táblázat: A hadikölcsönök és jegybanki államkölcsönök összegének alakulása 1914 és 1918
között..... 102
12. táblázat: A magyar állam által kibocsátott és az államosított vasutaktól átvállalt törlesztéses
kölcsönök, továbbá vasútvonalak megváltása folytán évjáradékokban törlesztendő
adósságok..... 103
13. táblázat: A kibocsátott állampapírok névértéke területi megoszlás szerint 1968-1905 között
.. 106
14. táblázat: A magyar és osztrák ipari növekedési rátája 107
15. táblázat: Állami kiadások és bevételek alakulása 1869 és 1877 között, Ft..... 108
16. táblázat: Az osztrák és magyar aranyfedezetű állampapírok hozadékainak összehasonlítása
.. 109
17. táblázat: A forgalomban levő papírpénz összege és államjegyek értéke 1892 és 1895 között,
millió korona..... 110
18. táblázat: Magyar kötvények a vámunió kivül, 1892 és 1903 között, millió korona
..... 111

19. táblázat: Pénzügyi beruházások Magyarországon, 1905-1913, millió korona	112
20. táblázat: A Jegyintézetet pénztárnak folyósított kölcsönei 1921 és 1924 között	113
21. táblázat: A Magyar Királyság bruttó költségvetése 1921-1940, pengő	114
22. táblázat: A központi költségvetés bruttó egyenlegének alakulása 1921 és 1940 között	115
23. táblázat: A Magyar Királyság folyó költségvetése 1921-1940, pengő.....	116
24. táblázat: A központi költségvetés folyó egyenlegének alakulása 1921 és 1940 között	117
25. táblázat: A Magyar Királyság elsődleges költségvetése 1921-1940, pengő	118
26. táblázat: A központi költségvetés elsődleges egyenlegének alakulása 1921 és 1940 között	119
27. táblázat: A Magyar Királyság beruházási kiadásai 1921-1940, pengő	120
28. táblázat: A központi költségvetés beruházási kiadásainak főösszege 1921 és 1940 között	121
29. táblázat: A magyar szent korona országai biztosított államadóságainak megoszlása a megmaradt Magyarországra és az elszakított területek szerint	122
30. táblázat: A biztosított államadóság Magyarországra jutó része Trianon után, az 1914. július 14-ei tőkeálladék szerint	123
31. táblázat: A költségvetési deficit alakulása 1930/31 és 1934/35 között.....	124
32. táblázat: Az 1924 és 1930 között nyilvánosan kibocsátott hosszúlejáratú kölcsöneink megoszlása országok szerint	125
33. táblázat: Az adósságállomány szerkezeti alakulása 1931 és 1935 között, ezer pengő	126
34. táblázat: A népszövetségi kölcsön lejegyzésében résztvevő államok, millió korona	127
35. táblázat:	128
36. táblázat:	129
37. táblázat:	130
38. táblázat: A Magyar Népköztársaság költségvetései előirányzatai 1973-1989, forint	131

39. táblázat: Költségvetési bruttó egyenleg az adott évi bevétel főösszeg százalékában 1973 és 1989 között.....	132
40. táblázat: A Magyar Népköztársaság folyó költségvetése 1973-1989, forint ..	133
41. táblázat: Költségvetés folyó egyenlege 1973 és 1989 között.....	134
42. táblázat: A Magyar Népköztársaság elsődleges költségvetése 1973-1989, forint ..	135
43. táblázat: Költségvetés elsődleges egyenlege 1973 és 1989 között.....	136
44. táblázat: A Magyar Népköztársaság beruházási kiadásai 1973-1989, forint ..	137
45. táblázat: A beruházási kiadások az adott évi bevétel főösszeg százalékában ..	138
46. táblázat: Költségvetési folyó egyenleg az adott évi beruházási kiadások százalékában 1973 és 1989 között ..	139
47. táblázat: Az adósságszolgálat és a nettó kamatteher alakulása 1973 és 1989 között ..	140
48. táblázat: Bruttó hazai termék (GDP) 1973-2013, % ..	141
49. táblázat: Magyarország hitelfelvételei a Nemzetközi Valutaalaptól, 1982–1988, millió SDR (a 2012. május 31-i állapot szerint).....	142
50. táblázat: A bruttó és a nettó adósságállomány alakulása 1973 és 1989 között, millió USD ..	143
51. táblázat: Az 1989-es adósság konvertibilis devizában ..	144
52. táblázat: A külföldi közvetlen tőkebeáramlás Magyarországra, 1990-1995 (millió dollár, évi flow-adatok).....	145
53. táblázat: Az államadósság alakulása a GDP-hez viszonyítva, % ..	146
54. táblázat: A Magyarország bruttó költségvetése 1990-2016, forint ..	147
55. táblázat: Költségvetés bruttó egyenlegei az adott évi bevétel főösszeg százalékában 1990 és 2016 között.....	148
56. táblázat: A Magyarország folyó költségvetése 1990-2015, forint.....	149
57. táblázat: Költségvetési folyó egyenleg 1990 és 2015 között.....	150
58. táblázat: A Magyarország elsődleges költségvetése 1990-2015, forint ..	151
59. táblázat: Költségvetés elsődleges egyenlege 1990 és 2015 között.....	152
60. táblázat: A Magyarország beruházási célú költségvetési kiadásai 1990-2015, forint ..	153

61. táblázat: Magyarország hitelfelvételei a Nemzetközi Valutaalaptól, 1990-2012, millió SDR (a 2012. május 31-i állapot szerint).....	154
62. táblázat: A központi költségvetés adóssága 1990-1997 (milliárd forintban).....	155
63. táblázat: Kelet-Közép-Európai országok hitelminősítésének változása 1993 és 2003 között ..	156

1. ábra: A költségvetés beruházási kiadásai 1868 és 1914 között, millió korona	157
2. ábra: Az 1868 és 1873 között megvalósuló éves vasúti beruházások és a kötvénykibocsátásokból eredő kamatbiztosítások és járulékok költségei, Ft	158
3. ábra: A vasúti építkezések költségei és azok fedezetéül szolgáló kötvényekből beáramló források felhasználása, Ft.....	159
4. ábra: A magyar állam által kibocsátott értékpapírok és azok birtoklása, millió Ft.....	160
5. ábra: Néhány európai ország kötvényeinek átlaghozadéka 1928-ban	161
6. ábra: A részvények és kötvények összforgalmának változásai ezer pengőre vetítve	162
7. ábra: Konvertibilis adósságállomány 1973-1989	163
8. ábra: Adósságszolgálat a GDP százalékában 1974-1989, %	164
9. ábra: A GDP arányos államadósság alakulása 1990 és 2014 között.....	165
10. ábra	166
11. ábra: Költségvetési vagyonszerzés összege 1990 és 2015 között, millió Ft	167
12. ábra: A Budapesti Értéktőzsde forgalmának megoszlása 1991.	168
13. ábra: Hitelpolitikai szempontból fontos éves kamatlábak.....	169
14. ábra: Külföldiek által vásárolt forint denominációjú magyar állampapírok állománya, 1997 és 1999 között, milliárd dollárban.....	170
15. ábra: A belföldi állampapír-állomány szektorok szerinti megoszlása 1997 decemberében	171
16. ábra: A belföldi állampapír-állomány szektorok szerinti megoszlása 2001 decemberében	172
17. ábra: A belföldi állampapír-állomány szektorok szerinti megoszlása 2009 decemberében	173
18. ábra: A forintban denominált belföldi és külföldi államkötvény-állomány alakulása 1997 december és 2006 december között, millió forint.....	174
19. ábra: A belföldi állampapír-állomány alakulása 2006 és 2012 között, millió forint	175
20. ábra: A külföldi tulajdonban lévő magyar állampapír állomány 2006 és 2012 között, millió forint.....	176

21. ábra: A lakosság pénzügyi eszközeinek alakulása 2000 és 2015 között.....	177
22. ábra: Külföldi államkötvény-állomány, 5 éves CDS felár és 5 éves államkötvény referenciahozam alakulása a bázisidőszakhoz viszonyítva. (2011. március = 1, az új külföldi kötvénykibocsátások kezdeti időpontja.)	178
23. ábra: A devizaalapú államkötvények arányának alakulása 2011 és 2015 között.....	179
24. ábra: Magyarország 5 éves CDS-felára 2010 és 2015 között	180
25. ábra: A belföldi állampapír-állomány szektorok szerinti megoszlása 2016 májusában	181

BEVEZETÉS

„Tulajdonképpen két esemény valamelyikére kell, hogy sor kerüljön: vagy a nemzet számolja fel a közhitelt, vagy a közhitel a nemzetet. Ha a közhitelt úgy kezelik, mint ahogy azt eddig nálunk és más országokban is tették, akkor lehetetlen mindkettőnek fennmaradnia.”

(Hume 1994, 124. o.)

David Hume 1752-ben megfogalmazott szavai napjainkban is helytállóak. Közel százötven év alatt Magyarország jelentős adósságot halmozott fel, melynek költségei a mai napig erősen megterhelik a nemzetgazdaságot és behatárolják a gazdaságpolitikát. Az elmúlt 148 év során nem került sor ennek felszámolására, ráadásul a további forrásbevonások révén jelentős méreteket öltött az adósságállomány, mely több esetben vezetett államcsőd közeli helyzethez és likviditási problémákhoz. A probléma aktualitását jelzi, hogy a rendszerváltozás óta minden kormány céljául tűzte ki a gazdaság stabilitását, az alapvető strukturális problémák orvoslását, a költségvetési kiadások illetve a jelentősen megduzzadt államadósság csökkentését.

A makroszintű gazdasági elemzések és a magyar államadósság kialakulásának és kezelésének kérdésköre mindig érdekes volt számunkra, ezért választottuk a dolgozatunk témájául ezt a témát. Jelen kutatásunk során egyrészt arra a kérdésre kerestük a választ, hogy az elmúlt közel százötven évben – kiemelve a nagyobb adóssághullámú korszakokat – hogyan alakultak a költségvetés egyenlegei, a kormányzati beruházások mértéke, a rendkívüli eseményeknek milyen gazdasági vonzatai voltak, illetve az előbbieken felsoroltak milyen hatást gyakoroltak az államadósságra. Másrészt, megfigyelve az adósság technikai jellegű összetételét, hogy a különböző korokban mekkora külső és belső forrásbevonás vált szükségessé, e mögött milyen okok álltak és ezek milyen strukturális problémákra vezethetők vissza. Harmadrészt célunk volt szemügyre venni a problémák orvoslására tett kísérleteket, ezeket összehasonlítani, illetve eredményeiket vizsgálni.

A kutatás jellegét tekintve a kvantitatív kutatás (szekunder források, adatelemzés, statisztika) szolgáltat módszertani alapot. A kérdések megválaszolásához szükséges számítások során elsősorban az 1868 és 2015 között született költségvetési törvények előirányzatait vettük alapul. A költségvetési egyenlegek elemzésekor a bruttó, a folyó és az elsődleges egyenlegeket számítottunk ki és elemeztünk. A bruttó egyenleg meghatározásakor a bevételi és kiadási oldal főösszegeinek különbségét vettük, azonban önmagában ez nem teljesen alkalmas a gazdasági elemzésre. Ezért kísérletet tettük az egyes évek folyó és elsődleges egyenlegeinek meghatározására. Ennek kiszámításához a teljes bevételből

kivontuk a külső forrásbevonásból származó bevételeket, kiadási oldalt pedig csökkentettük a beruházási kiadásokkal és a külső forrásbevonásból származó kötelezettségekkel. Így bevételi oldalon megkaptuk a folyó bevételeket, míg kiadási oldalon a folyó kiadásokat. Ha az egyes évek folyó kiadásai mellett elszámoljuk a beruházási kiadásokat is, akkor megkapjuk a költségvetés elsődleges egyenlegét. Ez azt mutatja meg, hogy mekkora lenne a bevételi és kiadási oldal különbsége, ha nem lenne hitelfelvételből származó bevétel és kiadás.

A monarchia és a két világháború közötti időszak vizsgálatakor főleg a korabeli Statisztikai és Közgazdasági Szemlékben megjelent cikkeket vettük alapul. A Kádár-korszak és a rendszerváltás utáni időszak elemzéséhez nagyban támaszkodtunk Mihályi Péter (2013) *A magyar gazdaság útja az adósságválságba 1945-2013* illetve Mong Attila (2012) *Kádár hitele: A magyar államadósság története 1956-1990* című munkájára. Külön kiemelnénk Kornai János cikkeket és könyveit, melyek nagy segítséget jelentettek a szocialista gazdaság finanszírozási problémáinak áttekintéséhez, és a piaci váltást követő transzformációs recesszió vizsgálatához.

A már említett gazdasági és finanszírozási problémák nem tekinthetők új keletűeknek, hiszen a rendszerváltást megelőzően is komoly terheket róttak az amúgy is súlyos nehézségekkel és forráshiánnyal küzdő magyar gazdaságra. Éppen ezért a dolgozatunkban egy historikus megközelítést vettünk alapul, igyekeztünk a rendelkezésre álló adatok alapján időben legmesszebb visszavezetni az eladósodás folyamatát. Az eladósodás kezdetét az 1867-es kiegyezésre deklaráltuk, ezt követően a nagyobb adóssághullámokat szem előtt tartva négy korszakot emeltünk ki. Az első a már említett kiegyezéstől egészen az első világháborúig tart, a következő a két világháború közötti (1919-1939) időszak. A harmadik időszak a Kádár korszak, az 1973-as olajválságtól a rendszerváltásig tartó része. A negyedik korszak pedig a rendszerváltástól egészen napjainkig tartó időszak.

A dolgozatunk első fejezetében feldolgoztuk az államadóssággal kapcsolatos szakirodalmat. Bemutatjuk az államadósság különböző megközelítési szemléleteit, az adósságvállalás mögötti indokként a tartós deficités folyó költségvetési egyenleget, a hitelből történő vagyonfelhalmozást, a korábbi kötelezettségek terheit és a rendkívüli helyzeteket jelöltük meg. Ezen kívül rámutatok az államadósság és a gazdasági növekedés kapcsolatára vonatkozó elméletekre és az adósságfinanszírozás lehetőségeire.

Az ezt követő négy fejezetben a már említett korszakok kerülnek részletesen bemutatásra, gazdaságtörténeti, elméleti áttekintésén és a rendelkezésre álló adatok adósságvállalás mögötti indokok szerinti vizsgálatán keresztül, törekedve az egyes korszakokban a párhuzamok bemutatására.

1. ÁLLAMADÓSSÁG

Az államadósság kialakulása és sikeres kezelésének kérdésköre a közgazdaságtan egyik sokat vitatott területe. A jelenség régóta foglalkoztatja a magyar szakirodalmat, hiszen Magyarország hatalmas adósságot halmozott fel, melynek terhei a mai napig erősen megterhelik az ország gazdaságát és behatárolják gazdaságpolitikáját. Az államadóssággal és annak kezelésének témakörével is több közgazdaságtudományi irányzat foglalkozik (például: neoliberais, modern fejlődéelmélet) melyre vonatkozóan megfogalmazták saját gazdaságpolitikai nézeteiket.

Ebben a fejezetben bemutatjuk az államadósság szakirodalomban fellelhető megközelítéseit, kialakulásának okait, a gazdasági növekedéssel való kapcsolatát és a kezeléséhez szükséges finanszírozási lehetőségeket.

1.1 A múlt terhei vagy a jövő kötelezettségei?

Az államadósság meghatározása több nézőpontból is történhet. Egyrészt kiindulhatunk Botos – Schlett – Halmosi (2015) nézőpontjából, mely szerint az államadósság a vertikum különböző szintjei által generált adósságok összege. Ez magába foglalja a központi szint garancia- és kezességvállalásból származó hiteltartozások átvételét is. A hitelfelvételek oka a deficit költségtetés. Felvett hitel csak abban az esetben képezi részét az államadósságnak – a költségvetési beszámoló szerint –, ha azt az adott költségvetési évben nem törlesztik. Tehát az államadósság nem más, mint az évek során felhalmozott kötelezettségek kumulált összege. Ez a megközelítés az általánosan elfogadott, számos szakirodalomban is hasonló megfogalmazással élnek. Véleményünk szerint ennek a megközelítésnek a legnagyobb problémája, hogy múlt orientált, vagyis a jelenbeli kötelezettségeket múltbeli gazdasági eseményekhez köti, és nem foglalkozik azok jövőbeli alakulásával.

Ezt orvosolandó, az államadósságra tekinthetünk úgy is, mint „*az állam jövőbeli kötelezettségeinek jelenre diszkontált értéke*” (Török 2012. 28. o.). Ez a megközelítés abból a szempontból fontos, hogy jelzi a jelenbeli gazdasági döntések jövőbeli súlyát, tehát a döntéshozóknak az államadósság kezelésének terén hosszú távon kell gondolkodniuk. A felmerülő költségvetési hiányok, többletkiadások kezelésére a rövid távú „tűzoltás” célját szolgáló döntések nem kifizetődőek, mert ezek jellemzően csak elodázzák a problémák kezelését. Ahogy arra Szapáry (2005) is rámutat, az államadósság leszorításának demográfiai indokai is vannak. Nem csak hazánkban, de a fejlett európai országokban is jelentős problémát okoz a népesség elöregedése. Maga a folyamat több problémát is felvet a hosszú

távú jövőre vonatkozóan, mint például a gazdaságilag aktív népesség arányának drasztikus csökkenése révén megborul a kialakított nyugdíjrendszer, és a népességcsökkenés révén csökkenhetnek az állami adóbevételek. Hazánk esetében e jelenség mellé még egy probléma társulhat, az, hogy egy növekvő államadósság nagyobb terheket róhat az adófizetőkre. Értelemszerűen, az adófizetők számának csökkenése mellett a növekvő terhek korlátozottak, hiszen egy idő után a kormányzat már nem tudja ilyen formán tovább növelni bevételeit.

Bár véleményünk szerint a jövőbeli megközelítés célravezetőbb, tekintettel arra, hogy az egyes elemzésekhez statisztikai adatokat és módszereket használunk fel, a dolgozatunkban én is a múltbéli szemléletet alkalmazzuk.

1.2 Az államháztartás rejtett és látható adósságai

Török (2012) is rávilágít arra, hogy a magyar államadósság összetétele többértű, így horizontálisan is tagolhatjuk, hogy az állam mely kötelezettségei képezik az államadósság részét. Ezek alapján a következő szinteket különböztethetjük meg:

- 1) A vertikum első (központi költségvetés, társadalombiztosítási és elkülönített alapok) és második szintjének (önkormányzatok) adóssága. Ez a terület adja hazánk bruttó adósságállományának jelentős hányadát.
- 2) Egyes fiskális tevékenységet folytató állami kézben lévő vállalatok adósságállománya. Ennek oka, hogy az állam, mint tulajdonos a veszteségesen működő vállalatok adósságát a költségvetés terhére átvállalhatja.

A különböző hazai és nemzetközi adósságstatisztikák többsége csak az előbbi két szinttel foglalkozik, melyek megfelelnek a maastrichti kritérium adósságkategóriáinak is. Itt érdemes megjegyeznünk az explicit és implicit államadósság fogalmát, az első az államháztartás látható, a második pedig a rejtett kötelezettségeit jelenti. Implicit államadósság esetében olyan állami kötelezettségeket értünk, melyek a központi költségvetésre kifejtik hatásukat, ettől függetlenül a kimutatásokban nem veszik figyelembe, nem adósságként kezelik őket (Banyár 2011). Ezeket így összegzi Török (2012):

- 3) Szintén nem kerülnek kimutatásra az úgynevezett PPP-konstrukciókból származó kötelezettségvállalások.¹

¹ A public private partnership (PPP), „a köz- és magánszféra olyan – többnyire fejlesztési – együttműködését jelenti, amelyben a közfeladathoz kötődő tervezési, építési, működtetési és finanszírozási feladatokat az állam a megszokottnál nagyobb vagy teljes mértékben és komplexebb módon bízta a magánszektorra” (Báger 2006. 60.o.).

- 4) Banyár (2011) szerint az államháztartás rejtett adósságai megtalálhatóak a nagy állami rendszerekben (pl. egészségügy, oktatás), ezek közül a legjelentősebb a társadalombiztosítási rendszer. Az állami nyugdíjrendszer is az államadósság egy fajtája, hiszen annak működtetésével az állam kötelezettséget vállal arra, hogy a nyugdíjkorhatárt elérők számára nyugdíjjárulékot fizet. Az itt megbúvó adósságra illetve annak problémáira (nem mérhető, csak becsülhető a nagysága) hívja fel a figyelmet Németh György (2009) is.

Véleményünk szerint ahhoz, hogy tiszta képet kaphassunk az államadósságról, és megfelelően kezelhessük, figyelembe kell venni az implicit adósságokat is, melyhez azonban elengedhetetlenek a korrekt becslések. Mivel ezek nem állnak rendelkezésre, és nehezen meghatározhatóak, így a rendelkezésekre álló statisztikai adatokat használjuk fel, mely azt is jelenti egyben, hogy a dolgozatunk során a lehető legszűkebb megközelítést alkalmazzuk (a maastrichti adósságkritérium szerint, a vertikum első és második szintjének adóssága).

1.3 Egyéb megközelítési lehetőségek

Az előzőekben bemutattuk, hogy az adósság meghatározásakor élhetünk múlt-jövő és explicit-implicit megközelítési lehetőségekkel. Természetesen ezen kívül más, strukturális megközelítéseket is alkalmazhatunk. Ilyen például az államadósság összetételének vizsgálata, vagyis annak megállapítása, hogy az adósság mekkora része származik direkt hitelfelvételből és mekkora része pedig állami kötelezettséget megtettesítő értékpapírokból.

Szintén ilyen a külső és belső államadósság meghatározása, mely attól függ, hogy a kormányzat a költségvetési hiányt külföldi vagy belföldi hitel-és tőkepiacok forrásbevonásain keresztül kívánja pótolni (Dunavölgyi 1997). A külföldi és belföldi forrásbevonás lehetőségeit, előnyeit és kockázatait a későbbiekben részletesebben is bemutatjuk.

Egy másik lehetőség a bruttó és nettó megközelítés. A bruttó államadósság magában foglal minden fizetési kötelezettséget, míg ezzel szemben a nettó értéket úgy kaphatjuk meg, ha a bruttóból kivonjuk a követeléseket (más országok tartozásait). A két összeg között jelentős különbség lehet. A reális összeg meghatározását az is befolyásolja, hogy az adós országok képesek-e (és akarnak-e) fizetni, a tartozások mennyire behajthatóak.² Mint ahogy korábban, itt is fel kell hívjuk a figyelmet az egyes korszakok hiányzó adataira. A dolgozatunkban elsősorban bruttó államadóssággal foglalkozunk, de ahol a források megengedik, szemügyre vesszük a nettó adósságállomány alakulást is.

² Eladósodás (2010. november 11.) Econom.hu, Hozzáférés: 2015. szeptember 7. Elérhető: <http://www.econom.hu/eladosodas/>

1.4 Az államadósság lehetséges okai

Annak ellenére sem született még egységes álláspont, hogy az állami eladósodás problémája már évszázadok óta komoly kérdés a közgazdászok körében. Az évek során különböző gazdasági mutatókat dolgoztak ki, ezek közül a legtöbbet használt az adósságráta, vagyis a felhalmozott kötelezettségek és az adott évi bruttó hazai termék (GDP) hányadosa. Az államadósság GDP arányos nagyságára vonatkozóan nincsen aranyszabály, mind a maastrichti szerződés 60 százaléka, mind pedig az alaptörvény 50 százaléka egy igazodási pont, nem pedig egy optimum. Uniós kikötés továbbá, hogy a folyó deficit mértéke nem lehet nagyobb, mint a GDP 3 százaléka (Dedák 1998). Ez a korábban megjelölt megközelítések közül erőteljesen múlt orientált, hiszen azt veszi figyelembe, hogy a korábbi évek kumulált adósságai hogyan viszonyulnak a jelenbeli teljesítéshez.

Az adósságráta és a költségvetési politika vizsgálata kapcsán érdemes megemlíteni egy másik, napjainkban sokat hangoztatott fenntarthatósági szemléletmódot, mely az államadósság jövőbeli alakulásával foglalkozik. A fenntarthatóság lényegében azt vizsgálja, hogy milyen feltételek mellett képes egy ország megőrizni jövőbeli fizetőképességét, ehhez mekkora maximális GDP arányos adósságállományt halmozhat fel. Ha ezt a szintet túllépte, akkor az éves kamatterhek mellett ceteris paribus mekkora gazdasági növekedést kell produkálnia az optimális szint eléréséhez? És ehhez hasonló, általában hosszabb időtávra vonatkozó becslésekkel, számításokkal foglalkozik a fenntarthatóság (Tóth 2011, 2014).

Véleményünk szerint a különböző nemzetközi előírások, a szakirodalomban fellelhető számítások, előrejelzések, képletek (mind múlt, mind pedig jövő orientált) túlzottan matematizáltak, csak meglévő adatsorokkal foglalkoznak, nem veszik figyelembe az adósságok mögött meghúzódó mértéket, közgazdaságtani vonulatokat. Nem fektetnek kellő hangsúlyt arra, hogy milyen indok vezetett a külső forrásbevonáshoz.

A következőekben bemutatjuk azt a négy indokot, mely deficites költségvetéshez vezethet. Deficites költségvetésről beszélhetünk, ha a költségvetés kiadási oldala meghaladja a bevételi oldalt, vagyis a kormányzat nem rendelkezik elégséges forrással – nem elég a beszedett adókból származó bevétel –, mely kellő fedezetet nyújtana a központi kiadásokhoz. A következő négy lehetőség mindegyike kifejti hatását a központi költségvetésre, hasonló eredményt produkálnak, de minden esetben más a háttérben lejátszódó közgazdaságtani folyamat. Dolgozatunkban az egyes korszakokat vizsgálva kívánjuk bemutatni ezeket a folyamatokat, rávilágítok a már meglévő adósságállomány kialakulásának gazdasági indokaira.

1.4.1 Deficitos folyó költségvetés

Az államadósság kialakulásának elsődleges oka a költségvetés folyó hiánya.³ Mivel a bevételek és a kiadások nem ugyanabban az időpontban realizálódnak, így a pénzkészletek szükségessége, hiánya indokolhatja a rövid lejáratú hitelfelvételt. Ha ezt az adott költségvetési évben törlesztik, nem adódik hozzá a már meglévő államadóssághoz, nem szerepel a költségvetési beszámolóban (Botos–Schlett–Halmosi 2015). A magyar költségvetés állandó problémája a folyóhiány mindenkori megléte, amely finanszírozására felvett hitelek, ha nem kerülnek törlesztésre, tovább gerjesztik a kötelezettségek nagyságát.

A folyóhiány megértéséhez érdemes figyelembe venni Kornai János A hiány (2011) című munkájában megfogalmazottakat.⁴ Ha a gazdálkodó tisztában van a bevételeinek nagyságával, akkor ahhoz mérten tudja igazítani kiadásait, mely egy kemény költségvetési korlátot eredményez. Ha a bevételek elmaradnak a kiadásoktól, akkor hitelfelvétellel tudják azt pótolni, minden hitelfelvétel puhítja a költségvetési korlátot. Ha a költségvetési korlát minden évben puha, akkor az adósság felhalmozódásához vezet.

A legnagyobb problémát nem a deficit megléte, hanem annak nagysága okozza. A közgazdaságtan egy másik sokat vitatott kérdése, hogy a költségvetési deficit mekkora hányada megengedhető. A Szakolczai (2006) által megfogalmazott hármas alapelv esetében⁵ is jól látszik a korábban már említett probléma, az erőteljes matematikai megközelítés és formális szemléletmód, mely nem foglalkozik azzal, hogy milyen többletkiadások és gazdasági folyamatok vezettek a deficitos költségvetéshez, esetlegesen a hármas alapelv megszegéséhez.

1.4.2 Hitelből történő vagyonfelhalmozás

A korábbiakban bemutatott puha költségvetési korlát (Kornai 2011) mögött állhat beruházási szándék is, ebben az esetben beruházásokból származó jövőbeli hasznok

³ Az adott évi költségvetési deficitet Szakolczai (2006, 6. o.) úgy nevezi, mint „költségvetés hiánya, vagy a Nemzeti Számlák terminológiája szerint, a kormányzati szektor nettó hitelfelvétele.”

⁴ Kornai szerint „A pénz aktív, ha a gazdasági döntéshozó tényleges viselkedése függ attól, hogy mennyi pénz felett rendelkezik” (Kornai 2011, 528. o.).

⁵ Ezzel kapcsolatban Szakolczai (2006, 6. o.) úgy vélekedik, hogy három elfogadott alapelv van: „(1) a deficit mértéke – a kormányzati szektor nettó hitelfelvétele a GDP százalékában – nem lehet több, mint a növekedési ütem – a GDP volumenindexe -, mert az ennél nagyobb érték a bruttó hazai termékhez viszonyított adósságállomány növekedéséhez, és előbb-utóbb adósságcsapdába vezet. (2) a deficit mértékének hosszabb idő átlagában zérusnak kell lennie úgy, hogy kedvező években bevételi többlet, és kedvezőtlen években kiadási többlet legyen. (3) a maastrichti kritériumok szerint a deficit mértéke – nagyobb konjunkturális visszaesés esetétől eltekintve - nem lehet több a GDP 3 %-ánál.”. Értelemszerűen ez hosszú távon nem tartható fenn, senki sem költhet tartósan többet saját jövedelménél, hiszen ez igen súlyos adósságspirálhoz vezet.

érdekében a gazdálkodó puhít a költségvetésen, a bevont forrásokból pedig állami beruházásokat finanszíroz.

Amikor a rendelkezésre álló adatok megengedik, érdemesnek tartottuk alaposabban szemügyre vételezni, hogy a különböző külső forrásbevonásokból milyen beruházások lettek finanszírozva, és ezek mennyire bizonyultak jövedelmezőnek (Szakolczai 2006). Ugyanakkor fel kell hívnunk a figyelmet, hogy a túlzott mértékű állami beruházásnak kizorító hatása is lehet. Elméletileg a nagy kormányzati kiadások kedvezőtlen hatással vannak az adott ország gazdasági növekedésére, ugyanakkor a kormányzati döntéseknek fontos szerepe van a gazdasági növekedés elősegítésében (Szász 1999).⁶

Érdemesnek tartottuk felhívni a figyelmet az előbbieken ismertetett deficités költségvetést okozó két tényező között fennálló kapcsolatra, hiszen egy adott időszakban megjelenő többletkiadás eredhet a folyóhiány finanszírozásából, vagy a gazdasági növekedés érdekében bevont külső forrásokból finanszírozott beruházásokból. Gazdaságpolitikai döntés, hogy az adott körülmények között melyik utat választja a gazdálkodó, melyikre kíván nagyobb hangsúlyt fektetni. Jellemzően a kormányzat a folyó hiány kezelése mellett dönt, és így a rövid távú megoldások kerülnek előtérbe a hosszú távúakkal szemben.

A magyar gazdaságpolitika egyik visszatérő problémája a stop-go politika, vagyis a gazdaságpolitika döntések ciklikussága. Ennek első szakaszában a kormányzat célkitűzése a gazdaság élénkítése (*beruházások*), azonban a nem megfelelő erőforrás allokáció egy finanszírozási korlát elérését eredményezi, ezért az állam rászorul, hogy olyan megszorító intézkedéseket hozzon, mely javítja a deficités központi költségvetés egyensúlyát (*a folyóhiány kezelése*).⁷ Ez az alapvetően gazdaságpolitikai probléma eredményezi a rossz beruházások egy szélsőséges esetét a pazarlást, amely a magyar gazdaság egyik sajátos, visszatérő eleme.⁸ A gond nem a beruházások hitelből történő finanszírozása. A baj az, ha ez egy a makrogazdasági szintű pazarlást eredményez.

1.4.3 Korábbi kötelezettségek terhei

A külső forrásbevonás maga után vonja az adós-hitel viszony kialakulását, az ebből származó állami kötelezettségek kezelését több indok is alátámasztja. A felvett hiteleknek

⁶ A „támogatott állami vállalatok beruházásai csökkentik a magánberuházások forrásait, az állami kiadások kölcsönből való finanszírozása kizorítja a magánszektor a pénzpiacokról, a kormány költségvetési és monetáris politikája torzíthatja a piac értéktételeit” (Szász 1999, 1008. o.).

⁷ Hegedűs M. (2009): „Stop and go” magyarosan. [on-line], elérhetőség/hozzáférés: <http://www.vg.hu/velemeney/stop-and-go-magyarosan-254911>, [olvasva: 2015. szeptember 2.].

⁸ Ezzel kapcsolatban Mihályi a következőket fogalmazza meg: „az ország mindvégig pazarlóan bánt a termelési tényezőkkel: termőfölddel, a tőkével, a munkával. A különbség csak abban volt, hogy mikor melyikkel inkább” (Mihályi 2013, 28. o.).

megvan a saját költségük, amely kamatok formájában realizálódik. Így egyrészt a korábban felvett hitelek tőke- és kamatterhei kötelezettséget jelentenek az ország számára, melyek teljesítése erőforrásokat von el a költségvetés más területeiről. A költségvetés kamatkidadásait két dolog határozza meg, a meglévő adósságállomány, illetve a kamatlábak alakulása. Magyarország esetében a kamatkidadások növekedéséért a korábbi évtizedekben felhalmozott deficités költségvetés, a túlköltekezés kumulált összegének – államadósság – növekedése a felelős (Szapáry 2005).

Ahogy Mihályi (2013) is fogalmaz, ha egyszer kialakult az adósság, akkor azt már olyan piaci tényezők is befolyásolják, amelyek alakulására az adós nem képes hatni és így az adósság önálló életet él. Ez hatványozottan igaz, ha az adósság devizában lett felvéve, illetve ha a kötelezettségek állományának exponenciális növekedése ahhoz vezet, hogy a kamatok törlesztéseihöz további hitelfelvétel szükséges. A növekvő adósságállomány a befektetői kockázatokat is növeli, így csak egyre drágábban lehet forráshoz jutni a pénzpiacokon.

1.4.4 Rendkívüli helyzetek

Az államháztartási számvitel is számol olyan nem várt, rendkívüli eseményekkel, melyek többletkiadásokkal járnak, vagy éppen bevételek elmaradásához vezetnek. Ennek kezelésére a központi költségvetésben egy általános tartalékot képeznek, melynek előirányzata a kiadási főösszeg minimum 0,5, maximum 2 százaléka lehet (Botos–Schlett–Halmosi 2015).

Adódhatnak rendkívüli helyzetek, bekövetkezésüknek statisztikai valószínűsége ugyan csekély, de meglétük hatalmas, előre nem látható mértékű forrásigényt jelenthet. Ilyen lehet a háború, mely esetében jelentős rendkívüli kiadások mutatkozhatnak, először a fegyverkezésben, másodsor a háborút követő gazdasági rehabilitációban, stabilizációban, harmadszor pedig az esetleges jóvátételekben is, melyeket a vesztes hatalmaknak kell megfizetni. Hasonló eredményeket produkálhat egy gazdasági válság, illetve egy rendszerváltozás is.

1.5 Az államadósság és a gazdasági növekedés kapcsolata

Az államadósság nagyságával kapcsolatban felmerülő problémák között az egyik legfontosabb az adósságállomány gazdasági növekedésre kifejtett hatása. A növekedés eléréséhez egy tudatosan átgondolt, jól megkomponált gazdaságpolitikai tervzet szükséges,

melyhez nincs kész recept, hiszen minden ország gazdasága egyedi. Az államadósság és a gazdasági növekedés közötti kapcsolat kétirányú⁹ (Novák 2013).

Ebből kiindulva az államadósság kezelésének egyik kulcsa a gazdasági növekedésben rejlik. Ehhez azonban meg kell vizsgálnunk, hogy a kötelezettségek hogyan befolyásolják a gazdasági növekedést és annak elősegítését. Ezzel kapcsolatban az elmúlt évtizedekben több elméletet is kidolgoztak. Az egyik ilyen az 1960-as években is sokakat foglalkoztatott deficit-kiadás hipotézis (Kotász Gyuláné 1963), mely szerint a költségvetési deficit növekedése keresletet generál, így kapacitásnövelés és/vagy az erőforrás kihasználtság növelése (az erőforrások tudatosabb allokálása), gazdasági fejlődéshez vezet. Sprinkel (1963) gyakorlati úton, példákon keresztül cáfolja ezt. Szerinte, a gazdasági növekedés egyik lehetséges útja a pénzügyi expanzió és a társadalmi termékek kapcsolatában rejlik, vagyis a pénzügyi változások hozzájárulnak a kereslet változásához. Egy megnövekedett keresletre a piac vagy növeli a piaci kínálatot (kapacitásnövelés), vagy a korábbi állapotok felértékelődése miatt az áremelés eszközéhez nyúl a nagyobb profit érdekében. Azonban egy idő után a potenciális erőforrások korlátoltsága a társadalmi termék volumenének csökkenő növekedéséhez, stagnálásához, majd csökkenéséhez vezet. A pénzmennyiség nagyarányú növekedése pedig (keresleti) inflációhoz vezet, mely a kamatlábra is hatást gyakorol.

A szakirodalomban a jelenleg legelfogadottabb a neoklasszikus növekedélmélet modellje, melyben megjelenik az adósság „kinövésének” lehetősége abban az esetben, ha a reálkamatok nagysága kisebb, mint a gazdasági növekedés üteme. Ebben az esetben lehetőség van az úgynevezett Ponzi-játékra, mely szerint megengedhető, hogy ne a korábbi hitelből finanszírozott befektetések eredményeiből, hanem további hitelekkel finanszírozzuk az esedékes tőke és kamatterheket. Ez ugyanakkor azt is jelenti, hogy a kötelezettségek áthárításra kerülnek a következő generációkra. Magyarországon ezt pilóta-játéknak is nevezik, de ez inkább csak elméleti síkon létezik, a gyakorlatban a kormányok ódzkodnak a túlzott eladósodástól (Mosolygó 2011).

Másodszor azt is vizsgálat tárgyává kell tenni, hogy milyen módon segítheti a növekedés a felhalmozott kötelezettségek csökkentését. Itt célszerű visszatérni a korábban már bemutatott hitelből történő beruházások finanszírozására. Ha nincs beruházás, nincs gazdasági növekedés sem, hiszen a beruházási kereslet növekedése gazdaságélénkítő hatással bír. A sikeres beruházásoknak nem csak gazdasági, de társadalmi és infrastrukturális hatásai is

⁹ Ezt nagyon jól szemlélteti Novák a következő gondolattal: „Tartós gazdasági növekedés nélkül elképzelhetetlen felhalmozódását megállítani, egyben a növekedés gátjává válik, ha túl sok jövedelmet von el a gazdaságtól” (Novák 2013, 123.o.).

vannak, megteremtve ezzel a jövőbeli termelési tevékenységek feltételeit. Nem csak a reálgazdaság élénkítésében van fontos szerepe, de hosszútávon a működő tőke bevonásában is, hiszen a beruházások elengedhetetlenek a piaci versenypozíciók megtartásában és fejlesztésében (KSH 2008).

1.6 Adósságfinanszírozás

Ha egy ország deficitese költségvetéssel rendelkezik, akkor olyan szintű forrásbevonásra van szüksége, melyet csak bizonyos gazdaságpolitikai (fiskális) döntések képesek kielégíteni. Az egyik megoldási lehetőség a külső forrásbevonás, melynek három legtipikusabb esetét Hinek 1997-es munkája összegezi:

– Jegybanki kölcsön:

Magyarországon pénzkibocsátási monopóliummal (emisszióval) kizárólagosan a Magyar Nemzeti Bank rendelkezik. Ebben az esetben a jegybank pótlólagos pénzkibocsátás révén mesterségesen megnöveli a forgalomban lévő pénz mennyiségét. A történelmi tapasztalatok azt igazolják, hogy ez az út nem járható, mert erősen gerjeszti az inflációt. A különböző korszakokban a költségvetés hol élt, hol pedig nem a jegybanki direkthitel lehetőségével (Török 2012).

– Állami forrásbevonás a belföldi állampapírpiacon keresztül:

Az állami értékpapírokat tekintve a piac a legkevésbé kockázatosnak, hiszen ezek mögött állami fedezet áll, illetve annak valószínűsége, hogy egy ország gazdasága csődöt jelentsen sokkal kisebb, mint egy vállalat esetében. Ugyanakkor azt is figyelembe kell venni, hogy ha az állampapírok a piaci hozamokhoz képest egy relatíve magasabb hozamot ígérnek, akkor a bankok, a vállalatok, a lakossági és a pénzügyi befektetők szabad pénzkészleteiket, megtakarításaikat állampapírokba fektetik, esetlegesen elvonva így a reálgazdasági forrásokat a gazdasági élet más szereplői elől. Ezt a folyamatot nevezzük elszívó vagy kiszorító hatásnak, mely a beruházások csökkenéséhez, a gazdasági növekedés lassulásához és a kamatok növekedéséhez vezet (Hinek 1997, Giday 2013).

– Külföldi forrásbevonás:

Egyetlen gazdaságpolitikai iskola sem támogatja a külső forrásbevonás e módját. Egyrészt, mert a külföldi adósságállomány növekedése maga után vonja a nemzetközi pénz- és tőkepiacokon az ország megítélésének romlását. Ez a kamatok növekedésében és hitelfelvételi nehézségekben, akadályokban jelentkezik. Másrészt, devizában történő eladósodás esetében számolni kell az árfolyamváltozás kockázatával, mely ellen a

legnehezebb védekezni, így ez még kiszolgáltatottabbá teszi az ország gazdaságát. Harmadrészt az államadósság növekedése többletköltségeket jelent, ez leginkább abban nyilvánul meg, hogy a nemzetközi tőke- és hitelpiacok hitelezői kockázatosabbnak ítélik meg a magyar viszonyokat (leminősítik az ország hitelképességét). Így a további külső forrásbevonás csak magasabb kamatok és kedvezőtlenebb feltételek mellett lehetséges csupán, mely problémás, hiszen ez adott adósságállomány mellett növekvő kamatszintet, növekvő kamatterheket jelent.

Az adósságpolitika célja nem csak arra korlátozódik, hogy hosszú távon a lehető legkedvezőbb finanszírozási forrást biztosítsa, hanem arra is, hogy mindezt a lehető legkisebb kockázatvállalás mellett tegye. Ahogy a korábbiakban utaltunk rá, megvizsgáljuk a belföld (az ismertetett első két finanszírozási forma) és a külföld felé történő eladósodást. A következőekben Dunavölgyi (1997) írására támaszkodva megmutatjuk a felmerülő kockázatokat és előnyöket. Mind az adós, mind a hitelező esetében megjelenhetnek kockázatok, de tekintettel a témájára, én az utóbbival nem foglalkozunk.

A belföld felé történő eladósodás mellett szól, hogy a belföldi kötvénykibocsátás fejleszti a hazai értékpapírpiacon és jobb információáramlást biztosít, mint a külföldi esetében. A belföldi piacokon az állam olyan meghatározó tényező, mely jogszabályok útján nagy hatást képes arra gyakorolni, míg a nemzetközi tőkepiacokon csak a piac egy szereplője. Ez hatással van a kibocsátott értékpapírok nemzetközi minősítésében. A saját valutában kibocsátottak kedvezőbb megítélésűek, mint a devizában. Ennek oka, hogy a saját valutában fennálló adósság esetén kisebb a nemfizetési kockázat, mint a devizás kötelezettségek esetében. Ez a természetes fedezettel magyarázható, azzal, hogy az állam a bevételeit saját devizában realizálja, így célszerű költségeit is ebben vállalnia.

A külföldi devizában történő eladósodás mellett szól, hogy a nemzetközi hitelpiacokon a nagyszámú jelenlévő miatt jellemzően olcsóbban, gyorsabban és nagyobb összegben lehet forráshoz jutni. Ugyanakkor ennek a finanszírozási formának a legnagyobb veszélyét az árfolyamok kedvezőtlen változásai jelentik, melyek többszörösére is drágíthatnak egy korábban olcsón megszerzett hitelt.

2. A MONARCHIA ADÓSSÁGAI (1868-1918)

Ebben a fejezetben kívánjuk bemutatni, hogy az Osztrák-Magyar Monarchia idején a költségvetést milyen kötelezettségvállalások terhelték meg, milyen volt ezeknek a technikai jellegű összetétele – értékpapír vagy direkt hitelfelvétel, külföldi vagy belföldi forrásbevonás –, milyen történelmi és gazdasági folyamatok indokolták az adósságvállalást, illetve hogyan sikerült kezelni azt.

2.1 Kiegyezés és a gazdasági hatásai

Az 1800-as évek közepén lezajló események megváltoztatták Ausztria nagyhatalmi pozícióját és átrendezték az európai hatalmi viszonyokat. Az 1848-ban kirobbanó magyar forradalom, majd az azt követő szabadságharc jelentős hadi kiadásokat eredményezett. Az olasz és német nemzeti egységtörekvések tovább gyengítették Ausztria pozícióját. Az évek során elszenvedett vereségek, veszteségek mellé jelentős hadi kiadások párosultak. Ezen terheket a kiegyezést követően Magyarország és Ausztria közösen viselték, ami a későbbiekben gazdasági problémákat okozott. Az 1867-ben megkötött kiegyezés (1867/XII tv.) révén létrejött az Osztrák-Magyar Monarchia (Szincsiák 1999).

A kiegyezés révén létrejött dualista államot nem csak a közös uralkodó személye kötötte össze, hanem a közös döntés alapján kezelt külügy, hadügy és pénzügy is, valamint a közös egyetértésben kezelt ügyek. Ez utóbbi esetében a legfontosabb kérdéskör a gazdaság volt, az erre vonatkozó megállapodásokat – vámunió, adók és vámok – a *gazdasági kiegyezés* tartalmazta, melyet 10 évente újra kellett tárgyalni és közös döntés alapján megújítani (Harmat 2011). Az 1867. évi XIV. és XV. törvénycikk is mutatja, a kiegyezés révén felosztották Ausztria korábban felhalmozott adósságait és annak kamatterheit. Valamint sor került a közös költségek elosztására is, Magyarország 30, Ausztria 70 százalékot vállalt. Ahogy arra Kovács (2006) rámutat az Osztrák Nemzeti Bank 80 millió forintos adóssága, illetve a forgalomban lévő 312 millió forint értékében maximált államjegyek lettek megosztva a két állam között (ami további 100 millió forint sóbánya kötvényből fakadó államadóssággal egészült ki). Az államadósság, mint közös ügy, a közös pénzügyminisztérium hatálya alá tartozott. Az ezzel kapcsolatos magyar kötelezettségvállalással a későbbiekben foglalkozunk.

A kiegyezés révén egy jelentős konjunktúra vette kezdetét. A dualista rendszer kiépülése rendezte a jogállamiság vitatott kérdéseit, mely csökkentette a külföldi befektetők kockázatait, így kezdetét vette a külföldi tőke Magyarországra való beáramlása. Ez, és a létrejött egységes piac biztosította a térség gyors fejlődését. A magyar gazdaság húzóágazata a mezőgazdaság

volt, mely az ipari fejlődéshez is nagyban hozzájárult. A vámunióknak köszönhetően a monarchia teljes területére exportálhatták a magyar agrártermékeket, mely egy biztos és stabil piacot jelentett. A külkereskedelem fellendült, az export-import ügyletek jelentős része a Monarchia nyugati felével bonyolódott le. Profitnövelés érdekében nagyarányú fejlesztések vették kezdetüket a mezőgazdaságban, új technikákat és eszközöket kezdtek el alkalmazni, illetve növelték a megművelhető szabad területek nagyságát (erdőirtás, folyószabályozás, legelők felhasználása). A fejlődésnek kedvezett a rendelkezésre álló hatalmas, olcsó munkaerő is (Berend-Ránki 1987). Ennek az olcsó munkaerőnek az államadósság alakulására vonatkozóan pozitív hatásai voltak. A szakképzetlen férfiak a különböző állami beruházásokon, építkezéseken tudtak munkát találni, az egyik legjelentősebb felszívó hatása a folyószabályozásoknak volt. Az állami költségvetés számára mindenféleképpen előnyt jelentett az olcsó munkaerő, mert csökkentette a beruházások kiadásait.

A céhrendszer eltörlésével (1872) az ipar nagyarányú fejlődésnek indult. Elsődlegesen az élelmiszeripar, mely maga után vonta a nehézipar fejlődését, mert az egyes iparágaknak – pl. malomipar – szükséges volt a gépekre. Kezdetét vette a magyar bankrendszer kiépülése, sorra jöttek létre a különböző pénzintézetek országszerte, a hitelfelvételi lehetőségek cégalapítási lázat („*gründölési láz*” 1867-72) eredményeztek, melynek révén sorra alakultak a részvénytársaságok. Ez kedvezett az 1864-ben alakult értéktőzsde fejlődésének (Bertényi-Gyapay 1993).

2.2 A dualizmus kori államadósság összetétele

Ebben a fejezetben statisztikai elemzéseket végzünk, a különböző pénzügyi, költségvetési adatokat hasonlítjuk össze, mely erősen múltorientált megközelítés.¹⁰ Tekintettel a jelentős időtávra és a meglévő adatforrások szűkösségére, a Monarchia adósságállományáról és annak változásairól nehezen adható tiszta, objektív kép. Ennél az időszaknál az 1868-1914-ig terjedő korabeli állami költségvetési törvények, illetve Szabóky Alajos 1923-as munkája adta meg a kiindulási alapot, mely a háború kitörésének állapotát mutatja be a világháborús eladósodást nem.

¹⁰Az általunk preferált és hangsúlyozott jövőorientált megközelítésnek a dualizmus idején is volt követője. Makai Ernő (1906) hangsúlyozza, hogy mivel a gazdaság „*gépezetét*” emberek mozgatják, és az államadósságot az egymást követő nemzedékek öröklik, ezért fontos az erkölcsi megközelítés. Véleménye szerint vannak olyan kiadások, amelyek visszatérőek, ezért a költsön felvételekor annak jövőbeli törlesztéséről is gondoskodni kell, nehogy a következő generációk úgy gondolják, nem hajlandóak olyan kötelezettséget törleszteni, melyet nem ők vállaltak. Arra is felhívja a figyelmet, hogy az se megoldás, ha az adott nemzettség nem hajlandó többlet terheket vállalni olyan előnyök érdekében, melyet csak a soron következő nemzedékek élvezhetnek. A megoldás valahol a két szélsőség között van.

2.2.1 A korszak költségvetési egyenlegei

Első körben érdemesnek tartjuk megvizsgálni a dualizmus kori költségvetések egyenlegeit. Ehhez a 1868 és 1914 között született, a magyar törvényhozás által elfogadott éves költségvetési törvényeket vettük alapul. Ha megvizsgáljuk az egyes évek költségvetési törvényeit, láthatjuk, hogy 1869 és 1890 között deficit volt a költségvetés. Ennek oka elsősorban a jelentős állami beruházások, rendkívüli közösügyi kiadások és a korábban vállalt kötelezettségek kamat és tőketartozásai. 1869 és 1890 között a kumulált költségvetési hiány összege 412 141 124 forint volt, azaz 824 282 248 korona. 1914-15-ös költségvetésig a Monarchia költségvetési bruttó egyenlegeinek kumulált összege – 1905-ös és 1910-es költségvetési egyenlegek nem kerültek számbavételre – 820 834 598 korona volt. Ebből is jól látszik, hogy a közel 31 évig tartó deficit költségvetés milyen súlyos terheket rótt a gazdaságra (2. táblázat). Mivel a költségvetés bruttó egyenlege önmagában nem teljesen alkalmas a gazdasági elemzésre, kísérletet tettünk az egyes évek folyó egyenlegének kiszámolására, melyet a 4. táblázat tartalmaz. A táblázat adatiból jól látszik, hogy a dualizmus idején a folyó költségvetés erősen deficit volt. Ha a bevételi összeg százalékában vizsgáljuk a folyó egyenleget, akkor a vizsgált időszakban -14,53 százalék és -34,97 százalék között mozgott a folyó egyenleg. Tehát az egyes évek folyó hiányainak fedezetére szükséges volt a külső forrásbevonás, mely így az adósságállomány növekedéséhez vezetett.

2.2.2 Beruházások

A hatalmas állami beruházások nagyban hozzájárultak a gazdaság fejlődéséhez.¹¹ Az 1. ábra azt mutatja be, hogy az egyes évek költségvetési törvényeiben hogyan alakultak a beruházásokra elkülönített összegek. Az 1868 és 1876 közötti illetve az 1905-ös és 1910-es beruházási kiadások összegére vonatkozóan nem áll rendelkezésünkre adat. 1877 és 1882 között nőttek a beruházási kiadások, ezt több éven át tartó csökkenés követte egészen 1891-ig. Innentől szinte minden évben nőtt a költségvetés beruházási kiadásainak összege. Az 1904-es évben volt egy jelentős ugrás, ezt követően meredeken nőttek a beruházási jellegű kiadások.

Ezen kiadásokból eredő kötelezettségek háború előtti állapotát az 7. táblázat tartalmazza, mely bemutatja egyben a legfontosabb állami beruházásokat is. A táblázatból látható, hogy a felvett hitelek legnagyobb része a vasútépítést fedezte. Az első vasútvonal (1846) Pestet és Vácot kötötte össze, majd a kiegyezést követően a vasútépítés szívta fel a befektetők pénzét. Ennek oka, hogy a vasúti infrastrukturális hálózat kiépítésében kezdetben főleg

¹¹Ahogy azt Kovács is írja „az állam lett ezen korszakban a legnagyobb beruházó, az összes állami beruházás 2,4 milliárd koronára rúgott, ami a korszak teljes beruházásának ötödét jelentette” (Kovács 2006, 17 o.).

magánszemélyek, magántársaságok vettek részt, hogy minél hamarabb kiaknázhassák az új piaci szegmens nyújtotta lehetőségeket. Ezt Bécs is támogatta különböző állami kedvezmények révén¹²(Harmat 2011). Az állami tulajdonú vasútépítés növekedése is a kiegyezéshez köthető, minekután az 1867: XIII tc. értelmében a magyar kormány felhatalmazást kapott, hogy 60 millió ezüstforint névértékben, 5%-os kamatozású értékpapírokat bocsásson ki, a szükséges költségek fedezésére (Pólya 1882/a, 1882/b). A MÁV 1868-as alapításával kezdetét vette a korábban kiépített magánkézben lévő vasútvonalak különböző állampapírok révén történő megváltása¹³(Szabóky 1923).

A vasútépítésen kívül más jelentős állami beruházások is történtek, melyeket szintén állampapírok kibocsátásából fedeztek. Ilyen volt a 30 millió forintos sorsolási kölcsön, amelyből a Lánchíd megvásárlását, a Duna fővárosi szakaszának szabályozását, szükség esetén további két híd építését és a fővárosi közlekedés fejlesztését célirányozták. Ugyancsak befektetési célú volt a 3%-os 45 millió koronás, Vaskapu-szabályozási kölcsön, illetve a Tiszaszegedi nyereségekölcsön, mely az 1879-es szegedi nagyárvíz helyreállítási költségeit, és a Tisza folyószabályozását hivatott fedezni (Pap 1906).

A fenntartható fejlődésemélet értelmében az ilyen típusú beruházásokból következő deficitnes költségvetés jó deficitnek minősül. Egyrészt e beruházásoknak erőteljes gazdaságélénkítő hatásuk volt. A vasút, a folyószabályozás olyan infrastrukturális lehetőséget jelentett, mely biztosította, hogy a gazdaság vérkeringésébe új, korábban nehezen megközelíthető vagy kimaradt régiók – és az ott élő népcsoportok – csatlakozzanak. Biztosította, hogy az egyes gazdasági csomópontok összekapcsolódásával, szabadon áramoljanak a különböző termékek. Másrészt, ahogy arra Pólya (1882/a, 1882/b) is rávilágít, ezeknek a beruházásoknak jövedelemtermelő képességük is volt, mint például a vasúti teherszállítási díj, a közlekedési vállalatok adói vagy a hídhasználati díj.

2.2.3 Államadóssági járulék

A korábbiakban említettük, hogy a kiegyezéssel az osztrák államadósság egy részét Magyarország átvállalta, így én ezt a múltbéli terhekből eredő adósságok közé soroljuk. Az 1867. évi XII. törvénycikk 53. szakasza értelmében Magyarországot csak olyan államadósságok terhelik, melyeket törvényi úton elismernek.¹⁴Az 1867. évi XV. törvénycikk

¹²Rohamosan növekedett a kiépített vasúti szakaszok nagysága, 1873-ban 6300 km hosszúságú vasút üzemelt, míg a 1900-ban már 17 ezer km (Harmat 2011).

¹³Mint például a Tisza-vidéki, a Zágráb-Királyvárosi vasút, az első magyar gácsországi vasút, osztrák-magyar államvasút társaság magyarországi vonalai és az Arad-Temesvár vasútvonalak (Szabóky 1923).

¹⁴Az 1867. évi XII. törvénycikk 54. szakasza a következőképpen nyilatkozik az osztrák államadósságból történő részvállalásról: "ha a valóságos alkotmányosság hazánkban is, Ő Felsege többi országaiban is minél előbb

rendelkezik a magyar korona országai által vállalandó évi járulékról. Ezt 29 188 000 forintban határozták meg, melyet állandó jelleggel, 1868. január 1-jétől kezdve a magyar korona országai az eddigi osztrák államadósságok (312 millió forint értékében maximált államjegyek) kamatainak fedezésére évente fizettek.

Az osztrák államadósság részleges átvállalása és mértékének pontos meghatározása sokáig vita tárgyát képezte a magyar és az osztrák politikai életben. Barta Ödön (1904/a, 1904/b) jól összegzi a vitatott kérdéseket. Egyrészt megoszlott a hazai és az osztrák vélemény annak tekintetében, hogy a *méltányossági* alapon történő szerepvállalás mekkora beleszólást biztosít a magyar félnek korábban felhalmozott adósság konverziójába (a hitelezővel kötött szerződésmódosítás). Sokat tárgyalt kérdés volt az is, hogy ha ezen önkéntes szerepvállalás túlságosan megterheli a magyar gazdaságot, költségvetést, van-e lehetőség a jótállás felmondására. Másrészt az osztrákok az úgynevezett konverzió eszközével éltek, mely lehetővé tette számukra, hogy a korábban kötött hitelszerződéseket egyoldalúan módosítsák. Magyar oldalról az elégedetlenséget nem az váltotta ki, hogy az osztrákok csökkentették a kint lévő kötelezettségeik kamatterheit kamatláb leszállításon keresztül, hanem az, hogy az államadóssági járulék ezzel arányos csökkentése elmaradt. Sőt az osztrák konverzió révén csökkentek a kamatterhek, és ezzel párhuzamosan – csak számszakilag, összegében nem – nőtt a magyar kvóta aránya is.

2.2.4 Rendkívüli államadósságok

A XIX. század közepén és a XX. századelején két olyan esemény zajlott le, amely rendkívüli kiadásokat eredményezett, ezzel megnövelve a magyar állam adósságát.

2.2.4.1 A földtehermentesítés és a szőlődézsma váltság

Az áprilisi törvények kimondták a jobbágyfelszabadítást (1848. évi IX. tc.), mely úrbéri föld a jobbágy szabad tulajdonába való kerülését és az úrbéri szolgáltatások megszüntetését jelentette. A korábbi földesúri birtokok kártalanítását az állam vállalta, ám annak módja ekkor még nem került meghatározásra. A földtehermentesítés kérdését a szabadságharc bukása után végül Bécs rendezte, melynek első lépése az úrbériség eltörlése volt az 1853. március 2-án kelt nyíltparancssal, mely földtehermentesítési alapot hozott létre. Ennek az alapnak a fedezetét az úgynevezett földtehermentesítési járulék fedezte. Ezt a pótdadót minden

tettleg életbe lép, kész az, a mit tennie szabad s mit az ország önállása és alkotmányos jogainak sérelme nélkül lehet, a törvényszabta kötelesség mértékén túl is, méltányosság alapján, politikai tekintetéből megtenni, hogy azon súlyos terhek alatt, miket az absolut rendszer eljárása összehalmozott, Ő Felsége többi országainak jólléte, s azzal együtt Magyarországé is össze ne roskadjon, sa lefolyt nehéz időknék káros következései elháríttassanak”(1867. évi XII. törvénycikk).

földtulajdonosnak meg kellett fizetnie (földesúr, volt jobbágy egyaránt a földtulajdon arányában), és az ebből befolyt összegből történt a kártalanítás (Pólya 1882/a, 1882/b). Magát a kártalanítást úgy kívánták meghatározni, hogy a korábbi években fizetett járadékokra úgy tekintettek, mintha az egy adott tőkeösszeg 5%-os évi kamatának felelne meg. A kárpótlási összeget ennek az éves járadéknak (5%) a hússzorosában határozták meg. Majd ezt követően a jogosultak kárpótlásul 5%-kal kamatozó kötvényeket kaptak, összesen mintegy 300 millió forint névértékben. Ezeket 1888-ban konverzió révén 4% kamatozású kötvényekre cseréltek (Szabóky 1923). Ezen értékpapírokra az állam garanciát vállalt, a tőkét ötven év alatt évenként kétszeri sorsolással törlesztették, a kamatokat pedig félévente fizették.¹⁵

A másik rendkívüli tétel a szőlődézsma váltság volt, mely a szőlőbirtokosok tartozásainak megfizetését jelentette állami támogatás mellett. 1868-ban a kormány kötvényeket bocsátott ki, melyek kamatait a szőlőbirtokosoktól szedett tartozásokból kívánt fedezni. A szőlőbirtokosoknak tartozásuk tőkeösszege után évi 8 százalékot kellett az államnak megfizetniük, ebből 5 százalék volt a tőketörlesztés, 0,5 százalék a kezelési költség és 2,5 százalék a járadék. Ezáltal a kötvény 22 éven át, 5 százalékos kamatot volt képes biztosítani a tulajdonosának (Matelkovits 1894).

2.2.4.2 Az első világháború

Pogány Ágnes (2002) szerint az első világháború pénz- és tőkepiaci téren is számos változást eredményezett. 1914. évet követően a hitelek már nem hosszú távú beruházásokat, hanem a folyó kiadásokat szolgálták, továbbá a jegybankok és a lakosság is saját államuk hitelezőivé váltak. Erre azért volt szükség, mivel egyrészt a háború miatt a nemzetközi pénzpiacok befagytak, az egymással hadban álló országok felhagytak korábbi hitelezéseikkel. Másrészt az elhúzódó háború olyan mértékű kiadásokat eredményezett, melyeket csak a rendkívüli bevételek révén tudtak finanszírozni. Egyes években a hadügyi kiadások az adott évi összes kiadásnak 70-80 százalékát is kitették. A négy év alatt közel tízszer annyit költöttek el a háborúra, mint a korábbi években felhalmozott adósságok törlesztésére (9. táblázat).¹⁶

2.3 Adósságfinanszírozás

A korábban ismertetett adatokból jól látszik, hogy Magyarország költségvetési mérlege a dualizmus korában erősen deficites volt, mely mögött a folyó hiány, a jelentős beruházások, a

¹⁵Az úrbériség megszüntetése (2009) elte.hu Hozzáférés: 2015. szeptember 23. Elérhető: <http://majt.elte.hu/Tanszekek/Majt/Magyar%20JogtorteNET/magyarazatok/urberisegmegszuntetese.htm>

¹⁶Teleszky így összegzi hazánk hadba lépésének gazdasági aggályait: „*Olyan ország, mint Magyarország, ...amely a külfölddel szemben eladósodott agrárállam volt, fejletlen iparral, aránylag csekély szén- és vastermeléssel, eleve le kellett, hogy mondjon az ilyen értelemben vett háborúra való gazdasági és pénzügyi felkészültségről*”(Teleszky 1927, 323-324. o.).

váratlan kiadások és az örökölt osztrák államadósság állt. A deficites költségvetésből következik, hogy a többletkiadások fedezetére külső forrásbevonásra volt szükség. A következőkben bemutatjuk, hogy milyen módon történt a többletköltségek finanszírozása, illetve, hogy egyes monetáris politikai változásoknak milyen fiskális politikai hatásuk volt.

2.3.1 Az adósságfinanszírozás szerkezete

Az adósságfinanszírozás szerkezetét két szempont szerint kell vizsgálnunk. Az egyik elemzési szempont, hogy mértékben történt belföldi illetve külföldi források bevonása, a másik pedig, hogy a finanszírozás piaci vagy jegybanki hitelnyújtás útján történt.

Az előbbiekben említett elemzési szempontból kiindulva fontos megemlítenünk az 1892. évi valutastabilizáció folyamatát. A XIX. században az európai pénzrendszer radikális változásokon ment át, a század végére az arany-ezüst értékaránya felborult. Az ezüst arannyal szembeni leértékelődéséhez az új aranyelőhelyek feltárása és a növekvő ezüstkitermelés vezetett. Az európai államok többsége aranyalapú pénzrendszerre állt át, így a demonetarizált ezüstkészletek piacra dobásával is nőtt a piaci ezüstkínálat (Kovács 2006, 12. o.). Az aranyalapú Korona-valuta rendszert Magyarországon az 1892. évi XVII. törvény vezette be. A stabil valutarendszer csökkentette a külföldi befektetők kockázatait, így 1892 után alacsonyabb kamatozású kötvényeket tudtak kibocsátani – a korábbi 5% helyett jellemzően 4% – illetve konverzió révén leszállították a korábbi állampapírok kamatait. Ezt támasztja alá a 12. táblázat adatai, ha megnézzük az 1892 előtti és utáni kamatlábak mértékét. Ennek a folyamatnak államadósság csökkentő hatása is volt, hiszen csökkentette a kamatterheket.

A hitelfinanszírozási lehetőségek felsorolásakor megemlítettük a jegybankot, mint az esetleges hitelnyújtót. Illetve azt is kifejtettük, hogy a hitelnyújtás ezen eshetősége nem szerencsés, és ezt általában a törvény is szabályozza. Nem volt ez máshogy a Monarchia idején sem. Az Osztrák-Magyar Bank (OMB) alapszabálya tiltotta a jegybanki hitelnyújtást az állam számára, azonban az 1912. évi LXIII tc. jogi alapot adott erre a lehetőségre, ami 1914. augusztus 17-én be is következett. Ezt követően a közös jegybank kedvező kamatozású kölcsönöket nyújtott a két kormánynak. Kezdetben 1%-os, a későbbiekben 0,5%-os kamatot határoztak meg, majd 1917-ben visszamenőlegesen az összes korábbi jegybanki kölcsönt 0,5%-os kamatozásúra módosítottak. A világháború alatt a két kormány mintegy 39,4 milliárd korona értékben kapott kölcsönt az OMB-tól. A kölcsön kvótaarányosan lett folyósítva, de Magyarország a 14,3 milliárdos büdzséből mindösszesen 9,9 milliárdot használt fel. A hiányzó összeget Ausztria használta fel, aki a feszült belpolitikai helyzet miatt nem nyúlhatott az adóemelés és más bevételnövelő eszközökhöz (Pogány 2002).

Összességében tehát, elmondhatjuk, hogy a külső finanszírozás biztosítása a korszakban kulcskérdés volt, az alacsony belső megtakarításokból eredően. Ebben jelentős szerepe volt a 1892-es valutastabilizációnak, ami csökkentette a befektetők és az ország kockázatát, így megnyíltak az utak a külföldi hitelforrások irányába. A világháború előtt jellemzően piaci úton történt a forrásbevonás, azonban háború ideje alatti rendkívüli többletkiadások és a külföldi hitelpiacok beszűkülése miatt a jegybanki hitelnyújtás került előtérbe.

2.3.2 Forrásbevonás az állampapírpiacon keresztül

Az osztrák befektetők jelentős likviditástöbblettel rendelkeztek a kiegyezés előtt, melyet az orosz-osztrák háború korai lezárulása eredményezett. Az osztrák kormány államjegy-kibocsátásba kezdett az 1866-ban kirobbant háború zökkenőmentes finanszírozása érdekében. Bevonta az 1 és 5 forintos bankjegyeket és azokat fedezetlen államjegyekké alakította. A bevont forrásokból kívánt fizetni a fegyvergyártó vállalatok tulajdonosai számára, akik a háborúhoz szükséges fegyvereket és felszereléseket biztosították. 1866 végén már 500 millió forint értékű állam és bankjegy állt rendelkezésre, melyből 150 milliót injektáltak háborús célokra. Azonban a poroszok közel két hónap alatt győzelmet arattak így jelentős tőkemennyiség maradt parlagon az osztrák gazdaságban, melyet a befektetők saját piacukon, kapacitás hiányában nem tudták ezt elhelyezni. Kárpótlásul a korábban fegyvergyártásban és a háborúhoz köthető üzleti tevékenységekben érdekelt befektetők a frissen alakult magyar tőzsdén kezdtek el kamatozó, még kiaknázatlan befektetések után keresni. Azonban az osztrák befektetői hangulatot, ahogy a korabeli Európa összes tőkepiacát, spekulációs láz jellemezte, mely a konjunktúra 1866-67-es években elért csúcsával teljesedett ki, a bankok túlfűtött hitelezési politikájával párosulva. Ez a gründolási láz átragadt a pesti tőzsdére is, ahol a dinamikus fejlődésnek indult gazdaságot biztos befektetésnek látták és folyamatos tőkefelszívó képességét feltételezve, képtelenek voltak felismerni a rövidtávon jelentős árfolyamnyereséget kínáló befektetések hosszabb távon jelentkező kockázatait (Kövér 1986).

2.3.2.1 A gründolási láz hatása a kötvénypiacon

A nemzetközi tőkepiacokon uralkodó hausse sarokba szorította az alacsony hozamot ígérő értékpapírokat, melyek alacsony kockázatuk ellenére, szinte teljesen elvesztették tőkevonzó képességüket. A textilipar és a mezőgazdaság jelenetős tőkehiányban szenvedett, mivel a szektorban megvalósuló beruházások hozamai túl alacsonyak voltak ahhoz, hogy a külföldi befektetők számára vonzóak legyenek. A fix, kockázatmentes, ám még ezeknél az iparágaknál is alacsonyabb hozammal rendelkező államkötvények pedig közelében sem voltak annak, hogy versenybe szállhassanak a népszerű vállalati részvényekkel szemben. Akadt azonban

néhány kötvény, mely a válság előtt is vevőre talált, és amelyeket a kormány rövidtávon sikerként könyvelt el, azonban hosszú távon ezek a tranzakciók jelentős anyagi terheket róttak az államháztartásra. *Az 1873-as válságig a külföldi tőke többnyire csak a bankok és vasutak felé vándorolt, ennek legnagyobb oka pedig az állam kamatgarancia vállalásaiban keresendő.* Kétfajta államkötvény volt, mely leginkább vevőre talált a korszakban, az egyik a szőlődézsma váltságra kiírt kötvény, a másik pedig a vasúti kötvény (Matelkovits 1894).

A már rendkívüli helyzetekből fakadó kiadásoknál bemutatott szőlődézsma váltsággökötvények megjelentek a bankok és más hitelintézetek portfóliójában. Ezek alacsony kockázatú papírok voltak, de a problémát a 8 százalék fizetendő kamat jelentette, melyet a birtok után járó adóval együtt kívánt a kormány behajtani a birtokosoktól. 1858 és 1867 között rendkívül kedvező termésátlag jellemezte a birtokokat, azonban az ezt követő években az időjárás kevésbé kedvezett és jelentős károkat okoztak a megszorodott filoxéra rovarok. Ennek következtében sok szőlősgazda képtelen volt fizetni a kamatokat, földjeiket parlagon hagyták, kamataikat pedig nem tudták fizetni, ezáltal a kormányt is jelentős, közel 20 millió Ft értékű fedezetlen kiadás terhelte már 1871-ben (Matelkovits 1894).

1867-ig a vasútba fektetett tőke legalább 85 százaléka külföldről származott, melynek jelentős részét olyan nagybankok szolgáltatták, mint a bécsi Creditanstalt vagy a francia Crédit Mobilier. A kiegyezést követően közel ezer kilométer vasúti pálya épült, melyek nagy részét gyárak és termelési egységek között létesítettek (Komlos 1990). Az állam két irányból igyekezett a vasútépítés fejlesztését megvalósítani. Egyrészt közvetlen állami vonalak építésével, másrészt közvetve, garanciavállalással ellátott kökötvények segítségével tett szert külföldi befektetőkre. *„Az utóbbi volt a szabály, az előbbi csak kivétel.”* (Jekefalussy 1891, 131.o.) A Magyar Vasúti Kölcson a kormány legkorábban kibocsátott papírjai közé tartozott és sikerének kulcsa, az osztrák mintára átvett, állami garanciavállalásban rejlett. A kökötvények szelvényei adó és illetékmentesen 10 évre szóltak, a kamatgarancia pedig biztosította a befektetőket arról, hogy a kevésbé jövedelmező vonalak esetében is legalább 5 százalékos osztalékhozamhoz juthassanak (Matelkovits 1894). A vonalak építéséül szolgáló kökötvények 1867-ben 85 125 000 Ft névértéken kerültek kibocsátásra és 68 969 178 Ft tényleges tőkebeáramlás eredményeztek, melyből 67 511 733 Ft-ot ténylegesen vasútépítésre fordítottak (Jekefalussy 1891). A befektetők számára, figyelembe véve a 10 éves lejáratot, 5 százalékos kamatgaranciát és a közel 81 százalékos vételi árfolyamot, a kökötvény közel 7 százalékos tényleges hozamot biztosított. A vasútépítés azonban rendkívül drága vállalkozás volt és a magyar állam jelentősen felülbecsülte a megtérülését. A kökötvénykibocsátás önmagában nem jelentett volna gondot, hiszen a korábban épült vasútvonalak jövedelmezősége képes volt

fedezni a kamatterheket. A problémát a kormány kapkodás eredményezte azáltal, hogy a vállalatok számára, melyek engedélyt kaptak a vasút építésére, teljesítmény alapon eszközölte a kifizetéseket, az elkészült mérföldek után. *Ennek köszönhetően a befektetőket csak a kockázatmentes vagyonszerzés motiválta, az engedélyt a megfelelő kapcsolatokkal rendelkező beruházók (többnyire bankok) szerezték meg, akik olyan vonalak kiépítésén fáradoztak, melyek bevételei meg sem közelítették az elvárt hozamszintet* (Drábik 2007).

A legoptimistább számítások szerint is, az újabb kötvényjárulékokat is figyelembe véve, 1873-ban több mint 20 millió Ft volt a fedezetlen kiadások összege (2. ábra). A kiadások fedezésére már 1871-ben sem állt rendelkezésre kellő forrás, ekkor került kibocsátásra a 30 millió Ft névértékű kötvénycsomag, majd egy évvel később az 54 millió Ft-os. A nagyjából lineáris trendnövekedést mutató kötvényfelhasználás képét tovább árnyalja, hogy 1873-ra már csak közel 53 millió Ft maradt az újonnan kibocsátott, összesen 84 millió Ft értékű kötvényekből. Ha mindehhez hozzátesszük, hogy 1873-ban az összes kiadásból közel 18,5 millió Ft, azaz 47 százalék esett beruházásokra, tehát ebben az arányban a 20 millió Ft fedezetlen kiadásból 9,4 milliót a kötvényjárulékok és kamatgaranciák tettek ki, kijelenthető, hogy a maradék 53 millió Ft-ból 9,4 millió, azaz a teljes, még rendelkezésre álló kötvénycsomag közel 18 százaléka csak a korábban felhalmozott tartozások kiegyenlítésére szolgált (3. ábra). Ebből is látszik egyrészt, hogy az újonnan épült vonaloknak jelentősen magasabb profitot kellett volna generálniuk, ahhoz hogy a kötvényeik piaci körülmények mellett vevőre találjanak. Másrészt, hogy a befektetőket éveken keresztül csak a kockázatmentesen megszerezhető 5 százalékos hozam érdekelte.

2.3.2.2 A fordulat éve, avagy egy válság jótékony hatásai

A válság komolyérvágást okozott a pénzügyi szektorban és az 1867 után alakult hitelintézetek és ipari vállalatok nagy része csődöt jelentett. Az 1873-as válságot pénzügyi válságként érdemes elkönyvelni, mely a piac megtisztulását eredményezte és a „fantom” vállalatok eltűnésével csak az életképes vállalatok maradtak a gazdaságban. A válságérzékenyen érintette a befektetőket, akik bizalmatlanná váltak a vállalati részvényekkel szemben, ezzel utat engedve a válság előtt háttérbe szorult állami értékpapíroknak. A válságnak köszönhetően a befektetők az államkötvényeket előnyben részesítették a befektetők, mivel a vállalati hozamokat nem lehetett racionálisan előre jelezni, sokan kivonták tőkéjük az iparból és kockázatmentesebb állampapírokba fektették. Adatokkal és következtetésekkel alátámasztható, hogy *Magyarországot 1878-ig egy kevésbé látványos, de a későbbi fellendülés alapjául szolgáló infrastrukturális fejlődés jellemezte, melynek a tőkepiac*

és az osztrák kereslet jelentette a motorját. A magyar állampapírok nagy részét a korábban jelentős likviditási többlettel rendelkező, ipari részvényekben csalódott osztrák tőkések vásárolták meg. Ezáltal a kormány infrastrukturális beruházásokat hajthatott végre anélkül, hogy a hazai magánberuházóktól tőkét kellett volna elvonnia. Ennek köszönhetően a kormány képes volt fiskális céljait elérni adók emelése nélkül. Így a kormánykiadások és a beruházások az adóknál gyorsabb ütemben növekedtek abban az időszakban, amikor az ipari növekedés meghaladta a hosszú távú átlagütemet. *1873-ban az állam által kibocsátott értékpapírok teljes névértéke közel 1,3 milliárd korona volt. Ennek értéke 1896-ra 7,4 milliárdra növekedett,* melynek 63 százaléka külföldiek birtokában volt, főleg osztrák, illetve francia és német területeken került kibocsátásra (13. táblázat). Ez a nagyarányú növekedés három tényezővel volt magyarázható (Komlos 1990).

- A hirtelen bekövetkező nagyütemű fejlődést a befektetők túlértékelték (14. táblázat).
- Az állam aktív szerepet vállalt az infrastruktúra fejlesztésében.
- A harmadik tényező pedig az alacsony országgockázati felár volt (15. táblázat).

A 4. ábrán látható, hogy az állam által kibocsátott értékpapírok száma 1868 és 1893 között folyamatosan növekedett, ahogy a külföldi, főleg az osztrák tulajdonosok aránya is.

2.3.2.3 Ipari fellendüléstől a valutareformig

Magyarország ipara az 1870-es évek végére elért arra a szintre, hogy a befektetett tőke alacsony kockázat mellett jövedelmezőbb megtérülést eredményezett, mint a kockázatmentes papírok hozama. Az 1873 és 1878 között stagnáló részvénytőke piac lassan új erőre kapott, mely kizorítóhatást gyakorolhatott volna az állampapírpiacra, azonban a hitelintézetek tőkeközvetítő szerepének növekedése fékezte ezt a folyamatot. A válságnak köszönhetően a takarékpénztárak szerepe fokozatosan nőtt a korszakban, a bankokkal szemben. A befektetők bizalmatlanná váltak, a betétesek pedig átcsoportosították tőkéjüket a biztonságosabbnak ítélt hitelintézetekbe. 1873-ban közel ötven bank ment csődbe és a fennmaradt tizenkettő, már csak a minimális kockázattal járó letéti ügyletekkel próbálta működését biztosítani. A takarékpénztárak kezében jelentős tőke összpontosult, mely nagy részét állampapírokban kötötték le a korszakban. A tőke csak lassan, az 1880-as évek végére áramlott vissza a bankrendszerbe, ami nagyban hozzájárult ahhoz, hogy az elkövetkező évtized során további, közel 1300 millió forint értékben sikerült kötvényeket kibocsátani, amit az osztrák befektetőkön kívül a belföldi takarékpénztárak vásároltak meg (Tomka 1996).

A korszak másik jellegzetessége, hogy a közel 62 százalékos külföldi birtokbani állampapírok aránya 1893-ra 73 százalékra nőtt, melyből 61 százalékot az osztrák befektetők

tettek ki. A folyamat azért is figyelemre méltó, mert 1878-tól kezdődően az osztrák kormány is jelentős kibocsátásokba kezdett és próbált befektetőkre találni. Több tényező együttes fennállásának volt tulajdonítható, hogy az osztrákok inkább a magyar államkötvényeket vásárolták, szemben a saját kormányuk papírjaival. Ehhez érdemes összevetni a két ország kötvényeinek hozamát és megvizsgálni az osztrák befektetők döntéseire ható tényezőket. Ennek adatait a 16. táblázat tartalmazza, melyből jól látható, hogy a magyar állampapírok hozama eleinte jelentősen felülmúlta az osztrák állampapírokét, később fokozatosan csökkent és az 1890-es évek elejére szinte eltűnt ez a különbség. Másrészt fontos megjegyezni, hogy ezzel párhuzamosan a magyar piaci ráták is folyamatosan magasabbak voltak a korszakban, mint az osztrák ráták. Ez a kötvények vételi árfolyamánál játszott szerepet, mivel az államkötvények belföldön alacsonyabb, külföldön magasabb árfolyamon találtak vevőre, ami azt engedi valószínűsíteni, hogy belföldi államkötvény tulajdonosok is továbbadhatták kötvényeiket külföldre, ezzel árfolyamnyereséget realizálva.

Ezeken túl, az osztrák befektetők továbbra is rendkívül bizalmatlanok voltak beruházásokkal szemben és a jelentősebb kamat prémium miatt vásárolták a magyar állampapírokat az osztrák papírokkal szemben. Azonban a mai napig nem teljesen tisztázott, hogy az azonos feltételek mellett kibocsátott kötvényeknél, mi okozta a hozamok ilyen nagyarányú különbségét. A már korábban is említett alacsonyabb országkockázat természetes hatással volt rá, de ez az 1880-as évek végére szinte teljesen megszűnt. Az ország hitelképességének javulásában más tényezők változásának is szerepet kellett játszaniuk, ahhoz hogy a hozamok 1893-ig ennyire különbözzenek. Egy lehetséges magyarázattal szolgálhat a két ország gazdasági nyitottságában tapasztalható különbségek, melyet az ezüst értékének hanyatlása, pontosabban annak ingadozása idézett elő, mely egy-egy éven belül néha 7-8 százalékot is elért. *A problémát nem az ezüst értékének hanyatlása, hanem annak ingadozása jelentette, mely egy-egy éven belül néha 7-8 százalékot is elért* (Tomka 1996).

2.3.2.4 Arany vagy ezüst

Az úgynevezett „sánta aranyvaluta” bevezetése során, mely törvényes fizetőeszközként az ezüstöt továbbra is elismerte, a jegybank nem vállalt készfizetési kötelezettséget. A bankjegyeket azonban bárki átválthatta külföldi valutára, melyért az adott külföldi jegybank készfizetést vállalt. *Ennek következtében nagymennyiségben beáramló deviza által a kamatráták alábbszálltak, ami a hitelnyújtás előtérbe kerülését vonta magával* (1990Komlos). Ehhez hozzájárult a bankrendszer megerősödése is, mely az 1880-as években zajlott le, mikor a kormány figyelme az infrastrukturális fejlesztésekről az ipar támogatására irányult

(Pajkossy 2003). Az addig csak stagnáló bankrendszer felismerte a helyzet kiaknázzható lehetőségeit és az addig jóformán csak letéti üzletekről áttértek a folyó üzlet és jelzálog-hitelezésre (Tomka 1996). Habár még mindig a takarékpénztáraknál összpontosult a megtakarítások nagy része, a lakosság is megkezdte tőkéje átcsoportosítását, miután 1882-től a bankok elfogadták a betétek takarékkönyvecskék ellenében való elfogadását és egyszersmind takarékpénztárak szerepét töltötték be (Halász 1894). Megnövekedett forrásaikból olcsó hitelezésbe kezdtek, ami számos tőkeemelést és alapítást helyezett kilátásba, ennek megvalósítása pedig a tőke nagyarányú átcsoportosítását jelentette. A bankok pénzügyi innovációik révén a jól jövedelmező, alacsony kockázattal járó ágazatok fejlesztését támogatták, ezzel kizorító hatást gyakorolva a belföldi kötvénypiacra. A hitelintézetek érdekeltsége csökkent az állampapírok iránt, a befektetők érdeklődése pedig takarékkönyvek és alacsony hozamot kínáló kötvények iránt. A valutarendezésnek azonban volt még két másik hatását is érdemes megemlíteni, Mivel ebben az időben legtöbb ország már áttért az aranyvalutára, a Monarchia és a külföldi piac közötti kapcsolat lényegesen javult a rendezést követően. A kamatlábak közötti különbségek csökkentek és mérséklődtek a tranzakciós költségek is. Habár ezzel a magyar állampapír elvesztette korábbi előnyét az osztrák papírokkal szemben, új piacnyitási lehetőségeket teremtett, ami lényegesen hozzájárult a jövőbeli kötvénykibocsátások sikeréhez (Tomka 1996). *Fontos megjegyezni tehát, hogy valutarendezés, a hitelélet fellendítésén keresztül belföldi kötvénypiacra kizorító hatást, a kamatlábak közötti különbségek mérséklődésén keresztül a külföldi, de nem osztrák piacról történő forrásszerzésre pozitív hatást gyakorolt.*

2.3.2.5 Kiszorulás az osztrák piacról

1892-ben a magyar és osztrák kötvények prémiumát 5 százalékról 4 százalékra csökkentették és habár a magyarországi hozam még mindig valamivel magasabb volt osztrák társánál, a különbség, a valutarendezésnek köszönhetően elhanyagolhatóvá vált. Ezt követően az *osztrák kormány is sikeres kötvénykibocsátást hajtott végre*, a papírok jelentős része ilyen minimális különbség mellett már az osztrák befektetők körében is vevőre talált (Komlos 1990).

1893-ban *a részvényárak újra emelkedni kezdtek*, a befektetők bizalmat szavaztak a részvényt piacnak, tőkéjüket jelentős részben átcsoportosították, és az 1867-ben kezdődő alapítási hullámhoz hasonló folyamat vette kezdetét, melyhez a bankrendszer is jelentős mértékben hozzájárult. Ezzel egy időben, az 1893-ban bekövetkező, Amerikából induló *nemzetközi pénzügyi válság* közvetve fejtette ki hatását a Monarchiában. Ugyan a válság

kevésbé érintette az európai országok piacait, a külföldi kamatlábak, ha egy rövid időre is, de emelkedésnek indultak. Az Osztrák-Magyar Bank azonban nem emelte a leszámítolási kamatlábat, emellett az 1894-es év első felében *jelentős mértékben csökkent a forgalomban lévő valuta mennyisége* (17. táblázat) ezért a befektetők egy része elkezdte tőkét készpénzre váltani. Ugyan ez a hatás nem tartott sokáig, mégis azzal magyarázható, főleg az osztrák befektetők pánikszerű reakciója, hogy 1873-as válsághoz hasonló helyzetet mindenáron el akarták kerülni. Ezt követően azonban, ezek az osztrák befektetők a tőkét már nem a magyar állampapírpiacon, hanem részvényekbe, illetve osztrák állampapírba fektették vissza. Az 1893 és 1913 közötti időszakban az osztrák kormány, számtalan alkalommal sikeres kötvénykibocsátásokat hajtott végre, a papírok nagy részét az osztrák befektetők vásárolták meg. Azt hogy e tényező közül melyik, milyen mértékben hatott a magyar kötvénypiacra, pontos adatok hiányában nehéz megmondani, de az eredményük egyértelműen az lett, hogy a magyar államkötvények kiszorultak az osztrák piacról (Komlos 1990).

Röviden értékelve, a valutareform negatívan érintette a belföldi kötvénypiacot, de meghatározó jelentőséggel bírt, a későbbi külföldi tőkebevonás szempontjából. Az további négy tényező, melyek az 1892-ben kibocsátott nagymennyiségű osztrák állampapír, az 1893-ban új erőre kapó részvénypiac, az ezzel egy időben zajló amerikai bankválság, illetve a forgalomban levő valuta mennyisége kiszorították a magyar állampapírokat az osztrák piacról.

2.3.2.6 Államkötvények a lakosság és a vámunió kívüli befektetők birtokában

Az osztrák piac keresletének kiesésével és a bankrendszer ipari túlfűtöttségével szembeesülő kötvénypiacnak a lakosság körében és a vámunió kívüli piacokon kellett vevőre találnia. Ugyan, a lakosság egy része már az 1890-es évek elején elkezdte az osztrák piacról kiszorult államkötvények felszívni, a szabad tőkeállománya erősen korlátozott volt. A korábban beáramlott külföldi tőke és az állami beruházások importtöbbletet eredményeztek a gazdaságban. A passzív külkereskedelmi mérleg hatására a belföldi árak emelkedni kezdtek, ami részben közrejátszott a kamatlábak folyamatos emelkedéséhez is (Ráth 1897). Az áremelkedést azonban időben nem követték béremelkedések, ami csökkentette a lakosság fogyasztási hajlandóságát. Emellett az állam is jelentős mértékű fogyasztási adókkal kívánta kompenzálni az növekvő államadósságot, ami tovább csökkentette a lakosság reálbérét. De ha lett is volna a lakosság körében szabad tőke, a 4 százalékos kamatot biztosító államkötvények nehezen vehették fel a versenyt a bankok által kínált 5 százalékos betéti kamatlábakkal. Ez a viszonylag magas betéti kamatláb a bankrendszer fejlődésével és jelentős tőkeközvetítő szerepével magyarázható. Az 1893-as évtől egészen az első világháború kitöréséig tartó

korszak a pénzügyi intézetek aranykorának tekinthető. Egyre több bank alakított ki fiókhálózatot és növelte pénzügyi érdekeltségét. A valutarendezést követő olcsó hitelezés előtérbe kerülésével jelentős tőke összpontosult a kezükben, mellyel forrást biztosítottak a kevésbé kockázatos, jól jövedelmező vállalatok számára. A bankrendszer portfóliójában azonban nem voltak jelentős számban államkötvények (Tomka 1996).

Az magyar állampapírokat elkezdtek a vámunió kívüli értékesíteni, főleg német és francia piacokon. A folyamat eleinte sikerrel járt, a huszadik század elejére közel 2800 millió korona értékű értékpapírt sikerült külföldön lekötni, melyből közel 2000 millió korona államkötvény volt. A századfordulót követően kötvényvásárlások útján tőke áramlott be, de a külföldi állampapír birtokosok aránya folyamatosan csökkent a korszakban. 1913-ban már csak az államkötvények 55 százalékát birtokolták, szemben az 1893-as év elején tapasztalt, közel 78 százalékkal (Komlos 1990). Az 18. táblázatból jól látszik, hogy ez a külföldi vásárlásokban bekövetkező stagnálásnak köszönhető. Az 1903 és 1913 közötti időszakban a külföldi birtokban lévő államkötvények értéke kevesebb, mint 100 millió koronával emelkedett. Ezt azzal lehet magyarázni, hogy 1906-ban jelentős fordulatok következtek be, mind belföldön, mind a nemzetközi piacokon, melyek jelentős mértékben meghatározták az első világháborúig tartó korszak államkötvénypiacát.

György Miklós (1909) tanulmányában felhívja a figyelmet arra, hogy a kormány túlságosan is az osztrák befektetőkre támaszkodott az azt megelőző három évtizedben és figyelmen kívül hagyta a lakosság és a vámunió kívüli befektetések hosszú távú előnyeit. Még ugyanis az 1880-as években nagymennyiségű szabad tőke állt rendelkezésre a nemzetközi piacokon, az első világháborút megelőző fegyverkezés évtizedében már minden kisebb összegért versenyt folyt a kormányok között. Ha Magyarországnak sikerült volna korábban jelentős tőkepiaci kapcsolatokat kiépíteni más országokkal is, nagy valószínűséggel jobb esélyekkel találhatott volna befektetőket ebben a korszakban is. Nem is beszélve arról, hogy az 1905-ös választásokat követően belpolitikai válság robbant ki, melynek rendezése majdnem egy évig elhúzódott, ezzel tovább csökkentve a külföldi befektetők magyar kormánya vetett bizalmát. Egy másik problémát jelentett a lakosság állampapírokkal szemben tanúsított már korábban bemutatott érdektelensége (György 1909). A befektetői érdektelenség szempontjából némiképp megoldást jelentett az 1907-ben bekövetkező amerikai bankválság, melyet az világ ipari termelésében bekövetkező dekonjunktúra követett. Az 1907-es bankválság a New York-i tőzsde indexeinek, előző évi csúcshoz képest közel 50 százalékos esésével kezdődött. A válságot recesszió követte és számos bankból elkezdtek kivonni tőkéjüket a betétesek. Ahhoz, hogy a vállalatok ne kerüljenek a csőd szélére további

tőkére volt szükségük, ezért a kivonások tovább fokozták a problémát. A válság szétterjedt és habár az európai piacokon csak közvetve fejtette ki hatását, a befektetők fejében az a kép rajzolódott ki, hogy az 1907-es pánik következtében nagyobb visszaesés történt, mint ezt megelőzően bármelyik bankválság idején (Simai 2009). A válság rávilágított arra, hogy mennyire sérülékennyé válhat a rendszer, csökkent a bankokba vetett bizalom és a lakosság egy része szívesebben vásárolta az alacsonyabb kamatot biztosító állampapírokat, mint a bankbetéteket. Érdeemes megjegyezni, hogy a monarchia korában, már másodszor hatott kedvezően egy válság az állampapírcsúszásra. A korszakban egyre több ipartámogató törvény és kezdeményezés született, melyek a bankokat is szorgalmazták a kockázatosabb ipari beruházások finanszírozására. ennek köszönhetően a tőke elkezdett a korábban elhanyagolt ipari szektorok felé áramolni, mint például a textiliparba. Az állam 1891 és 1899 között évi átlagban 2,7 millió koronát fordított iparfejlesztő támogatásokra, ami később meghozta az eredményét (Tomka 1996). Ennek köszönhetően mikor a nemzetközi tőkepiacon beszűkült a tőkekínálat 1906-ot követően, a magyar ipar növekedése újra megelőzte az osztrák iparét, a magyar gazdaság képessé vált a saját forrásaira támaszkodni és az állam hosszú távú ipari beruházásai ebben az időszakban kezdtek el megtérülni, ami az állammal szembeni bizalmat is fokozta. Így a lakossági megtakarítások egyre inkább megjelentek a kötvénypiacon. A befektetők egyre jobban preferálták a kockázatmentes hozamot biztosító kötvényeket. Azonban a korszakban az államkötvényeken kívül más, főleg a közösségi, megyei kötvények, és jelzáloglevelek arányának jelentős növekedése figyelhető meg. Még 1905-ben az államkötvények közel 53 százalékot tettek ki a pénzügyi beruházások teljes állományából, addig ez az arány, 1913-ra 47 százalékra csökkent (19. táblázat) (Komlos 1990).

A háború éveiben a háborús kiadások fedezeteként a jegybanki kölcsönök mellett jelentős szerephez jutottak hadikölcsön-kötvények. Alakulásukat a 11. táblázat szemlélteti. A háború első és utolsó évében a hadikölcsön-kötvényekből származó bevételek és a jegybanki államkölcsönök közel azonos nagyságú fedezetet nyújtottak. 1915 és 1917 között a hadikölcsönök fedezték nagyobb részben a hadügyi kiadásokat. Ha összehasonlítjuk a táblázat összesen sorait a 9. táblázat összes kiadás soraival, akkor láthatjuk, hogy egyre nagyobb arányban fedezték a hadügyi kiadásokat hadikölcsönök és a jegybanki kölcsönök.

2. A KIRÁLY NÉLKÜLI KIRÁLYSÁG IDŐSZAKA (1919-1939)

Az 1919. évi román megszállást követően az ország irányítását a szegedi ellenforradalmi kormány hadügyminisztere, Horthy Miklós vette át az antant támogatásával. Az ország államformája alkotmányos monarchia lett, a király nélküli királyság vezetőjének Horthy Miklós kormányzót választották. Magyarország, mint vesztes hatalom, 1920. június 4-én írta alá a békeszerződést a győztes nagyhatalmakkal. A háborús kiadások és a kiszabott jóvátételek megfizetése komoly terheket jelentettek az ország számára. Az ország széttagozásának eredményeként lényegében a hatalmas, védett birodalmi piacot több, világkereskedelemtől függő, nyitott, kis országok gazdasága váltotta fel.

3.1 A két világháború közötti magyar gazdaság

A trianoni békeszerződésnek köszönhetően átrendeződött az ország korábbi gazdasági szerkezete. A monarchia idején kialakult gazdasági egység szétzilálódott, a mezőgazdasági és ipari értékek aránytalanul oszlottak meg az utódállamok között, melyek súlyos problémát jelentettek. A külső területek elcsatolása eredményezte, hogy az erdőterület 12 %-ra csökkent, valamint a nyersanyagban gazdag területek elcsatolása szélsőséges változásokat eredményeztek az iparban. Az ipar szempontjából fontos üzemek az ország belső területein koncentrálódtak, így a békeszerződést követően az összes gyáripari potenciál 53 %-a maradt meg. Ez hatással volt az utódállamok gazdasági fejlődésére. További problémát jelentett az utódállamok elszigetelt kül- és gazdaságpolitikája.¹⁷ Az ország vasúthálózata is jelentős változásokon ment keresztül, a Pest központú centrális hálózat mai napig problémát jelent.

A vizsgált időszakot három részre bontottuk, a gazdaságpolitikai intézkedések, a forrásbevonás típusa és a gazdaságtörténeti események alapján. Így az első korszak a Károlyi-kormánytól az önálló magyar jegybank, a Magyar Nemzeti Bank megalakulásáig tart. A második intervallum a Bethlen féle gazdasági konszolidációt foglalja magába egészen a 1929-es nagy gazdasági válság kirobbanásáig. A harmadik időszak a válságból való kilábalás és a háborúra való felkészülés jegyében telt.

3.1.1 Az inflációs gazdálkodás kora (1919-1924)

Az 1918-as őszirózsás forradalmat követően a Károlyi-kormány került hatalomra, nem változtattak a korábbi pénzügyi politikán. Így az Osztrák-Magyar Bank továbbra is kiutalta a

¹⁷A két világháború közötti Magyarország gazdaságtörténete, Háború Árnycsücsében elektronikus kiállítás, Szeged, JATE egyetemi könyvtár, Hozzáférés: 2015. október 13., Elérhető: <http://www.bibl.u-szeged.hu/ha/gazd/gazdasag/index.html>

1,5 milliárdos kölcsön ránk eső részét. A forradalmat követően a kormány nem csak a jegybankra támaszkodott, de sikeresen megállapodott a magyarországi hitelintézményekkel egy 991 milliós konzorciális hitelről. Azonban az 1919. március 21-én hatalomra kerülő kommunista Forradalmi Kormányzótanács felmondta ezt az egyezményt, továbbá a korábbi évek hadikölcsöneit, államadósságait nem ismerte el és kötelezte az állampapír tulajdonosokat az értékpapírok beszolgáltatására (Pogány 2002).

A háború és a forradalmak vége, valamint a Horthy-korszak kezdete nem eredményezett jelentősebb változásokat a költségvetési egyenlegben. Ha megvizsgáljuk a korszak bruttó költségvetési egyenlegét, láthatjuk, hogy az továbbra is erőteljesen deficites volt. Bár az adórendszer megreformálásával és újabb adók kivetésével sikerült emelni a bevételeket, azonban a kiadási oldalon továbbra is jelentős terhet jelentettek a különböző szociális kiadások és a háború alatt elmaradt fejlesztések, beruházások pótlása. A hiány fedezetére külső források bevonására volt szükség, erre az akkori kormányzat számára három lehetőség kínálkozott, a további jegybanki kölcsönök, a kereskedelmi bankok bevonása és a külföldi források gazdaságba integrálása. Azonban a korabeli tőke- és pénzpiaci állapotok miatt csak a jegybanki forrásbevonás számított érdemi lehetőségnek (Pogány 2002).

Az 1920-as évek első konszolidációs kísérlete a Teleki-kormány pénzügyminisztere, Hegedűs Loránd nevéhez köthető. A korszak elsődleges problémáját a nemzeti fizetőeszköz elértéktelenedését okozó infláció jelentette. Hegedűs úgy gondolta, hogy az infláció kezeléséhez a bevételek és kiadások összhangján, azaz a költségvetési egyensúlyon keresztül vezet az út. Ennek érdekében csökkentették a kiadásokat, a bevételi oldal növekedése érdekében emelték az adókat és új adókat vetettek ki. Erőteljes deflációs politikába kezdtek. Az önálló pénz megteremtése érdekében lebélyegezték a bankjegyeket, majd azok 50 százalékát bevonták, mint kényszerkölcsönt (Honvári 2006).

Hegedűs stabilizációs politikájának egyik fontos eleme volt az úgynevezett vagyonváltság, mely egy egyszeri, de jelentős bevételi forrás volt az államháztartás számára.¹⁸ Ezt azonban nem váltotta be a hozzá fűződő reményeket. Ahogy arra Pogány rámutat, hiába került beszolgáltatásra a részvénytársaságok részvényeinek 15%-a, a 796 részvénytársaságból csupán 37-nek voltak akkoriban bejegyezve a részvényei a budapesti értéktőzsdén. Ezen részvények nem nyújtottak volna megfelelő biztosítékot a külföldi hiteltárgyalások során. A Magyar Pénzügyi Szindikátus 1921-es létrejöttével felvásárlásra kerültek a váltság részvények,

¹⁸ „A magyar koronaértékről szóló betétek, folyószámlakövetelések és letétek után a vagyonváltság a következő: 1000 K-n felül bezárólag 10,000 K-ig az érték 5%-át, 10,000 K-n felül bezárólag 50,000 K-ig az érték 10%-át, 50,000 K-n felül bezárólag 100,000 K-ig az érték 15%-át, 100,000 K-n felül az érték 20%-át kitevő összeg. [...] A részvénytársaság vagyonváltság fejében váltságköteles vagyonának 15%-át fizeti.” (1921. évi XV. törvénycikk)

így elkerülték a részvények tömeges piacra kerülésével járó leértékelést. A szindikátust létrehozó pénzintézetek jegybanki refinanszírozási kölcsönből váltották meg a részvényeket, ez a kincstár és a jegybank számára is bevételt jelentett (Pogány 2002).

Az 1920-as évek elején a külföldi kölcsönök nehezen voltak elérhetőek az elértéktelenedett valutájú országok – köztük Magyarország – számára. Hiteleket ekkor csak rövid lejáratra lehetett kapni, sok esetben pedig a hitelező országban hiányt jelentő termékekkel, nyersanyagokkal lehetett csak törleszteni. Bár hazánk is részesedett a segélykölcsönökből, de ennek mértéke elhanyagolható, mivel ezek jelentős részét 1918-1919 között folyósították. Az akkori belpolitikai helyzet miatt az ország kimaradt a kölcsönök jelentős részéből, azonban így is sikerült 12 740 964 aranykora értékben kedvezményes kamatozású segélyhiteleket felvenni (Pogány 2002).

3.1.2 A stabilizáció kora (1924-1929)

Az 1921-ben megválasztott Bethlen István nevéhez fűződik az első világháborút követően Magyarország belpolitikai, társadalmi, gazdasági és külpolitikai konszolidációja. A nem megfelelő arányokat mutató gazdaság helyreállításához szerkezeti változásokra volt szükség, ehhez pedig tőke kellett. A 1920-as évek elején a kormányzat tudatos inflációs politikát folytatott, a korona kibocsátás növelésével hiteleket nyújtottak a vállalkozóknak, amelyet azok a pénz inflálódása miatt – számukra – kedvezményesen tudtak visszafizetni. Az inflációnak gazdaságélénkítő hatása is volt, aminek haszonélvezői a beruházók voltak. Ugyanakkor a bérből és fizetésből élők számára komoly terheket jelentett az árszínvonal emelkedése. A hiperinflációnak 1923-ra már nagyobb volt a gazdaságromboló hatása, mint a beruházások szempontjából kedvező hatások (Kaposi 1998).

A 1920-as évek elején a kormányzat egy deflációs szanalási politikával próbálkozott, melytől a gazdasági stabilizáció elérését várták. Ennek a kísérletnek két buktatója volt, egyrészt a belső erőforrásokra támaszkodva kívánt sikereket elérni, másrészt a külpolitika és a nemzetközi piacok háború utáni gyors helyreállításában bízott. A külkereskedelmi elzárkózás, a magas költségvetési kiadások, s a belföldi források alacsony szintje új gazdaságpolitikai megközelítést igényelt. Így 1922 elejétől a Bethlen-féle gazdasági konszolidáció új irányát a nagyobb összegű külföldi hitelfelvétel és a határozott vámpolitika jelentette. Mint ahogy azt már a monarchia idején is láthattuk, Magyarországon alapvetően alacsony volt a belső tőkeképződés mértéke. A gazdaság fellendüléséhez a külföldi forrásbevonáson keresztül vezetett az út (Romsics 1996).

A gazdasági konszolidáció legfontosabb eleme az önálló, független jegybank életre hívása volt. A Magyar Nemzeti Bank (MNB) alapításáról az 1924. évi V. törvénycikk gondoskodott. A jegybank elődjeként az 1921. évi XIV. törvénycikkkel átmenetileg felállított Magyar Királyi Állami Jegyintézet tekinthető, ez azonban a pénzügyminisztérium felügyelete alatt állt. A Jegyintézet nem tekinthető jegybanknak, bár feladatkörei között megjelentek a központi bank feladatai, mint a jegybankkibocsátás, kibocsátáskor nem kellett fedezetet biztosítani, hanem a kormányzati pénzigényhez kellett igazodnia. Ezzel szemben az MNB alapelveiben megjelentek és rögzítésre kerültek a független jegybank ismérvei. Így 1924-től a bankjegykibocsátási joggal kizárólagosan az MNB rendelkezett, mely központi bankként funkcionált. A bank határozta meg a jegybanki kamatlábat, a monetáris politikáért kizárólagosan e szervezet felelt. A függetlenséget az biztosította, hogy a mindenkori igazgatóságnak politikailag és kormánytól függetlennek kellett lennie. A jegybank magán részvénytársasági formában jött létre, melynek alapításkori tőkéje 30 millió aranykorona volt. Ezt 300 000 darab, 100 aranykorona névértékű részvény testesítette meg. A jegybank nem folyósíthatott kölcsönt a kormánynak, de létrejöttkor a részvények 39,5 százaléka állami tulajdonba került. Már alapításakor az MNB 938 milliárd koronás aranykészlettel rendelkezett, mégis a szükséges devizakészlet hiányzott. Ezt a Bank of England által megelőlegezett Népszövetségi kölcsön 4 millió fontos előlege orvosolta. Továbbá a Bank of England biztosította a korona fontra történő mindenkori átválthatóságát (Sipos 2010, Kaposi 1998).

Az 1924. évi V. törvénycikk meghaladta a korabeli jegybanki függetlenséggel kapcsolatos elvárásokat. Ennek egyik oka, hogy a népszövetségi kölcsönök folyósítását a független, önálló központi bank és ellenőrzött monetáris politika megteremtéséhez kötötték. A feltételek teljesülésével 1924 júliusában megindulhatott a 307 millió aranykoronás népszövetségi kölcsön folyósítása (Sipos 2010, Honvári 2006).

A független jegybank felállítása a külföldi hitelezők szemében is pozitív hatással bírt. Az 1920-as évek második felére megindulhatott a külföldi hitelek áradata, magánbankok által nyújtott kölcsönök formájában. Az angol, amerikai és svájci bankoktól a válságig felvett kölcsönök 75 százaléka rövid lejáratú hitel volt. Az ország adósságállománya 1929-re 2,5 milliárd pengőt tett ki. A gazdasági stabilizáció további eszközeként 1927. január 1-jén bevezették a pengőt.¹⁹

¹⁹Serfőző Zoltán (2012. október 29.) 9. előadás: Stabilizáció és a nemzetgazdaság megteremtése, gazdasági fejlődés 1929-ig., Gazdaságtörténet című kurzus, Egyetemi előadás, saját órai jegyzet alapján

A hazánkba beáramolt tőke 40 százalékát a korábbi adósságok törlesztésére használták. Az ipari fejlesztésekre, a mezőgazdasági, hírközlési, közlekedési beruházásokra körülbelül a források 20 százalékát, míg fogyasztásra 25 százalékát fordították. A maradék 15 százalékot az államháztartás lokális szintjei realizálták, melyet a helyi kommunális beruházásokra, oktatásra, egészségügyre, és a vidéki városok infrastrukturális fejlesztésére költöttek. A fejlődés és a növekedés megfigyelhető volt a gazdaság számos területén. A mezőgazdasági termelés 1928-29-ben elérték a háború előtti, 1913-asmennyiséget. Az iparban a változások, fejlődések kedvezően hatottak. A legnagyobb növekedést a textilipar produkálta, ahol bár a termelés megháromszorozódott, így is csak a hazai szükségletek felét tudták ellátni (Kaposi 1998).

3.1.3 A válság és válságkezelés kora (1930-1939)

A Bethlen-féle gazdasági konszolidáció eredményeként az 1920-as évek végére stabilizálódott a trianoni Magyarország gazdasága. A stabilizációhoz hozzájárultak a nemzetközi gazdasági folyamatok is, az 1920-as években gazdasági konjunktúra és piaci nyitottság figyelhető meg világgazdasági viszonylatban. Ezen eredményeket az 1929-es gazdasági válság alapjaiban rengette meg (Honvári 2006).

Az 1929-ben Egyesült Államokból induló pénzügyi válság a nyitott pénz- és tőkepiacok miatt gyorsan átgyűrűzött Európába. A hazánk esetében az export orientált, nyitott gazdaság és a belső forráshiány miatti külföldi tőkefüggés történelmileg folytonos. Ebből adódóan az 1930-as évek nagy gazdasági válsága – mely egyszerre volt kereskedelmi, pénzügyi, mezőgazdasági és túltermelési válság – súlyosan érintette a stabilizáció utáni gyenge lábakon álló magyar gazdaságot. A válságot követő európai protekcionista gazdaságpolitikák és a nemzetközi piacok beszűkülése miatt Magyarországot legsúlyosabban az agrárválság érintette. A túltermelési válság a mezőgazdaságban árcsökkenést, az iparban pedig kibocsátás csökkenést eredményezett. A folyamat eredményeként szétnyílt az agrárrolló, 1928-ban az ipari áruk árindexe 6 százalékkal nagyobb a mezőgazdasági áruk árindexénél, 1930-ban 47 százalékkal, 1932-ben pedig már 70 százalékkal (Kaposi 2002).

Az 1927-28-as években a magyar gazdaság problémája az eladósodási folyamat volt, melynek háttérében a külkereskedelmi mérleg egyensúlytalansága, a csökkenő export és a növekvő adósságterhek álltak. A válság magyarországi elmélyülése az 1931-es évre tehető. Egyrészt ekkor már az adósságszolgálat évi 300 millió pengőre rúgott, másrészt ebben az évben csődbe ment a bécsi Credit-Anstalt bank, melynek összeomlása Budapesten is pánikjelenséget okozott. A Magyar Általános Hitelbank is elveszítette hitelezői, befektetői

bizalmát, a felmerülő likviditási problémákat és a külföldi hitelpiacok beszűkülését csak jegybanki támogatással tudta orvosolni. A kereskedelmi bankok válsága miatt a jegybanknak deviza és aranykészleteivel rendelkezésre kellett állnia (Tomka 2000, Pogány 2000). A Magyar Nemzeti Bank 1929-től kezdve maximális erőfeszítéseket tett annak érdekében, a valutastabilitást fennmaradjon. A legnagyobb problémát az jelentette, hogy az 1930-as évekre az ország adósságszolgálatára emelkedett, hogy felemésztette nemcsak az adott évi exportból származó devizabevételeket, de az új kölcsönök összegeit is. Ezzel párhuzamosan a kormányzat és a jegybank mozgásszabadságát a korábbi népszövetségi kölcsön következtében nemzetközi jogi és monetáris szempontok korlátozták. A megoldást csak elődázta, és a problémákat tovább súlyosbította a különböző állami cégek, intézmények (posta, vasút) külföldi hitelfelvétele, mely ez által közvetett módon finanszírozta az állami hiányt (Feber 1987, Péteri 1980).

A válság súlyossága miatt az egyetlen megoldást a nemzetközi pénzügyi szervezetek segítségével nyújthatta. A politikai vezetés a gazdasági függetlenség féltése miatt ezt nem támogatta, míg a jegybank vezetői nemzetközi pénz- és tőkepiacokon elérhető pozitív megítélés lehetőségét látták a külföldi tanácsosok bevonásában. A népszövetség pénzügyi szakértői Magyarországnak a külföldi adósságok folyamatos törlesztését írták elő. Ezzel szemben a jegybank vezetői és a kormányzat egy, a nemzetközi pénzügyi szervezetek által jóváhagyott transzfermoratórium – tőke- és kamatfizetési kötelezettség ideiglenesen felfüggesztése – bevezetését tervezték. Erre a pénzügyi stabilitás, a jegybanki nemesfém- és devizatartalék megóvása és az import fedezetéhez szükséges devizaállomány biztosítása érdekében volt szükség. A moratórium végül 1931. december 22-én lépett életbe. Ennek eredményeként Magyarország 2470 millió pengő összegű hosszú lejáratú hiteltartozás adósságszolgálatát mondta fel ideiglenesen. Kivételt képezett a népszövetségi kölcsön és a Nemzetközi Fizetések Bankja (BIS) által nyújtott hitelek törlesztése. A megmaradt kötelezettségek törlesztéseit a Magyar Nemzeti Bank által kezelt Külföldi Hitelezők Alapba kellett pengőben befizetni (Tomka 2000, Pogány 2000).

A harmincas évek hitelválsága miatt a jegybanknak és a kormányzatnak választania kellett volna az aranystandard megtartása vagy a devalváció között. Az előbbi szigorúbb restriktív monetáris és fiskális politikát követelt volna meg a külső monetáris stabilitás érdekében, míg az utóbbi jelentős kockázatokkal járt volna. Magyarország egy harmadik utat választott – különösen az inflációtól való félelem miatt –, így a megoldást a kötött devizagazdálkodás bevezetése jelentette. A gazdaság helyreállítása érdekében számos

eszközzel élt a kormányzat, mint a klíringrendszer, aranypengő vagy a boletta, azaz gabonajegy bevezetése (Tomka 2000, Pogány 2000).

Bár a jegybank az 1930-as évek során egyre több hatósági feladatot látott el, ennek ellenére az évtized végére sérült a függetlensége. Az 1933-as alapszabály módosításával a kormánynak lehetősége nyílt a jegybanktól 100 millió pengő értékben hitelt felvennie a mezőgazdasági tartozások rendezésére. 1938-ban eltörölték a bankjegy kibocsátás ércfedezetét, az 1939-es győri program bejelentését követően pedig a 1939. évi II. törvénycikk további jegybanki hitelfelvételt biztosított a kormányzat számára (Tomka 2000).

3.2 Magyarország államadóssága a két világháború között

A következőkben a beruházásokra és az államadósságra vonatkozó rendelkezésre álló adatok statisztikai elemzésével foglalkozunk. Az elemzés során az 1921 és 1940 között elfogadott költségvetési törvényeket vettük alapul. Dolgozatunk ezen részében a költségvetés különböző egyenlegeinek alakulását vizsgáljuk, majd ezt követően a költségvetés beruházási kiadásait elemezzük. Kitérek továbbá a múltbeli terhekből fakadó adósságállományra és az 1929-1933-as gazdasági válság rendkívüli eseményeiből fakadó adósságokra is.

3.2.1 A korszak költségvetési egyenlegei

Az 1919-es és 1920-as évekre vonatkozóan nem találtunk adatokat, így a vizsgálatunk az 1921-1940 közötti időszak költségvetési törvényeire terjed ki. Az 1921. évi költségvetési törvény a naptári év utolsó hat hónapjára és a következő naptári év első hat hónapjára vonatkozik. A költségvetési és a naptári évek nem estek egybe, mely elmondható a vizsgált korszak minden költségvetési törvényére is.²⁰

Első körben megvizsgáltuk a Horthy-korszak költségvetéseinek bruttó egyenlegeit. Az 1921 és 1940 között született, a magyar törvényhozás által elfogadott éves költségvetési törvényeket vettük ehhez alapul. Az első három év kiugróan magas költségvetési hiánnyal számolt, a legmagasabb 1923-1924 években volt, s ekkor a hiány a bevételek több mint felét meghaladta. Ez magyarázható a 1920-as évek eleji tudatos kormányzati inflációs politikával. A Bethlen-féle gazdasági konszolidáció megmutatkozik a költségvetési egyenlegek

²⁰A vizsgált időintervallum első három évének költségvetése koronában, a következő két év aranykoronában, az azt követő évek pedig pengőben lettek denominálva. Ezért a számítások és az összehasonlíthatóság érdekében pengőre váltottuk át az első öt év adatait. Először az aranykoronában számolt éveket koronára váltottuk, ehhez a Statisztikai Szemle 1926. évi 12. számában található A magyar aranykorona és papírkorona értékviszonya az 1914-1926 években című adattábla (Ismeretlen 1926) adatait használtuk fel. Az átváltáskor az 1924. és 1925. évi 12. hónap arányait vettem figyelembe. Ezt követően az első öt év papírkoronában meghatározott értékeit pengőre váltottuk át. Az 1925. évi. XXXV. törvénycikk által a bevezetett pengő hivatalos átváltási aránya: 12 500 korona egyenlő 1 pengővel.

alakulásában. 1924-et követően a költségvetési mérleg bár szufficites 1931-ig, ez a többlet elhanyagolhatóan alacsony. Mégis a költségvetési mérleg egyensúlya mindenképp pozitív eredménynek számolható el. Az 1932 és 1940 közötti mérlegek ismét deficitesek – kivételt képez ez alól az 1938-1939-es költségvetési év –, azonban a deficit mértéke nem haladja meg a korszak eleji kiugróan magas értékeket (22. táblázat).

A költségvetés bruttó egyenlege önmagában nem alkalmas a gazdasági elemzésre, így meghatároztuk az egyes évek folyó és elsődleges egyenlegét. A költségvetési törvények alapján az egyes évek folyó egyenlegei szufficitesek, –kivéve az 1923-1924 költségvetési év – így azt mondhatjuk, hogy a korszakban a külső forrásbevonást nem a folyó kiadások indokolták (24. táblázat).

A további vizsgálat érdekében szemügyre vettük az elsődleges egyenleg alakulását is. A kapott egyenlegek túlnyomó része itt is szufficites. Bár az egyes évek deficites elsődleges egyenlegét a beruházási kiadások eredményezték, azonban összességében ezek sem magyarázzák a deficites bruttó egyenlegeket. Véleményünk szerint az eltéréseket az egyes évek rendkívüli kiadásai, azon belül is a korábbi adósságok terhei és a jótételi kötelezettségek adják (26. táblázat).

3.2.2 Vagyonfelhalmozás

Az elsődleges egyenlegből már láthattuk, hogy az állami vagyonfelhalmozás mértéke nem felelhetett a korszak deficites bruttó költségvetéséért és a külső forrásbevonásért. Ezt támasztja alá a 28. táblázat adatai is mely a beruházási kiadásokat az költségvetés összbevételéhez viszonyítja. A beruházási arány az első három évben még 10 százalék feletti, majd a későbbiekben 2 és 4 százalék között ingadozik. Egy relatíve kisebb ismételt növekedés a 1937-1938 költségvetési évektől figyelhető meg, ez azonban nem tekinthető jelentősnek. A korszakvégi 4,94 százalék pedig a győri fegyverkezési programmal magyarázható. Összességében tehát elmondhatjuk a költségvetési törvények előirányzatai alapján, hogy a vizsgált időszakban alacsony volt az állami beruházások mértéke.

Fontosnak tartjuk kiemelni a korszak legnagyobb állami beruházási programját, a már korábban említett győri programot.²¹ Az 1938. március 5-én Darányi Kálmán miniszterelnök

²¹Az 1938. évi XX. törvénycikk a következőképpen szól a programról: „1. § Felhatalmaztatik a minisztérium, hogy honvédelmi, illetőleg légvédelmi célokra, utak és hidak építésére, az államvasutak és a hajózás, valamint a posta, távirtda és távbeszélő felszerelésének és berendezésének fejlesztésére, a telepítés és házhelyszerzés előmozdítására, a mezőgazdasági termelés és értékesítés támogatására, az öntözéses gazdálkodás előmozdítása érdekében az 1937:XX. törvénycikkkel elhatározott munkálatok tervszerű végrehajtására és más vízügyi beruházásokra, a mezőgazdasági szakképzés és a népoktatás céljait szolgáló iskolák, előadótermek és egyéb intézmények építésére és felszerelésére, a falu egészségügyi és szociális helyzetének emelése céljából az egészségügyi szervezet kiépítésére, egészséges ivóvízzel való ellátásra, bányászati és nyersanyagkutatásra,

által meghirdetett ötéves fegyverkezési tervezet nem egy hadsereg fejlesztési terv, hanem egy komplexebb gazdasági program volt. A program alapját az 1937-re elkészített hadsereg újrafelkészítési és korszerűsítési terve nyújtotta, melynek megvalósítására 1,7 milliárd pengőt tartottak szükségesnek. Ezt az akkori pénzügyi vezetés elképzelhetetlennek tartotta. Fabinyi Tihamér pénzügyminiszter véleménye szerint maximum minden második évben lehet csak 100 millió pengő pluszforrást a célra elkülöníteni. Imrédy Béla, a Magyar Nemzeti Bank akkori elnöke, pozitívabban állt a kérdéshez, de még ő is évenkénti 100 millió pengős plusz forrás elkülönítését tartotta reálisnak (Kovács 2011).

A meghirdetett átfogó gazdasági akciótervben csupán 600 millió pengőt irányoztak elő a fegyverkezésre. Ez az eredeti 1700 millió pengős elképzelésnek mindössze 35 százaléka volt és az is 5 év leforgása alatt. További 400 millió pengőből közvetett fejlesztéseket finanszíroztak, mint például az infrastruktúra fejlesztése, a mezőgazdaság, a bányászat, népoktatás támogatása. Az előzetes tervek alapján 400 milliót rövid és hosszúlejáratú kölcsönökből, míg 600 milliót egyszeri vagyonadóból akartak finanszírozni. 1939-ben a terv futamidejét már két évre csökkentették, 1940-ben pedig el is készültek a tervezett fejlesztésekkel. Az állami beruházás pozitívan hatott a magyar gazdaságra, a beruházások jóval meghaladták a tervezett előirányzatokat, csak a hadseregre 1,6 milliárd pengőt költöttek. A programnak köszönhetően új piaci lehetőségek és munkahelyek jöttek létre (Honvári 2001).

A gazdaságfejlesztési program, mint láttuk, hatalmas forrásigénnyel rendelkezett. Az ehhez szükséges fedezet megteremtéséhez külső vagy belső forrásbevonáson keresztül vezetett az út. A külső hitelnújtásra ekkor a külpolitikai kapcsolatok miatt csak egy esetleges német támogatás jöhetett volna szóba. Azonban ehhez a német irány melletti elkötelezettségre lett volna szükség, ami az akkori politikai vezetés megfontoltsága miatt nem jöhetett szóba. A megoldást így egy egyszeri vagyonadó bevezetése jelentette. A vagyonadó a leggazdagabb rétegeket érintette, és nemcsak a természetes, hanem a jogi személyekre is kiterjedt. Az 1938. évi XX. törvénycikk a megadóztatandó vagyon alsó határát 50 000 pengőben határozta meg (Kovács 2011).

3.2.3 A Monarchia öröksége

Mint ahogy azt már korábban bemutattuk, a dualizmus idején a költségvetési hiány finanszírozása érdekében jelentős volt a külföldi forrásbevonás, ám a háború alatt az egymással hadban álló országok tiltották a külső adósságok törlesztését. A békeszerződés erre

valamint a nyersanyagok felhasználásának előmozdítására és más közmunkákra, végül a mezőgazdasági hitel előmozdítására, az állami költségvetésekben megállapított összegeken felül, összesen mintegy Egyezer millió (1,000.000,000) P-t fordítson.”

is kitért, így Magyarország adósságállományának azon részét, mely az antant és szövetségeseivel szemben állt fent, törleszteni kellett. A kötelezettségeket arany-koronában kellett teljesíteni. A szerződés úgynevezett kríling eljárást írt elő, e helyett azonban Magyarország sok esetben barátságos megállapodáson keresztül rendezte tartozásait. A békediktátum a korábbi magyar adósságok egy részét megosztotta az utódállamok között, ezért az utódállamok és a hitelezők között az 1920-as évek elején több megállapodás is született a korábbi Magyar Királyság államadósságának felosztásáról (Pogány 2002).

Az adósságállomány megosztására és a trianoni békeszerződés miatt Magyarországra eső rész bemutatásához Szabóky Alajos 1923-as cikkében található adatokat használtuk fel. A 30. táblázat a volt „Magyar-birodalom” biztosított államadósságának 1914. július 14-ei tőkeálladék állapotát, illetve annak megmaradt Magyarországra jutó részét mutatja be. Ebben látszik, hogy egyes kötelezettségek jelentős részét vagy teljes egészét a csonka Magyarország örökölte. Ezek jellemzően olyan beruházásokhoz kapcsolódtak, melyek a megmaradt területeken maradtak. Ugyanakkor azon beruházási tételekből fakadó kötelezettségek, melyek az új államhatáron kívülre kerültek, tovább már nem a magyar költségvetést terheltek. Így összességében a monarchia idejében felhalmozott adósságállomány 34,6 százaléka jutott Magyarországra (Szabóky 1923).

Bár a trianoni békeszerződést követően Magyarország visszanyerte függetlenségét, egy jelentős 1 378 821 552 korona értékű adósságállománnyal kezdte meg a háború utáni stabilizációt. A helyzetet tovább súlyosbította az elcsatolt területek miatti szétzilált gazdasági rendszer és a jóvátételi kötelezettségekből fakadó további terhek.

3.2.4 Az 1929-es gazdasági válság, mint rendkívüli helyzet

Az 1929-es nagy gazdasági világválság jelentősen megnövelte hazánk államadósságát. Ahogy azt már korábban is kifejtettük a költségvetési előirányzatoktól függetlenül 1930/31-es költségvetési évet a magyar kormány 300 millió pengős deficittel zárta. A 31. táblázat Zelovich László (1936) számításait tartalmazza, melyből egyértelműen látszik, hogy a válság jelentős mértékben megterhelte az 1930/31 és az 1932/33 költségvetési éveket.²² Ezen három évben a költségvetési deficit mértéke több, mint 590,9 millió pengő volt. Én erre az összegre tekintek úgy, mint a gazdasági válságból eredő rendkívüli kiadásra. A deficit mértékének meghatározásakor Zelovich kiadásként számolta el az állam által nyújtott szövetkezeti, vállalati és egyéb kölcsönöket (Zelovich 1936).

²² Nálunk ezen évek bruttó egyenlegei szuficitesek voltak. Az eltérés oka, hogy Zelovich a tényleges zárszámadási adatokból, én pedig a költségvetési előirányzatokból számoltam.

3.3. Az adósságállomány technikai jellegű alakulása

A korábban ismertetett adatokból tudjuk, hogy a költségvetési mérleg deficite, válságból adódó negatív hatások és váratlan kiadások illetve az örökölt államadósság miatti többletkiadások fedezetére külső forrásbevonásra volt szükséges. A következőekben bemutatjuk, hogy milyen módon történt a többletköltségek finanszírozása, illetve, hogy egyes monetáris politikai változásoknak milyen fiskális politikai hatásuk volt.

3.3.1 Jegybanki finanszírozás

Az 1924-es jegybankfelállítást megelőzően a Jegyintézet fontos finanszírozója volt az állami többletkiadásoknak. Pogány szerint a Horthy-korszakban a költségvetési deficitek fedezetét szinte teljes mértékben a jegybanki hitelek jelentették. Bár az újonnan létrejött Magyar Királyi Állami Jegyintézetet megteremtő 1921. évi XIV. törvénycikk ezt tiltotta, azonban a szükséges kikapuk lehetővé tették a jegybanki finanszírozást (Pogány 1987). Így 1921 és 1924 között összesen mintegy 1195,8 milliárd korona értékű jegybanki hitelhez jutott az állam (20. táblázat).

Az MNB létrejötté ezt már nem tette lehetővé, így a belső források hiányában Magyarország a külföldi forrásbevonás felé fordult. A népszövetségi kölcsönből finanszírozott pénzügyi konszolidációnak köszönhetően megnyíltak a külföldi hitelpiacok és megkezdődött a külső forrásbevonás (Buday 1931). A válságot követően ezek a külföldi hitelforrások bezárulnak, és mivel a jegybank csak egyszer nyújtott hitelt a kormányzat számára, így a belföldi kötvénykibocsátás kerül előtérbe. Mint a bankok bankja, a központi bank feladata volt a bajba jutott pénz- és hitelintézmények megsegítése, így emiatt jelentősen csökkentek a deviza- és aranytartalékai (Kaposi 1998).

Ahogy azt már korábban is említettük 1933-as alapszabály módosítással a kormánynak lehetősége nyílt a jegybanktól 100 millió pengő értékben hitelt felvennie. Az 1930-as évek végére a jegybanki függetlenség súlyosan sérült és fokozatosan az állam és a költségvetési hiány finanszírozójává vált (Tomka 2000). 1938 és 1944 között az első világháborúhoz hasonló folyamatok zajlottak le finanszírozási oldalról. A második világháború kirobbanásával külföldi hitelpiacok ismét beszűkültek. A külföldi hitelek elapadása alacsony belföldi megtakarításokkal párosult, emiatt a kormányzat kénytelen volt a jegybanktól kölcsönt felvenni. A hét év alatt az MNB összesen 3 746 054 ezer pengő értékben folyósított hitelt a kormányzatnak (33. táblázat).

3.3.2 Piaci finanszírozás

A következőekben a korábban már bemutatott három időszak szerint elemezzük a piaci alapú forrásbevonást.

3.3.2.1 Az inflációs gazdálkodás kora (1919-1924)

A háború a nemzetközi aranystandard végét jelentette; a korábbi hitelpiacok, mint Ausztria vagy Németország, már nem álltak rendelkezésre. Azok a magánbefektetők és vállalatok, melyek képesek lettek volna tőkét exportálni, az 1919-ben bevezetett intézkedések hatására teljes mértékben elzárkóztak a magyarországi befektetésektől. Ezt követően bevezetésre került a kettős adóztatás, mely a belföldi tőke nagy részét is kiűldözte a magyar gazdaságból. *A folyamat megállításának érdekében 1919. november 11-én a kormány rendeletben tiltotta meg az értékpapírok, kötvények kivitelét az országból* (Berend - Szuhay 1972).

A később Hegedűs nevéhez fűződő stabilizációs kísérlet intézkedései csak az államháztartásra fókuszáltak, ami megnehezítette a hitelfelvételt, az adósok nem tudták kamataikat megfizetni és a külkereskedelemre is negatív hatást gyakoroltak. Hegedűs lemondását követően tudatos inflációs politika vette kezdetét, ami többé-kevésbé kimozdította mélypontjáról a magyar gazdaságot. *Azonban a fokozódó infláció felemésztette a kamatokat és a kötvényárfolyamok is jelentős zuhanáson mentek keresztül, ami negatívan érintette állampapírpiacot.* Az államkötvények árfolyamának zuhanását a pénzügyintézetek mérlegértékeinek változásaiban lehet leginkább szemügyre venni. A kötvények 1921-ben 38 százalékkal, 1922-ben már 48 százalékkal voltak alacsonyabbak a névértéküknél. Forgalmi értékben kifejezve ez azt jelentette, hogy 1922-ben a pénzügyintézetek 51,7 millió aranykoronás értékpapír-állományából már csak 4,4 millió aranykoronát, azaz 8,5 százalékot képviseltek az államkötvények (Hajdrik 1926).

A lakosság körében a hadikölcsön-kötvények következtében kettős bizalomvesztés következett be. A kötvénytulajdonosok egyrészt elvesztették a pénzbe vetett bizalmukat, másrészt az állam hitelébe vetett bizalmukat is. Már az első körben kibocsátott papíralapú hadikölcsön-kötvények árfolyama is elmaradt a névértéktől, de a későbbi kibocsátások fokozatosan távolodtak el az aranyalaptól és tulajdonképpen papírpénzen kialakult „álképletekké” váltak. A háború végére a névértékük csupán négy százalékát érték el ezek a kötvények. A háborút követően a lakosság nagy része ugyan már lemondott követeléseik tőkerészéről, de gyakran a kölcsönök után járó kamatokat sem kapták meg, emiatt megrendült az államba vetett bizalmuk. Ezt követően felmerült a kötvénytulajdonosok kárpótlása és az

államba vetett bizalom visszaépítésének a kérdése, melyet Hegedűs intézkedései támogattak volna (Ajtay 1920). De a kormányra erőteljes nemzetközi nyomás nehezedett, sürgette az idő és szüksége volt a külső forrásokra. Ezért úgy gondolta a külkereskedelem és az ipar mihamarabbi talpra állítása elsődleges prioritást élvez. *Ennek következtében a tudatos inflációs politikával a kormány lényegében feláldozta a jövőbeli önkéntes belső megtakarításokat a jelenbeli külföldi tőkebevonások elérése érdekében.* A lakosság kötvényei teljes mértékben elinflálódtak és elvesztették a pénzbe vetett bizalmukat is. Ehhez azonban társult egy alacsony fogyasztói hajlandóság és megtakarítási ráta is, melyet a növekvő adókulcsok okoztak. Így lényegében a két világháború között nem igazán beszélhetünk belső állampapírpiacról.

Az infláció okozta áremelkedés másik mellékhatása volt a részvénypiac fellendülése, mely szintén kiszorító hatást gyakorolt az állampapírpiacra. A részvénykibocsátással történő finanszírozás pozitívumaként ugyanakkor meg kell jegyezni, hogy összegyűjtötte a gazdaságban szétszórt tőkét, fellendítette az ipart és megteremtette a belső piac alapjait. 1923-ban megkezdődtek a tárgyalások a Jóvátételi Bizottsággal, mely engedélyt adott a fedezetként lekötött jövedékek feloldására, így elhárultak a külföldi hitelfelvétel legfontosabb akadályai is (Tomka 1996).

3.3.2.2 A stabilizáció kora (1924-1929)

A Bethlen-kormány stabilizációs törekvései és az MNB megalakulásával megnyílt az út a népszövetségi kölcsön felé, mely 307 millió aranykorona névértékben került kibocsátásra, húszéves lejáratral és 7,5 százalékos nominális kamatozás mellett. A bankok jelentős diszkonttal vették át a kötvényeket, ezért a kölcsön kamatterhe elérte a 9 százalékot. Ennek köszönhetően a kölcsön tényleges, nettó hozama 253,8 millió aranykorona, azaz közel 82 százalék volt (34. táblázat) (Korányi 2014).

A lejegyzésben résztvevő államok átlagosan 9 százalék tényleges hozamot realizálhattak, de emellett szigorúan előírt biztosítékokat követeltek az országtól. Le kellett kötni az összes vámhozadékot, a sójővedék, a dohányjővedék, és a cukoradó hozamát, illetve szükség esetén bármely más állami bevételt (Tomka 1996). A kölcsön közel egyharmadát az egyensúly tényleges helyreállítására fordította, később a Népszövetség testületétől engedélyt kapott az adók csökkentésére és lehetősége nyílt a maradékot beruházásokra fordítani. Ebből látszik, hogy kölcsön túlméretezett volt, ami hosszú távon negatív hatást gyakorolt a jövőbeli kibocsátásokra. *A később piacra kerülő államkötvények kamatait a befektetők a népszövetségi kölcsönök mintájára árazták be* (Horváth 1984).

Habár a kölcsönökből jelentős összegeket fordítottak beruházásokra, a tőke közel sem volt elegendő, így a magas kamatok mellett kínált további kölcsönökhöz keresleti oldalon is folyamatosan erősödő hiteligények párosultak (Botos 1999). Ehhez nagyban hozzájárult a folyamatos belső tőkehiány és a külkereskedelmi deficit is. A korábbi, tudatos inflációs politika sikeresen megnövelte a beruházási és hitelfelvételi kedvet, de ezzel párhuzamosan egyrészt a bankok megtakarításainak nagy részét megsemmisítette, másrészt a reálbérek is legfeljebb a háború előtti szint felére estek vissza, így a lakosság sem rendelkezett nagyobb megtakarításokkal (Gunst 1996). Külkereskedelem szempontjából Magyarország továbbra is egyoldalú gazdaság szerkezettel rendelkező mezőgazdasági ország volt. A kivitel képtelen volt lépést tartani a megnövekedett fogyasztási igényekkel (Kaposi 2002). További problémát jelentett a részvénybefektetések hiánya, mivel az új valuta bevezetése jelentős áreséseket idézett elő. A vállalatok egy évet kaptak, hogy forrásaikat és eszközeiket átértékeljék pengőre, de az átértékeléseket követően egyes vállalatok értéke jelentősen csökkent. A hirtelen bekövetkezett árzuhanások következtében a külföldi részvényesek bizalmatlanná váltak az értékpapírokkal szemben (Korányi 2014).

Belső források és részvénypiac hiányában a kötvénykibocsátás tűnt a külföldi tőkebeáramlás egyetlen járható útjának. A kibocsátást azonban tovább nehezítette, hogy a háborút követően jelentősen megváltoztak a nemzetközi tőkeáramlás irányai. Az európai országok, melyek korábban a világ hitelezőinek számítottak, adósokká váltak (kivéve Nagy-Britanniát). Míg a korábban leginkább eladósodott ország, az Egyesült Államok, a világ legnagyobb hitelezőjévé vált. Ez azért jelentett komoly problémát, mert *az amerikai befektetők egyáltalán nem ismerték a magyar gazdaságot.* A New York-i tőzsdén az 1924-ben kibocsátott, első magyar államkötvényeket 8,5-8,85 százalékos hozadékkal, az úgynevezett „spekulatív” kategóriába sorolták. A normál befektetési papírok hozadékának felső határa 8 százalék, a szinte kockázatmentes kategóriába sorolt papíroké pedig 3,5 és 4 százalék között volt. A gazdaságban jelentős javulás történt a következő években, de 1927-ben így is csak közel 7 százalékos kamattal sikerült a kötvényeknek vevőre találni (Buday 1931). Magyarország állampapírjai tehát a korszakban nem érték el azt az árfolyamot, ami a belső értéküknek megfelelt volna, mivel a piac túlságosan is telítve volt, illetve nem sikerült kellő figyelmet fordítani a nemzetközi piac informálására és a kibocsátások szervezettebb kezelésére, melyek jelentősen javíthaták volna az befektetők Magyarországra vetett bizalmát. Ennek hiányában egyrészt a jobban ismert országok, mint Ausztria vagy Csehszlovákia kötvényei alacsonyabb hozadék mellett találtak vevőre (5. ábra), másrészt az 1929-ben

kirobbant világgazdasági válság is érzékenyebben érintette a magyar kötvényeket (Buday 1931).

Mivel 1928-ban jelentős hausse bontakozott ki a New York-i tőzsdén, kezdetét vette az amerikai tőke visszaáramlása, valamint az európai tőke is a tengeren túli befektetések felé fordult. *Ennek kompenzálására az államkötvények hozadékát először 1929-ben 8, egy évvel később 9 százalékra emelték, de a részvénytőkepiac a kötvényeket olyan szinten kiszorította a tőkepiacról, hogy ilyen feltételek mellett sem sikerült azoknak vevőre találniuk*(Jirkovsky 1940).

1924 és 1928 között Amerikát követve Angliában került a legtöbb államkötvény kibocsátásra, valamivel alacsonyabb kamatráták mellett, ami az angol tőkepiac jobb kiépítésének és a kötvények szervezettebb kibocsátásának volt köszönhető. Illetve a bankrendszer későbbi közvetítő szerepének köszönhetően jelentősebb mennyiség talált vevőre Svájcban és Hollandiában is (32. táblázat). A külföldi tőkebeáramlás közvetítésével járó haszon és a magas belső kamatlábak nagymértékben hozzájárultak a hitelintézetek megerősödéséhez. A szanálási kölcsön esetében, 1924-ben még rendkívül hálás volt a kormány a bankároknak, hogy elvállalták a kölcsönök kibocsátását, *1927 második felétől már a bankok versenyeztek az államkötvények megszerzéséért, hogy aztán továbbadhassák azokat külföldre* (Buday 1931).

A belső felhalmozás hiánya, a magas kamatozású, külföldi birtokban lévő kötvényállomány és a magángazdaság bankrendszeren keresztül történő eladásodása nagymértékű függést eredményeztek a nemzetközi piaci jelenségektől. Ezáltal az 1929-ben bekövetkező világválság jóval mélyebben érintette a magyar gazdaságot (Horváth 1984).

3.3.2.3 A válság és válságkezelés kora (1929-1939)

1929-ben bekövetkezett a krach. Az árfolyamok esése miatt a továbbra is folyamatos külső finanszírozásra szoruló bankrendszerből a befektetők elkezdtek kivonni tőkéjüket. Magyarországról 1931 első öt hónapjában közel 82 millió pengő értékben történt tőke kivonás, mely a nemzeti bank arany-, és devizatartalékait jelentős mértékben csökkentette. A lakosság nagyrészt felélte tartalékait, egyre többen váltak munkanélkülivé, mely az export további visszaesését és a fogyasztási javak keresletének csökkenését eredményezte, ami jelentős mértékben kihatott az iparra és a tőkepiaci árfolyamokra (Honvári 1995). A válság és a kormány válságkezelő intézkedései azt eredményezték, hogy *a külföldi befektetők teljes mértékben elhatárolódtak a magyar állampapíroktól*.

A világválság következtében a nemzetközi aranystandard rendszer megrendült, ennek lényeges elemeként Nagy-Britannia illetve az Egyesült Államok leértékelte valutáját, illetve a közép- és délkelet-európai államok többsége áttért a kötött devizagazdálkodásra. Az aranyalapról letért országok egymással versenyezve értékelték le valutájukat, miközben a pengő árfolyamát a jegybank mesterségesen magasán tartotta. Ezért az aranydollár vagy font alapú kötvények tulajdonosai leértékelt valutában kapták kamataikat. *A népszövetségi kölcsön 100 dollár névértékű címlete 1933 végére már csak 174 pengőt ért, ami legfeljebb 51 dollárral volt egyenértékű* (Korányi 2014).

1931. december 22-én transzfermoratóriumot vezettek be, mely szerint az adósoknak, így az államnak is tilos volta záloglevelek, államadóssági kötvények, kincstárjegyek után fizetendő kamatot megfizetni, illetve ezeket törleszteni is. A hitelintézetekkel történő megállapodások útján minden kamatot az adósok az MNB külön alapjába (Külföldi Hitelezők Alapja) pengőben fizették, egy úgynevezett pótlékárfolyamon, melyet egészen addig ott tartottak, amíg a gazdasági helyzet nem tette lehetővé a devizatranszferek újraindítását (Korányi 2014). A transzfermoratórium egy időre ugyan megakadályozta az állampapírok eladását, de a felhalmozott külföldi tartozásokat később rendeznie kellett a kormánynak.

1933-ban megállapodás jött létre az angol, amerikai és svájci hitelezőkkel, mely szerint az adósnak tartozásai esedékes összegét pengőben kellett befizetnie a Nemzeti Bankhoz, a külföldi hitelező zárolt számlájára. *Ezáltal a hitelezők nem kapták a kötvényeik után járó kamatokat tényleges valutában, az csupán Magyarországi felhasználásra állt rendelkezésükre* (Korányi 2014). Pozitívumként kell megemlíteni azt, hogy habár az intézkedés miatt tovább romlott a külföldön már amúgy sem népszerű magyar államkötvények iránti érdeklődés, ezzel jelentős tőkét sikerült belföldön tartani, ami nagyban hozzájárult a későbbi belső tőkefelhalmozáshoz (Berend - Szuhay 1971).

Az állampapír-kibocsátásokra gyakorlatilag rányomta bélyegét az 1929-33-as válság, ezáltal további külföldi sikeres kibocsátásokra nem igazán volt remény. Hazai megtakarítások még nem álltak rendelkezésre, a külföldi befektetők pedig teljes mértékben elhatárolódtak a magyar államkötvényektől. Továbbá az 1930-as évek közepén a legtöbb országban megkezdődtek a nehézipari és fegyvergyártási fejlesztések. A háborúra történő készülődés pedig magával vonta az ipari vállalatok korszerűsítését, illetve jelentős importigényt generált a piacokon (Gunst 1998), *ezért az ipari részvények árfolyama emelkedésnek indult és újra a részvényt piac vette át a vezető szerepet a kötvénypiacca szemben.*

Később a külföldi állampapír-forgalom teljes mértékű háttérbe szorulását a kormány nosztrifikációs intézkedése, azaz az értékpapírok számjegyzékbe vétele okozta. Amíg a legtöbb

külföldi országban már 1931-ben véget ért a sokk, és elkezdtek az árak emelkedni, addig Magyarországon, mivel a válság is késéssel jelentkezett, az abból való kilábalás is csak megkésve, 1934 után következhetett be (Korányi 2014). A külföldi kötvénytulajdonosok a transzfermoratóriumnak köszönhetően ebben az időszakban nem kapták meg osztalékukat magyar papírjaik után, a zárt pengőszámlájukat pedig magyarországi értékpapír vásárlásokra fordították, mivel hazautalni megint csak nem tudtak. Ez lényegében olyan paradox helyzetet idézett elő, ahol a belföldi papírok iránt megnövekedett a kereslet, ez felhajtotta a belföldi árfolyamokat, azonban a külföldön lévő papírok árfolyama, mivel nem fizettek osztalékot, stagnált. Az arbitrázs lehetőségét felismerve, a külföldön lévő magyar értékpapírok lassan mind hazavándoroltak, ami jelentős külföldi valutakiáramlást eredményezett. Ezért 1936 augusztusában nyolc nap alatt, meglepetésszerűen, lebélyegeztek és számjegyzékbe vettek közel 6 millió hazai értékpapírt. Ezután csak ezek, az úgynevezett nosztrifikált értékpapírok voltak forgalomképesek. Ez gátat szabott az arbitrázs kereskedelemnek, de véglegesen megszüntette az amúgy is csekély államkötvényforgalmat (6. ábra) (Korányi 2014).

Később a háborús konfliktusok kiéleződése és a fegyverkezés miatt az állampapírok iránti kereslet és kínálat egyaránt tovább csökkent globális szinten is. Az egyre fokozódó importigény miatt a korábban jelentős szabad tőkével rendelkező országok fizetési mérlege is már passzívumot mutatott. A világ legnagyobb hitelezőjét, Amerikát pedig komoly veszteség érte 1935-ben, mivel az adós országok nem tudtak, vagy nem voltak hajlandóak kölcsöneik után kamatot fizetni. A népszövetségi kölcsönök közül is csak az osztrák, az észt és a danzig-i adósok teljesítették kötelezettségüket (Gábor 1939). *A magyar kormány sem teljesítette népszövetségi kötelezettségeit, ezért is volt reménytelen vállalkozás a külföldi állampapír-kibocsátás.* A nemzetközi válság, majd ezt követően az országok világháborúra történő felkészülése a nemzetközi piacok keresleti és kínálati oldalának beszűkülését eredményezték, az első világháborút megelőző évekhez hasonlóan. Magyarországon a világháború korai szakaszában tovább emelkedtek a részvényárak, ami még inkább elvonta a befektetők figyelmét a kötvénypiacról (Korányi 2014).

3. AKI NINCS ELLENÜNK, AZ VELÜNK VAN (1973-1989)

A második világháborút követően a világ kétpólusúvá vált, hazánknak a második világháborút követően 3 milliárd pengő jóvátételt és a szövetségesek Magyarországon található vállalkozásaiban és ingatlanjaiban bekövetkezett károkat meg kellett fizetnie. Ugyanakkor azt mondhatjuk, hogy a háborút követően az ország tiszta lappal indult, ezért nem vontuk vizsgálat alá a háborús terhek államadósságra gyakorolt hatását.²³

A második világháborút követően Magyarország a Szovjetunió ellenőrzése alá került. Ez mint egy fél évszázadra meghatározta az ország gazdasági és politikai beállítottságát. Moszkva akarata érvényesült a gazdaság minden területén. Ezt jól szemlélteti az ipar gyors államosítása és a szocialista iparosítás folyamata. Nagy Imre és az 1956-os forradalom bukását követően kezdetét vette a több mint három évtizeden keresztül tartó Kádár-korszak, melynek az 1989-es rendszerváltás vetett véget. A forradalom leverése után a kádári vezetés úgy tudta a kormány legitimitását biztosítani, hogy javított a megélhetési lehetőségeken. Így az 1956 utáni állami beruházásokat úgy kellett finanszírozni, hogy azok ne járjanak a lakosság fogyasztásának visszaesésével. Ennek egyetlen módja pedig a külső forrásbevonás volt. Véleményünk szerint ez az eladósodás mögötti politikai háttér.

Szántó (2009) szerint a Kádár-rendszer adósságproblémái egyidősek magával a rendszerrel. Az 1959-ben elkezdett „utolérni és túlszárnyalni” korszak jelentős finanszírozási problémákat okozott. Mind Magyarország, mind a többi KGST (Kölcsönös Gazdasági Segítség Tanácsa) tagállamok esetében megfigyelhető, hogy a minőség romlására történő mennyiségi növekedés révén nem tudták kielégíteni a valós igényeket. A különböző területeken megjelent hiány egy részét a tőkés országokból származó behozatallal kívánták kompenzálni, azonban a jelentős import miatt az ország devizaállománya csökkent. Ennek a folyamatnak kettős hatása lett, a politikai vezetés az exportot támogató gazdaságpolitikát folytatott, ehhez egy igen nagyarányú – az export mértékét is meghaladó – importra volt szükség. A folyamat eredménye egy jelentős külkereskedelmi hiány lett, melyet rövid lejáratú hitelekkel próbáltak orvosolni. Ez a folyamat a rendszerváltásig meghatározta Magyarország gazdaságát, és annak negatív hatásai 1989 után is érződnek.

²³ Ahogy az Mihályi írásából is kiderül, „Magyarország a világegés és a nemzetközi hatalomátrendeződés mellékkövetkezményeként de facto megszabadult egy hatalmas adósságtömegtől. A magyar állam könyveiben továbbra is szereletek a háború előtti adósságok, de ezeket nem kellett törleszteni, így foglalkozni sem igen kellett velük” (Mihályi 2012,50.o.).

4.1 Az 1973-as olajválság előtti állapotok

A forradalmat követően a gazdasági mutatók elmaradtak a tervezett értékektől, a forradalmi összezapásból tetemes károk keletkeztek, a hitelek többsége rövid lejáratú volt és már 1957-ben esedékesé vált a törlesztésük, ám ennek sikeressége kérdéses volt. Ilyen körülmények között a szocialista vezetés számára az egyetlen megoldást további devizahitelek felvétele jelentette. Ekkorra tehető az IMF-fel és Világbankkal való első tárgyalások kezdete, azonban politikai okokból kifolyólag a csatlakozásról szó sem lehetett, ami az esetleges hitelfolyósítás feltétele volt. Csak a szovjet „nagytestvértől” és szocialista „kistestvérektől” számíthatott új hitelekre kemény devizában. A kapott hitelek legfontosabb célja az életszínvonal javítása, a fogyasztási szint növelése és a gazdasági növekedés támogatása volt. Ezek a hitelek hosszú lejáratra szóltak, alacsony kamatok mellett. Ezeknek a „baráti” kölcsönöknek ugyanakkor politikai ára volt (Mong 2012).

A második világháborút követően a nyugat-európai gazdaság helyreállítása az amerikai segélyeknek, befektetéseknek volt köszönhető. A stabilizálódott országok jelentős tartalékokat képeztek – főleg aranyban és dollárban – és európai bankoknál helyezték el egy részüket. A fellendülést követően túlkínálat jelent meg a piacon, ami az infláció növekedésével párosult, így szigorodtak a hitelpiaci feltételek, nőtték a kamatok. A dollárbőség másik eredménye a Bretton Woods-i rendszer gyengülése, hiszen a növekvő dollártartalékok révén csökkent az Egyesült Államok aranytartaléka. Ez a tőke kivitel korlátozását eredményezte, mely a nyugati pénzpiac hitel és betét kínálatának csökkenéséhez vezetett. Így az 1960-as évek közepére beszűkültek a hitelpiaci lehetőségek (Mong 2012).

Az 1960-as években felmerülő adósságproblémákat nem csak a hitelállomány gyors növekedése, hanem annak összetettsége okozta, évről évre nőtt a rövid lejáratú hitelek aránya. Ez nem egyszer likviditási problémákat eredményezett. Az 1968-ban végrehajtott reformprogramtól, az új gazdasági mechanizmustól remélték a gazdaság stabilizálódását, a nagymértékű gazdasági növekedést és a problémák orvoslását (Mihályi 2013).

4.2 Az MNB szerepe

A kádári államadósság vizsgálatakor meg kell említeni a Magyar Nemzeti Bank szerepét. Az 1947-ben lezajlott államosítások révén a kereskedelmi bankokat és a takarékpénztárakat felszámolták, a jegybank állami kézbe került és 1948-tól kereskedelmi bankok feladatait is ellátta. Mindez egy egyszintű bankrendszert eredményezett (Kövér et al. 1999).²⁴

²⁴ Kornai ezt a következőképpen összegzi: „A klasszikus szocializmusban a bankrendszer teljes egészében állami tulajdonban van. Látszatra több szervezetből áll [...] noha a szakosított bankok névlegesen önállóak, a

A szocializmusban a központi bank szerepe a külföldi hitelszerzésre és az állandó jellegű likviditási problémák orvoslására korlátozódott.²⁵ A politikai stabilitáshoz szükséges forrásokat a jegybank hitelszerzései biztosították. A rövidlejáratú hitelek irányába eltolódott hitelszerkezet miatt javultak a nyugati kapcsolatok a hosszú távú források reményében (Földes 1995). A jegybank hitelmonopóliummal rendelkezett, „*A külvilággal való mindennemű pénzügyi kapcsolat szigorúan központosítva van a központi bank, illetve annak „fiókja”, a külkereskedelmi bank kezében. A pénz nem konvertibilis*” (Kornai 1993/a, 162. o.).

4.3 A nemzetközi helyzet fokozódik

Ebben a részben sorra vesszük azokat a történelmi, politikai és gazdasági eseményeket, melyek nagy hatást gyakoroltak a Kádár-rendszer államadósságának alakulására, illetve befolyásolták Magyarország lehetőségeit a nemzetközi pénz- és tőkepiacokon. A vizsgált korszakot három időintervallumra bontottam fel, az adósságállomány alakulását figyelembe véve, valamint Andor László (1990) gondolataiból kiindulva.²⁶ A 7. ábrán látható az kádári adósságállomány három ciklikusa. 1973 és 1978 között növekedett az adósságállomány (I. ciklus), 1979 és 1984 között egyfajta stabilizáció figyelhető meg (II. ciklus), majd ezt egy igen intenzív növekedés (III. ciklus) követte 1985 és 1989 között.

4.3.1 Az első ciklus (1973-1978)

Az 1970-es években a Szovjetunió nagyobb hangsúlyt fektetett a nyugati szénhidrogén-exportra, s ez - a korábban egyfajta közvetítő szerepet betöltött KGST- tagállamok gazdaságában - jelentős problémákat okozott. Ugyanakkor jelentősen megváltoztak a hitelpiaci lehetőségek, laza feltételekkel könnyen nyugati hitelhez lehetett jutni. Ez az állapot azonban csak az 1970-es évek végéig állt fent, s a túlzott hitelfelvétel eredményeként Magyarország adósságcsapdába került, melynek eredményeként további hiteleket kellett felvennie, sok esetben azonban ezek csak a kamatok törlesztésére voltak elegendőek. Így erre az időszakra tehető Magyarország első nagy eladósodása (Szántó 2009).

valóságban a központi bankutasításokkal szabályozza őket: tulajdonképpen annak alárendelt „fiókjai”. [...] A klasszikus szocializmus központi bankja [...] betölt egy olyan szerepkört is, amely a kapitalista gazdaságban a kereskedelmi bankokra hárul: maga bonyolítja az állami szektor [...] teljes rövid lejáratú hitelforgalmát” (Kornai 1993/a, 160-161. o.).

²⁵ Ezt támasztják alá Fekete János szavai is, akinek a nemzetközi kapcsolatai sok esetben hozzájárultak a külföldi hitelek megszerzéséhez. „*A bank csak annyit tehetett, hogy óva intette a kormányt a túlzott optimizmustól. [...] De amikor az összes határozatok arra kötelezték, az MNB teljesítette a hitelfelvételi tervet*” (Bozzai, Farkas 1989, 262. o.).

²⁶ „*Eladósodásunk eseménytörténete azt mutatja, hogy 1973-tól ismétlődően, hatéves ciklusokban olyan extern hatások érték a magyar gazdaságot, amelyek a reáلتeljesítménytől függetlenül és rövidtávon kivédhetetlen módon járultak hozzá a fizetési mérleg hiányának növeléséhez, és így – a vezetést újabb hitelfelvelekre készítetve – az adósságállomány további halmozódásához*” (Andor 1990, 97. o.).

1973-ban Egyiptom és Szíria megtámadta Izraelt, aki az USA támogatásával megnyerte a háborút, ezért a kőolaj-export nagy hatalmak, az OPEC országai embargót hirdettek az USA ellen. A kőolaj világpiaci árának drasztikus emelkedése ellenére sem csökkent a kőolajkereslet, így a kőolaj nagy hatalmak extraprofitot realizáltak, melyeket a nemzetközi bankrendszeren keresztül hitel formájában kihelyeztek. Ezek voltak az úgynevezett olajdollárok, melyekhez igen olcsón, alacsony kamatok mellett lehetett hozzájutni. Ezeket elsősorban a fél-periféria és periféria országok vették fel (Éber 2014).

Ezzel a hitelkínálattal találkozott a 70-es évek magyar gazdaságpolitikája, a tervszerű eladósodás. Ez a jövőorientált megközelítés egyik sajátos esete, melynek célja elérni egy olyan gazdasági növekedést, mely lehetővé teszi az adósság kinövését a hitelből finanszírozott beruházások jövedelmei által. Az elmélet szerint azon iparágakat kell támogatni, amelyek versenyképes termékeket állítanak elő, így ezek exportálásával keménydeviza realizálható a nyugati piacokon. Ezzel szemben az V. ötéves terv beruházásokra elkülönített összegének jelentős részét energetikai és lakásállomány fejlesztésekre kötötték le (Cseszka 2008/a).

Egy 1969-es tanulmány – mely az 1950-1967 közötti gazdaságot elemezte – az eladósodás folyamata mögött a tervszerűtlen hitelfelvételt, és az ország alacsony export képességét nevezte meg. Erre válaszul született a tervszerű eladósodás koncepciója. Ennek célja egy gyors ütemű technológiai fejlesztés és egy gazdasági szerkezetváltás volt. Az elképzelés lényege az, hogy a nemzetközi piacok felé kellett fordulni, mert a szocialista piacon protekcionizmus uralkodott és nem keménydevizában történt az exportbevételek realizálása. Ehhez elsődlegesen a nyugati export élénkítése kellett, hogy a hitelképesség megítélésének javulásával kedvező kamatozású, hosszú lejáratú hitelekhez jusson a magyar gazdaság. Ebből olyan beruházásokat kellett finanszírozni, melyeknek magas a megtérülési hányaduk, jövedelemtermelő képességük révén pedig könnyen visszafizethetőkké válnak a korábbi kölcsönök. A korábbi importhelyettesítő gazdaságpolitikát felváltotta egy keménydevizás piacokat célzó exportorientált stratégia (Földes 1995).

A terv nem számolt a magyar gazdaság nyitottságával és a világgazdasági feltételek radikális változásaival. Az 1972-es gazdasági, majd az azt követő 1973-as olajválság révén drágultak a nyersanyagok, szűkültek a külföldi piacok, ez rontotta a külkereskedelmi cserearányokat. A körülményeket tovább súlyosbította, hogy az államilag támogatott export egy jelentős importfüggést okozott a nyugati technológia irányába (Éber 2014).

A magyar államadósság alakulásának szempontjából az 1973-as olajválság tekinthető az egyik mérföldkőnek, az ezt megelőző időszakban bár nőtt a bruttó külső adósságállomány, ez a növekedés lassúnak volt mondható. Az olajválság mind a nyugati-, mind a keleti-blokkban

érezte hatását. Az olaj és a földgáz árának a növekedése tartósnak bizonyult, ennek köszönhetően az ország energiaszámlái is nagymértékben nőttek.²⁷

4.3.2 A második ciklus (1979-1984)

Az 1979-es olajárrobbanás tovább rontotta a csere-arányokat. Magyarország energiaellátása erősen függött az orosz olajexporttól. Ennek kiküszöbölésére az energiaipari és alapanyag beruházások kerültek előtérbe. Ezek a korábbi könnyűipari, építőipari beruházások rovására mentek. Mint, ahogy később kiderült, ezek elhibázott és veszteséges lépések voltak, így a korábban már tárgyalt pazarlás kategóriáját bővítik. A KGST szerkezeti váltást tűzött ki célul a tagállamok számára, melynek célja a közösségen belüli önellátás biztosítása volt. Így, ugyan megindult a Nyugattal szembeni felzárkózás, azonban a beruházási döntésekben a gazdasági érdekek alul maradtak, voltak olyan beruházások, amelyek nem térültek meg. Illetve egyes beruházások erősítették az importfüggőséget, Magyarország esetében különös tekintettel a vegyipari beruházások. A nagy támogatásokat a magas energiaigényű alapanyag-gyártó iparágak, a csökkenő hatékonyságú bányászat és a lassan megtérülő villamosenergia-ipar kapta (Éber 2014; Cseszka 2008/b; Berend 1977).

Jól látható, hogy Magyarország gazdasága és hitelképessége erősen függött a nemzetközi eseményektől, nem egy esetben államcsőd körüli helyzetbe került az ország. A 80-as évek másik nagy problémája az orosz „védőháló” megszűnése volt. Az 1949-ben létrejött KGST, melynek célja egy multilaterális kapcsolatrendszer kiépítése a szocialista országok között. Bár a szervezet nem érte el eredeti célját, azonban létrejött az úgynevezett *esernyőelmélet* kialakulásához vezetett. Ennek keretében a nyugati bankok hajlandóak voltak hitelt nyújtani a keleti-blokk országainak, habár sok esetben a hitelkérelmezők nem is voltak hitelképesek. A Szovjetunió minden esetben hajlandó volt kezességet vállalni és szükség esetén kiegészíteni a szocialista országokat. Azonban az 1970-80-as évek eseményei meggyengítették Moszkvát, ami az esernyő összehúzódásához és Magyarország '80-as évekbeli hitelfelvételi problémáihoz vezetett (Mong 2012).

A másik jelentős problémát az export kilátások romló körülményei okozták, mely egyet jelentett a hiteltörlesztések kitermelésének nehézségével. Itt érdemes megemlíteni a Volcker-sokk és a bukaresti csúszó árelv hatásait. A Volcker-sokk keretein belül 1981-ben jelentős

²⁷ „Két év alatt 20%-kal romlottak a tőkés külkereskedelem cserearányai, ami felemésztette a nemzeti jövedelem szokásos évi növekményét. A nyugati világban elszabadult az infláció, és ez – a politikusok fogadkozása ellenére – begyűrűzött a magyar gazdaságba is. A külföldi adósság-állomány 1973-87 között 2,1 Mrd USD-ről 19,6 Mrd USD-re, vagyis több mint 9-szeresére nőtt, miközben a GDP 55%-kal, az 1 főre jutó fogyasztás csak 42%-kal emelkedett.” Mihályi (2013,54.o.)

mértékben megemelték a rövid lejáratú dollárkamatokat.²⁸ Ennek eredményeként jelentősen megdrágultak a korábban felvett kölcsönök törlesztései, erősödött a dollár, a nyugati gazdasági növekedés lelassult. A pártvezetés csak a '80-as évek elejére hozott meg olyan gazdaságpolitikai döntéseket, melyeket a fennálló gazdasági viszonyok már korábban indokolttá tettek. Ilyen volt például az import korlátozása, az export erőltetése, az adósságállomány növekedésének megállítására tett lépések, valamint a szociális és az életszínvonal javításához kapcsolódó kiadások csökkentése (Mong 2012).

Az 1980-as évektől kezdve egy igen erőteljes propaganda figyelhető meg, melynek két sarkalatos pontja volt. Egyrészt tudatosítani a nyugati bankároknak, hogy a KGST országai és a fejlődő világ országai nem azonosak. Másrészt Magyarország gazdasági helyzetének Lengyelországgal szembeni különbségeinek a kiemelése. Az utóbbi különösen fontos volt, hiszen Lengyelország 1981-ben az államcsőd szélén állt (Szántó 2007, 2009).

1981-re világossá vált, hogy a helyzet tarthatatlan, a Szovjetuniótól (lévén, hogy saját gazdasági problémáival küszködött) jelentősebb segítség nem volt várható.²⁹ Az egyetlen megoldást az IMF-hez és a Világbankhoz való csatlakozási tárgyalások jelentették. Ezt a Központi Bizottság 1981. október 21-én fogadta el. A hivatalos kérelmet Puja Frigyes külügyminiszter november 4-én nyújtotta be. A lengyel események hatására a külföldi bankok elkezdtek kivonni betéteiket az MNB-ből, így az IMF-hez való csatlakozás kérdése még sürgősebbé vált, hiszen a csatlakozási tárgyalások híre csökkenthette az ország kockázatosságának megítélését a nemzetközi hitelpiacokon. Azonban a csatlakozáshoz szükséges devizaállománnyal nem rendelkezett az ország, a megoldást végül a kínaiak által nyújtott 100 millió dolláros hitel jelentette (Szántó 2009; Nagy 2008).

4.3.3 A harmadik ciklus (1985-1989)

Az 1980-as években az amerikai kamatlábak növekedése, a dollár folyamatos erősödéséhez vezetett. A centrum-országok 1985-ben megkötötték az úgynevezett Plaza-egyezményt, melynek célja a dollár leértékelése volt más konvertibilis valuták – többek közt a japán jen - felértékelésén keresztül (Éber et al. 2014). Ennek a Magyarországra vonatkozó hatását a későbbiekben tárgyaljuk.

²⁸ „Az adós országok pechje az volt, hogy az 1970-es években felvett könnyű hitelek kamatát nagyrészt az amerikai rövid lejáratra szóló hitelek feltételeihez kötötték” (Mong 2012,174.o.).

²⁹ Ahogy az Havasi Ferenc visszaemlékezéséből is kiderül: „És akkor 1981 februárjában jött egy Breznyev-levél, hogy 1,5 millió tonna olajjal kevesebbet fogunk kapni, mert nincs, a Szovjetuniónak sem elég és egyéb kötelezettségei vannak. Ez több mint 10 százaléka volt a magyar olajkontingensnek! Azt válaszoltuk, hogy ezt nem lehet, erre szerződésünk van. De hiába”(Bozzai, Farkas 1989,42.o.).

A '80-as évek történései és a likviditási válságok arra ösztönözték a magyar kormányt, hogy csökkentse a beruházásokra elkülönített összegeket és elsősorban az adósságfinanszírozás problémájával foglalkozzon. Bár a gazdasági helyzet további megszorításokat indokolt, azonban a magyar vezetés a VII. ötéves tervben ismét a beruházások, a lakosság fogyasztásának növelését és a gazdaság növekedését tűzte ki céljául. Ismét az energiaipari beruházások kerültek előtérbe: Paks, Bős-Nagymarosi Vízlépcső, Jamburgi Földgázvezeték építésében történő szerepvállalás. Ezen beruházásokat számos gazdasági szakember ellenezte (Cseszka 2008/b).

Az IMF-től kapott stand-by hitelek miatt már a 80-as évek végén elkezdődött a restriktív politika az előirányzott gazdaságpolitika elérése érdekében. Azonban az életszínvonal és a lakossági fogyasztás csökkenését célzó változások tabunak számítottak. Az 1985-ös gazdasági helyzet mégis rákényszerítette a politikai vezetést, hogy a VII. ötéves tervet hatályon kívül helyezték, és szigorú egyensúlypolitikába kezdjenek, melynek révén csökkentek a reálbérek, visszafogták az importot, s engedélyezték a forint kétszámjegyű inflálódását (Cseszka 2008/b).

Az állami és szövetkezeti vagyon spontán privatizációja az 1987-es években kezdődött el. A külföldi működő tőke bevonása a decentralizációs és privatizációs folyamatok ellenőrizetlensége mellett zajlott (Éber 2014). A magyar állam külső adóssága 1989-re túllépte a 20 milliárd dollárt, mely az akkori GDP 70%-át tette ki (Mihályi 2013).³⁰

4.4 A kádári adósság elemzése

A Kádár-korszak államadósságára vonatkozó adatok jellemzően a rendszerváltozást követően váltak ismerté. Ennek oka, hogy az adósságállomány összetétele, megléte és alakulása államtitoknak számított, a tényleges adatokat a párttagok elől is eltitkolták és csak a politikai vezetés legszűkebb köre ismerhette a reális gazdasági viszonyokat. Ez a titkolózás a külföldi bankházak és nemzetközi pénzügyi szervezetek irányába fokozottan igaz volt annak érdekében, hogy a lehető legkedvezőbb kép alakuljon ki külföldön Magyarországról, elkerülve ezzel az ország hitelminősítésének veszélyeztetését.

Éber (2014) véleménye szerint nem mondhatjuk azt, hogy a felvett hitelállomány mögött az életszínvonal fenntartása, a világpiaci árnál olcsóbb élelmiszer és energiaforrások

³⁰ A három ciklust jól összefoglalja Nyers Rezső szavai: „Az 1973-1989-es időszakot az jellemezte, hogy a kamatfizetések nélküli kumulált fizetési mérleg mindössze mintegy 700 millió dollár behozatali többletet mutatott. Azaz ilyen volumenű erőforrás bevonás történt, illetve ha a beáramlását figyelembe vesszük, akkor ez csaknem 1 milliárd dollárt tesz ki. ... Az időszak egészét tekintve mintegy 1 milliárd dollár erőforrás bevonás viszont az ezt többszörösen meghaladó, összesen 11 milliárd dollár halmozott kamatkidással járt” Nyers (1993,56.o.).

közvetlen finanszírozása érdekében vállalt kötelezettségek álltak. Hiszen 1973-at követő adósságspirál kialakulásával az újabb hitelfelvételek a korábban vállalt kötelezettségek törlesztését szolgálták. Az adósságspirál kialakulása mögött pedig olyan okok álltak, mint a kedvezőtlen csere-arány- és árfolyam-változások, a kedvezőtlen folyó fizetési mérleg, veszteséges állami vállalatok finanszírozása illetve a felelőtlen beruházások.

A következőekben a rendelkezésre álló beruházásokra és az államadósságra vonatkozó adatok statisztikai elemzésével foglalkozunk.

4.4.1 A korszak költségvetési egyenlegei

Megvizsgáltuk a három ciklus idejére vonatkozó költségvetési egyenlegeket, melynek alapjául az 1973 és 1989 között született, a magyar törvényhozás által elfogadott éves költségvetési törvényeket vettük alapul.

Első körben a bruttó egyenleget, azaz a bevételi és kiadási főösszeg egyenlegét elemeztük. A vizsgált időszak mindhárom ciklusának minden évében deficitese volt a költségvetés bruttó egyenlege. A legnagyobb hiányt az 1989-es év produkálta több mint 54 milliárd forinttal (39. táblázat). Az 1973 és 1989 közötti költségvetési törvények folyó egyenlegei szufficitesek. Itt ismét felhívnom a figyelmet, hogy a Kádár-korszak adatainak hitelessége megkérdőjelezhetőek, illetve az általunk felhasznált adatok költségvetési előirányzatok számai (36. oldal).

Ha az egyes évek folyó kiadásai mellett elszámoljuk a beruházási kiadásokat is, akkor megkapjuk a költségvetés elsődleges egyenlegét. Ez azt mutatja meg, hogy mekkora lenne a bevételi és kiadási oldal különbsége, ha nem lenne hitelfelvételből származó bevétel és kiadás. Ennek adatait a 43. táblázat tartalmazza. A beruházási kiadások miatt az egyes években negatív lett a költségvetés elsődleges egyenlege. Ez azt is megmutatja, hogy a deficitese években a beruházásokból eredő többletkiadások mekkora összegét finanszírozták hitelből. Így itt már a már említett puha költségvetés (Kornai 2001) hatásával találkozunk. A többletkiadásokat kezdetben a hatalmas állami beruházások, majd – az adósságcsapda kialakulásával – a megnövekedett kamatterhek indokolták. Az 1973 és 1989 közötti éves költségvetési hiány is hozzájárult az államadósság fokozatos növekedéséhez.

4.4.2 Állóeszköz felhalmozás

A korszak beruházási stop-go politikája a 45. táblázatban is lekövethető, jól látszik, hogy a gazdaságpolitikai változások hogyan alakították az állami beruházási hányadot. Az első ciklusban átlagosan a bevételek 20,61 százaléka fedezte a beruházásokat. A következő ciklus első évében még ugyan hasonlóan magas volt a beruházási hányad, de a ciklus átlaga 6,48

százalékponttal csökkent. A szocializmus utolsó éveiben a radikális árfolyamváltozások robbanásszerűen növelték a kamatterheket, így a meglévő források az adósságfinanszírozásra mentek el. Ez okozta a harmadik ciklus átlagos 7 százalékos beruházási hányadát (45. táblázat).

Ha összehasonlítjuk a beruházási kiadásokat a már említett folyóegyenlegekkel, akkor megkapjuk, hogy az egyes években a beruházások hány százalékát fedezte a folyó többlet. Ha az egyes évek eredményeit megnézzük, láthatjuk, hogy mekkora az az arány, amit saját fedezetből, valamint mekkora ezen felül az az arány, amit külső forrásbevonással finanszíroztak. Ahol az érték 100 százalék fölötti, ott a teljes adott évi beruházást lehetett saját forrásból finanszírozni. Ez utóbbi azonban csak az 1983-1988-as időszakra igaz (46. táblázat).

Nem álltak rendelkezésünkre olyan szintű adatok, amelyekből meghatározható, hogy a beruházások mekkora hányadát finanszíroztak külső forrásbevonásból, és ez hogyan járult hozzá az államadósság állományának növekedéséhez.

4.4.3 A rendkívüli árfolyamváltozás

Az adósságállomány 1980-as évekbeli drasztikus emelkedése mögött rendkívüli árfolyam emelkedések álltak. A 4.3.3 pontban már említett Plaza-egyezmény Magyarország számára azért volt kedvezőtlen, mert az 1985 előtt a magas dollár kamatterhek miatt más konvertibilis devizában vették fel – például jen – a dollárban dominált hiteleket. Például egy millió dollár értékű jen hitelfelvételt követően, már a tőketörlesztés során – a yen a dollárhoz viszonyított erősödése miatt – nőttek a kiadások. A helyzetet tovább súlyosbította, hogy sok esetben az MNB az árfolyam növekedésből eredő többletkiadásokat további hitelekkel finanszírozta, mely az adósságállomány drasztikus növekedéséhez és adósságspirálhoz vezetett³¹ (Mihályi 2013).

Az adósságszolgálat bruttó értéke szinte minden évben növekedett. Az először az olajválság és a rendszerváltozás közötti időben, a felvett hitelek bruttó kamat- és tőketörlesztésének adott évi összege közel 8,4-szeresére nőtt. Az 1977 és 1980 között volt egy jelentősebb növekedés, mikor is 3 év alatt közel négyszeresére növekedett az adósságszolgálat, mely részben a második olajválságnak volt köszönhető (47. táblázat). A második olajárrobbanást követően az 1985-ös évre megduplázódott az adósságszolgálat GDP arányos terhe. 1981-et követően egyre nagyobb terhet jelentettek a törlesztések. Ennek oka

³¹ A kedvezőtlen árfolyamváltozások és csere-arányok romlásának eredménye: „Az 1973-tól 1989-ig terjedő egész időszak mérlege mindössze egy milliárdos nettó erőforrás-bevonás volt. Ennek az egymilliárdnak az ára azonban 1989-ben 22 milliárd dolláros kötelezettségben nyilvánult meg (ennyi volt az ország kamatos kamatokkal, árfolyamvesztésekkel halmozott bruttó külső adóssága)” (Szántó 2007,3.o.).

többrétű volt, részben a pazarló beruházásokkal, a kedvezőtlen árfolyamváltozásokkal és a csökkenő GDP növekedéssel magyarázható (48. táblázat).

Ha a fizetendő adósságszolgálatból kivonjuk a tőketörlesztést és a kamatok mellett fizetendő költségeket – hausse és kockázati prémium – akkor megkapjuk, hogy az adott évben mennyi volt a kamatokból eredő teher. Ez is minden évben nőtt és az adósságszolgálat egyre nagyobb hányadát adta. (47. táblázat). Az árfolyamváltozásból eredő többletkiadásokat a 8. ábra szemlélteti, mely az adósságszolgálat GDP arányos növekedését mutatja be.

4.4.4 Az adósságállomány technikai jellegű összetétele

A pénz- és tőkepiac nyitottsága jelentős mértékben hozzájárult ahhoz, hogy Magyarország gazdaságát, államadósságát a nemzetközi események és gazdasági viszonyok alakították. A korábbiakban bemutatottak alapján jól kitűnik, hogy ezek hazánk számára kedvezőtlenül alakultak, mely többszörösére növelte a kamatterheket.

Kornai (1975) *A hiány méréséről* című munkáját vettük alapul annak ismertetésére, hogy miért is volt szükség a külföldi hitelekre. Ebben a cikkben fogalmazza meg a kényszerhelyettesítésre vonatkozó gondolatait, mely szerint zárt jószágcsoportokban eltér a kínálat és a piaci kereslet (igény) összetétele. A hiány miatt az egyén nem tudja igényeinek megfelelően kielégíteni szükségleteit. Ahhoz, hogy ezt megtegye, helyettesítenie kell a hiányzó jószágot egy olyannal, mely szintén a zárt jószágcsoport része, tehát a fennálló körülmények rákényszerítik a helyettesítésre.

Ha végiggondoljuk, hasonló folyamat játszódott le a külföldi forrásbevonás esetében is. Egyrészt a hazai források szűkössége rákényszerítette hazánkat, hogy a nemzetközi pénz- és tőkepiacokról finanszírozzák többletkiadásaikat. Ez előnyös volt abból a szempontból, hogy szinten korlátlan forrás állt rendelkezésre, ugyanakkor Magyarország túlságosan ki lett szolgáltatva az árfolyam ingadozásoknak. Másrészt a hitelállomány túlzott növekedése, az árfolyamváltozásból eredő adósságnövekedés és a likviditási problémákból eredő államcsőd közeli állapotok rákényszerítették a gazdasági és politikai élet vezetőit, hogy a könnyen és gyorsan megszerezhető, rövidlejáratú, magas kamatozású és kedvezőtlen feltételű kölcsönökhöz folyamodjanak.

Jelen esetben csak a külföldi kötelezettségeket kell vizsgálat tárgyává tenni, ugyanis a rendszerváltozás előtt a forrásbevonás a külföldi kölcsönökön keresztül történt. Ahogy azt már írtuk, az államosítások révén a gazdaság bármely területén fellépő forráshiány a központi költségvetésben jelent meg. A részvénytársaságok állami kézbe kerülésével és az értéktőzsde 1948-as államosításával elhalt az értékpapírpiac. Az ötvenesek években ugyan kibocsátották

az úgynevezett békekölcsön kötvényeket, azonban ezek kiváltották a köznép ellenszenvét, így az 1956-as forradalmat követően a kormányzat felhagyott a további kötvénykibocsátással. Fordulatot az 1980-as évek hoztak. 1983-ban jelentek meg az első kötvények állami garanciavállalás mellett, ezek célja az állami vállalatok tőkeszükségleteinek kielégítése volt. A kibocsátott értékpapírok még csak elsődleges piacon forogtak, a másodlagos piac kezdetleges kialakulására 1987-ig kellett várni, de a tényleges tőzsdepiaci konszolidáció a rendszerváltozás követően történt meg.³²

Mint azt már korábban is tárgyaltuk, Magyarország 1982. május 6-án lett a Nemzetközi Valutaalap tagja. A korlátozott hitelpiaci lehetőségek, a szovjet támogatás csökkenése és a jelentős forráshiánnyal küszködő költségvetés állt a csatlakozás mögött. Elmondhatjuk, hogy hazánk csak akkor fordult a Valutaalap felé, amikor hitelre volt szüksége a fiskális problémák orvoslására (Csáki 2013). 1982 és 1988 között összesen négy alkalommal folyósítottak hitelt hazánk számára, melyek közül az 1988-as készenléti hitel kivételével mind teljes mértékben lehívásra került. Összesen 1187,4 millió SDR értékben nyújtott kölcsönt az IMF, és ezzel a szovjet esernyő összecsukását követően a magyar állam legmeghatározóbb hitelezője lett (49. táblázat).

A bruttó államadósság növekedése ijesztő eredményeket produkált. 16 év alatt 2,1 milliárd USD-ről 20,4 milliárd USD-re nőtt, ez több mint 9,5-szeres növekedés. Ez évente átlagosan több, mint 1,1 milliárd USD emelkedést jelentett (50. táblázat). Ha ebből levonjuk a külfölddel szembeni követeléseinket, akkor megkapjuk a nettó adósságállományt, melynek alakulása sem produkált biztatóbb képet. Évente átlagosan 881 millió USD növekedés figyelhető meg. 16 év alatt 805 millió USD-ről 19-szeresére, azaz 14,9 milliárd USD-re nőtt a nettó konvertibilis adósságállomány.

A második ciklusban ugyan megfigyelhető az adósságállomány stagnálása és csökkenése - mely a visszafogott állami költekezéseknek tudható be-, de ez is csak ideiglenes volt és a '80-as évek hirtelen árfolyam emelkedései tovább ismét tovább növelték az adósságállományt.

³² A tőzsde története (2010. január 18.): ECONOM.HU, Hozzáférés: 2015. október 11. Elérhető: <http://www.econom.hu/a-tozsde-tortenete/>

4. A RENDSZERVÁLTOZÁS UTÁN (1990-)

A rendszerváltozás az egypártrendszer megszüntetését, az első demokratikus választások megtartását, a korábbi állami és szövetkezeti vagyon privatizálásával a magántulajdon megerősítését, a sikertelen tervgazdaságról piacgazdaságra történő áttérést jelentette. Természetesen ez egy hosszabb folyamat, mely nem egyik napról a másikra történt, de az események többsége 1989 és 1990 között zajlott. A folyamatot fontos változások előzték meg, mint például a centrumországokkal és a nemzetközi pénzügyi szervezetekkel kialakított egyre aktívabb gazdasági kapcsolat, a gazdasági reformok eredményeként a piaci viszonyok fokozatos megjelenése vagy például a bankrendszer „továbbfejlesztése” révén a kétszintű bankrendszer visszaállítása.

Magyarország az elmúlt 25 évben jelentős gazdasági, politikai, társadalmi átalakuláson ment keresztül, melyet nem csak a belső folyamatok, de a külső hatások is alakították. A globális kapitalista rendszerbe történő visszahelyezkedést segítette elő az 1999-es NATO, majd a 2004-es EU-s csatlakozás.

5.1 Az örökölt államadósság kérdése

A rendszerváltozást követően az új kormánynak szembe kellett néznie azzal a ténnyel, hogy egy jelentős méretű adósságot örökölt. 1989-re a magyar állam több mint 20 milliárd dollár értékben halmozott fel adósságot, melynek 88,6 százaléka állam által kibocsátott kötvényekből és vállalkozói, banki befektetői csoportok együttes hitelnyújtásból eredő kötelezettségekből tevődött össze (51. táblázat). A rendszerváltozás során a hazai szakmai elit több elméletet is kidolgozott az adósságkezeléssel kapcsolatban, a legfontosabbak a következők voltak:

– Adósság-részvény csereelmélet:

Az első elképzelés Soros György nevéhez kapcsolódó adósság-részvény csereelmélet volt.³³ Az újonnan felállt Antall-kormánynak fel kellett volna függesztenie a további törlesztéseket, de ezt csak úgy tehette volna meg, ha fizetéképtelenségre hivatkozik. A moratórium rontotta volna Magyarország megítélését a nemzetközi hitelpiacokon. Az államháztartás egyenlege további hitelfelvételeket indokolt a rendszerváltozást követően is, így egy esetleges fizetéképtelenséget követően csak kedvezőtlen kamatfeltételekkel,

³³Matolcsy a következőképpen összegezte: „az új kormány hatalomra jutása után azonnal felmondja a külföldi tartozásokat, nem vállalva közzséget a múlt rendszer kötelezettségeivel. Ekkor a magyar adósság 'piaci értéke' mintegy felére, vagy még tovább esik; 10,6 milliárd dollárnyi nevesített (kormányok és pénzintézetek kezében lévő adósság) ezen a piaci áron egy Soros által vezetett pénzcsoporthoz kerül, majd az adósságot e befektető csoport 'levásárolja' a magyar államnál: adósságért cserébe állami vagyont adunk.” (Matolcsy 1998, 23. o.).

rövid lejáratral tudott volna hitelhez jutni. Továbbá az import visszaeséséhez vezetett volna, mely a reálgazdaság összeomlását idézte volna elő. A moratóriumot a Nemzetközi Valutalap és a Világbank sem nézte volna jó szemmel. Soros György azonban úgy vélekedik, hogy az elmélet bukásához annak korai kitudódása vezetett (Szántó 2009).

– Adósságátütemezés:

A hitelezőkkel történő tárgyalások során a rendszerváltozásból eredő különleges viszonyokra lehetett volna hivatkozni. Erre azonban azért nem került sor, mert – ahogy azt már korábban a 51. táblázatban is láttuk – a külföldi magyar adósság jelentős része finansziális hitelekkel állt. Mivel a kötvényekkel másodlagos piacon kereskednek, így a tárgyalások sok ezer hitelezővel folytak volna le, mindegyikkel külön-külön kellett volna megállapodást tartani. Belátható, hogy ez nem lett volna teljesíthető, a tárgyalások hírére feltehetően a befektetők is kedvezőtlenül reagáltak volna (Mihályi 2013).

– Jogfolytonosság terve:

A meglévő adósságállomány kezelésével kapcsolatban felmerült harmadik elképzelés az MNB egykori elnökének, Bartha Ferencnek a nevéhez fűződik. Ennek értelmében az újonnan létrejött kormány elfogadja az előző rendszer által felhalmozott kötelezettségeket és azok törlesztését. Továbbá kezdetét veszi a privatizáció folyamata, melynek során az állami vállalatokat társaságokká alakítják, majd a törlesztéshez szükséges külföldi tőke bevonása érdekében az állami vagyont külföldi befektetőknek adják el. Végül ezt az elképzelést fogadták el, melyet a külföldi finanszírozók a további hitelkihelyezések érdekében megköveteltek (Szántó 2009).³⁴

5.2 A 1989-es rendszerváltozás utáni gazdaság

A rendszerváltozást követő időszakot négy korszakra tagoljuk a GDP arányos államadósság alakulása alapján, melyet az 4. ábra prezentál.

Az első a transzformációs recesszió időszaka 1990-től 1994-ig, ez a gazdasági rendszerváltás okozta sokk időszaka. Ezt követően az 1995-ben elfogadott „Bokros-csomagot” és annak gazdasági hatásait vizsgáljuk 2001-ig, ez idő alatt fokozatosan csökkent a GDP arányos államadósság. Az adósságállomány ismételt elszabadulása a 2002-es évre tehető,

³⁴Negyedikként megemlíthetjük az úgynevezett „Német út” elméletet. Az elmélet Mihályi (2013) által felvázolt és elszalasztott lehetőségként jellemzett negyedik megoldás. Mihályi úgy gondolja, hogy Magyarország számára az egyetlen tényleges megoldási lehetőséget egy német adósságvállalás jelentette volna. Erre 1989 augusztusától kezdve a berlini fal leomlásáig (1989. november 9.) lett volna lehetőség, amennyiben Magyarország azzal a kéréssel állt elő, hogy a körülbelül 50 ezer keletnémet állampolgár Ausztriába történő átengedéséért, Németország teljesen vagy részlegesen vállalja át a magyar adósságot. A magyar politikai vezetés elzárkózott ennek gondolatától, így ez a korabeli lehetőségek között fel sem merült.

ekkor ismét megindult az államadósság növekedése egészen a 2010-es évig, ez az időszak a korszak harmadik intervalluma. Az utolsó rész pedig 2010-től napjainkig, ez a második és harmadik Orbán-kormány gazdaságpolitikájának időszaka.

5.2.1 A transzformációs recesszió (1990-1994)

A rendszerváltozást követő gazdasági visszaesés és az adósságráta növekedés a transzformációs recesszió időszaka. Az elnevezés Kornai Jánoshoz (1993/b) köthető, aki a posztoszocialista országokban lezajló recesszió általános okaként a következő 5 jelenséget nevezte meg:

1. Eladók piacáról a vevők piacára³⁵
2. Reálszerkezet átalakulása³⁶
3. Az új koordinációs mechanizmusok kiépülése³⁷
4. Pénzügyi fegyelem és hatékonyság kikényszerítése³⁸
5. Pénzügyi szektor fejletlensége³⁹

Ezen öt jelenségnek több makrogazdasági hatásai is voltak. Egyrészt visszaesett a beruházások volumene, az állam a nyilvánosság és elszámoltathatóság miatt nem mer beruházni. Az állami vállalatok forráshiány miatt nem tudnak, a privatizáció előtt álló cégek esetében a tulajdonváltás miatt megfagynak a beruházások. A már magánkézben lévő vállalatok beruházásaikat nem tudják a fejletlen tőkepiacról finanszírozni, szintén

³⁵ A kapitalista gazdaságban makroszintű pénzügyi egyensúly van, ez a vevők piaca, ahol az eladók versenyeznek a vevők pénzéért, a keresletet a vevők szabályozzák, a kínálat ehhez igazodik. Ezzel szemben a szocialista gazdaságban hiánygazdaság van, nincs pénzügyi egyensúly. A piaci kínálatot az eladók szabályozzák és a vevők versenyeznek a termékekért. A válság egyik oka a kínálatkorlátozott gazdaságból keresletkorlátozott gazdaságba történő váltás, mely egyben erőforrás allokációs változást is jelent.

³⁶ Az előbbiekkkel szorosan összefüggő folyamat. A piaci váltás eredményeként egyes termékek kereslete csökken, ami az árak zuhanásához vezet. Az állami protekcionizmus megszűnésével nem gazdaságos az új árakon a piacon maradni, így ezek termelése megszűnik. Ezzel párhuzamosan a korábbi hiánycikkek iránti kereslet nő. A folyamat termék-, tulajdonszerkezet és vállalati méretösszetétel változást eredményezett.

A termelés elmozdul a piacon versenyképes termékek és ágazatok felé. A tulajdonosi viszonyok a magántulajdon javára tolódtak el, emellett megjelentek vegyes tulajdonú vállalkozások. A magántulajdon ismételt megjelenése a vállalati összetételt a kis- és középvállalkozások irányába toltta el.

³⁷ A recesszió egyik oka a piaci váltásból eredő koordinációs zavarok. A változásra nem lehet egyik napról a másikra reagálni, így időbe telik, míg a szükséges jogszabályok, előírások megszületnek, az új információs rendszerek kialakulnak, a bürokratikus koordináció átalakul és a rendszer kellően átláthatóvá válik a gazdaság valamennyi szereplője számára.

³⁸ Itt ismét a puha és kemény költségvetés elméletével találkozunk. A szocializmusban puha a költségvetési korlát, vagyis az esetleges többletkiadásokért, beruházásokért az állam támogatást nyújt. Ezzel szemben a kapitalista rendszerben a magántulajdon kemény költségvetési korlátot diktál, a beruházásokhoz vagy van fedezete a cégnek vagy nincs. Ennek felismerésére és az ehhez való igazodáshoz idő kellett.

³⁹ A szocialista gazdaságban a bankrendszer alulfejlett és esetében nem is beszélhetünk igazi bankról. Egyrészt jelentkezik a már említett puha költségvetési korlát jelensége finanszírozási oldalról, ami a hitelezői kockázat felelőtlen vállalásában mutatkozik meg. Ennek kezelése szintén időt vesz igénybe. Másrészt az átmeneti időszakban még hiányoznak a tőkepiaci működést szabályozó intézmények és jogszabályok. Az előbbi kettő együttese eredményezi a bankrendszerrel szembeni bizalmatlanságot.

forráshiánnyal küzdenek. A háztartások beruházási hajlandósága pedig a lakásépítésre korlátozódott, de ezt a fizetés nem teszi lehetővé. Ahol beruházási hajlandóság volt ott forrás nem állt rendelkezésre, és fordítva. A másik változást a fogyasztás átalakulása jelentette. A korábbi központi ár- és mennyiségi szabályozás megszűnésével a fogyasztó dönti el, hogy pénzét mire költi. A kezdeti bizonytalanság és az állam által garantált jólét megszűnésével nő a háztartások bizalmatlansága, ezért tartalékokat képeznek (élet- és nyugdíjbiztosítás), illetve a háztartások megtakarítási potenciális forgótőkét jelentettek az induló vállalkozások számára. Harmadrészt csökkent az export. Ennek oka, hogy már nem a központi elvárások alakítják a külkereskedelmi viszonyokat, hanem a bel- és külföldi piacok. Negyedrészt ugyan csökkent a kiadási oldal, de a beruházások kárára (Kornai 1993/b).

5.2.2 A Bokros csomag és hatása (1995-2002)

A Bokros-csomagként ismert 1995-ös kiigazítási és stabilizációs program a magyar kormány és a központi bank együttes monetáris és fiskális politikájának összessége. Kornai *Kiigazítás recesszió nélkül (1996)* című munkájában összegzi az általa csak heterodoxnak – általánosan elfogadott, doktriner módszerek és azzal szembenelő úgynevezett unortodox gazdaságpolitikai eszközök együttese – titulált gazdaságpolitika módszereit. Véleménye szerint a „csomag” legnagyobb sikerét az jelenti, hogy sikerült elhárítani egy teljes pénzügyi, gazdasági katasztrófát, mindezt úgy, hogy közben a termelés - szerény mértékben növekedett, a munkanélküliek száma pedig stagnált. A program elsődleges célja a folyó fizetési mérleg kiigazítása, a költségvetési egyensúly helyreállítása és a külső-belső államadósság kezelése volt. Kornai (1996) a következő hat pontban összegzi a programot:

1. Csúszó árfolyam leértékelés:⁴⁰
2. Importvámptótlék⁴¹
3. Jövedelempolitika⁴²
4. Lakossági transzferek csökkentése⁴³

⁴⁰ Annak érdekében, hogy kiküszöböljék a forint névleges leértékelését követő reálfelértékelődést, és átláthatóvá tegyék az árfolyampolitikát, bevezették a csúszó leértékelést. Ennek első lépéseként 9 százalékkal leértékelték a forintot, majd egy előre rögzített százalékon minden hónapban további leértékelések történtek. Ennek eredménye, hogy a forint fontos lépéseket tett a konvertibilitás irányába, az inflációt meghaladó mértékű nominális leértékelődés miatt javult a magyar termékek versenyképessége az exportpiacokon.

⁴¹ Egyrészt a költségvetés bevételi oldalának növelése és a hazai piac erősítése érdekében 8 százalékos importvámptótlékot vezettek be. Az intézkedés célja a hazai beruházásokra és exportra alapuló növekedés támogatása volt.

⁴² Közvetlen állami beavatkozások útján csökkentették a reálbéreket. Tárgyalásokat folytattak a munkavállalók és munkaadók szervezeteivel. Az állami kézben lévő cégeknél és szervezetekben korlátozták a nominálbér emelkedését. A magánszektor munkaadói követték az állam példáját. Az akkori foglalkoztatási szint megőrzéséhez egy több mint 12 százalékos reálbér csökkenésre volt szükség.

5. Monetáris politika⁴⁴

6. A privatizáció felgyorsítása⁴⁵

Kornai (1996) szerint a sikeres stabilizációs politika leginkább az árfolyam kiigazításnak és a jövedelempolitikának köszönhető. Az 1995-ös intézkedések és a külföldi működőtőke bevonása eredményezte az 1995 és 2001 közötti makrogazdasági mutatók jelentős javulását. Mihályi (2013) szerint a privatizációs bevételeknek ebben különösen nagy szerepük volt, azonban súlyos hibaként említi, hogy 1995-öt követően a privatizációs bevételek csökkenő hányadát költötték adósságfinanszírozásra.

5.2.3 Az adósság elszabadulása (2002-2010)

Török (2012) véleménye szerint az adósságráta 2001 utáni emelkedése mögött több folyamat együttes hatása állt. Egyrészt magyarázható az akkori kormányzat extenzív költségvetési politikájával. A bevételi oldal csökkent a különböző adócsökkentések miatt, ezzel párhuzamosan a kiadási oldal nőtt. A 2002-es évet követően a lakossági transferek – elsősorban a nyugdíjkiadások – emelkedése, a közalkalmazotti béremelések és az államháztartási körben dolgozók létszámának növekedése fokozatosan növelte a költségvetés kiadási oldalát. További problémát jelentett, hogy a privatizációból származó bevételek egy részét a növekvő folyó kiadásokra költötték. A 2008-ban bekövetkezett gazdasági válság idején, a költséges gazdaságpolitika miatt Magyarország már nem tudta önerőből finanszírozni költségvetési kiadásait, a likviditási hiány kezelése érdekében hitelt vett fel az Európai Uniótól, a Nemzetközi Valutaalaptól, és a Világbanktól.

A 2004-es uniós csatlakozással Magyarországnak is meg kellett felelnie az úgynevezett konvergencia kritériumoknak. Az 1993-ban hatályba lépett Maastrichti Szerződésnek minden az Európai Unióhoz csatlakozni kívánó és már tagállamnak meg kell felelnie. A kritériumok közül most csak az államadósságra és a költségvetési hiányra vonatkozó résszel foglalkozunk. Az előírások értelmében az éves költségvetés hiánya nem haladhatja meg a GDP 3%-át. A bruttó államadósság pedig nem lépheti túl a GDP 60%-át. Az előírás alapja az a megközelítés,

⁴³Ha megnézzük az 55. táblázatban az 1996-os költségvetés bruttó egyenlegét, láthatjuk, hogy az szufficités volt. Ennek oka, hogy a 1995-ös program révén csökkent a költségvetés kiadási oldala, miközben a bevételi oldal reálértéke nem változott. E mögött a szociális jogosultságok csökkenése állt, mely korábban tabunak számított. Ilyen volt például a felsőoktatás és a fogászati ellátás teljes ingyenességének megszüntetése; a nyugdíjkorhatár felemelése; családi pótlékok, gyermekgondozási segélyek és a gyermeknevelési támogatások szigorítása.

⁴⁴ Az árfolyampolitika sikerességéhez szükség volt a megfelelő kamatpolitikára is. A magas kamatlábak biztosították, hogy a forint alapú befektetések ne kerüljenek átváltásra devizába és ne vonják ki Magyarországról.

⁴⁵ Az 1995-ös évre végbementek a privatizációs folyamatok körüli jogalkotási teendők, így 1995-re felgyorsultak a folyamatok, ami az energiaszektor, a távközlés, állami kézben lévő bankok és feldolgozóipari vállalatok privatizációját eredményezte. A privatizációból származó bevétel növekedést a 52. táblázat adatai is alátámasztják. A privatizációs bevételek elsődleges célja az adósság finanszírozása volt.

mely szerint csak a kiegyensúlyozott államháztartás képes fenntartható gazdasági növekedést biztosítani (Fenyővári 2002, Oblath 1999).

A Maastrichti Szerződés értelmében, ha egy tagállam nem felel meg a költségvetési fegyelem követelményeinek, az előírt referenciaarányokat túllépi, akkor az úgynevezett túlzott deficit eljárás (EDP-eljárás) indul ellene. Magyarország 2004. május elseji csatlakozásával a Stabilitási és Növekedési Egyezmény korrekciós szabályainak hatálya alá került. Ennek keretében már 2004-ben kezdetét vette az EDP-eljárás, mely 9 éven át tartott. Az eljárás értelmében az ECOFIN (Gazdasági és Pénzügyminiszterek Tanácsa) ajánlásokat tesz az érintett tagállamnak a költségvetési deficitjének csökkentésére, illetve megjelöli – a feltételek teljesülése esetében – az eljárás megszűnési időpontját. Az eljárás megkezdését követően nem elégséges, ha a tagállam a referenciaarányoknak csak az adott évben felel meg, a hosszú távú fenntarthatóság érdekében az előírásoknak t+2 évre vonatkozóan teljesülniük kell. Magyarország esetében 5 alkalommal történt az új ajánlástétel, mivel a negyedik EDB-ajánlásoknak sem felelt meg a tervezett államháztartási hiány, így 2012-ben szankciókat helyeztek kilátásba, mely a kohéziós alapok egy részének feltételekhez kötött felfüggesztésével járt volna. Ezen szankciók végül nem kerültek bevezetésre. A 2010-ben hatalomra került második Orbán-kormány a gazdaságpolitika elsődleges céljául Magyarország túlzott deficit eljárás alóli kikerülését tűzte ki. Ennek céljából a kormányzat úgynevezett unortodox gazdaságpolitikai eszközöket alkalmazott.⁴⁶Ez a multinacionális szektorokra vonatkozó különadók bevezetését, a Széll Kálmán tervet és a magánnyugdíjpénztári vagyoni állami kézbe történő visszaterelését jelentette(Laczkó 2015).

5.2.4 Unortodox gazdaságpolitika (2010-)

Ha megvizsgáljuk a Fidesz 2010-es választási,⁴⁷ kormányzati programját,⁴⁸ akkor láthatjuk, hogy a kormányzat eredeti gazdaságpolitikájának egyes elemei a gazdaság élénkítése érdekében növekvő állami kiadásokat és csökkenő bevételeket fogalmaznak meg. A jövedelemtermelő beruházások érdekében ez növekvő államadósságot jelentett volna. A már említett Magyarországgal szemben folytatott EDP-eljárás, és az akkori görög államadósság akkori helyzete miatt ezt az elképzelést nem támogatta az Unió. Így a 2010-ben

⁴⁶„amelynek fiskális alaptézise az volt, hogy a magyar költségvetés szerkezeti problémái elsősorban nem a túlméretezett közszolgáltatásokból, hanem az arányos közherviselés hiányából fakadna.”(Laczkó 2015, 1.o.).

⁴⁷ Matolcsy Gy. (2010): Itt az idő, hogy talpra állítsuk a magyar gazdaságot! *Nemzeti ügyek politikája* [on-line], 24-47.o., elérhetőség/hozzáférés: http://static.fidesz.hu/download/481/nemzeti_ugyek_politikaja_8481.pdf, [olvasva: 2015. október 11.].

⁴⁸ A Nemzeti Együttműködés Programja (2010. május 22.) parlament.hu, Hozzáférés: 2015. október 11. Elérhető: <http://www.parlament.hu/irom39/00047/00047.pdf>

elkezdett gazdaságpolitika szakít a választási programmal és kezdetét vette egy fiskális és monetáris téren centralizált gazdaságpolitika (Kornai 2012), melynek egyik elsődleges célja az államháztartás egyenlegének javítása. Ennek érdekében meghozott intézkedések egy része szakít az általános gazdasági doktrínákkal, ezek az úgynevezett unortodox gazdasági intézkedések. Az egyik legismertebb lépés a nyugdíjpénztári átalakítása révén létrehozott Nyugdíjreform és Adósságcsökkentő Alap, mely lényegében a nyugdíjrendszer államosítását jelentette.⁴⁹ Az így befolyt 2945,3 milliárd Ft egy egyszeri adósságcsökkentésre nyújtott lehetőséget.⁵⁰ A másik lépést az adórendszer átalakítása jelentette, melynek révén megadóztatták a bankokat és multinacionális cégeket, hogy ezáltal nagyobb szerepet vállaljanak a költségvetés finanszírozásában.

A már korábban tárgyalt konvergencia kritériumok mellett érdemes megjegyezni egy másik, a költségvetési hiány és az államadósság GDP arányos mértékét szabályozó előírást. Ez Magyarország Alaptörvénye, mely 2012. január 1-jével lépett hatályba. Az alaptörvény több pontján keresztül is a csökkenő mértékű deficitese államháztartási egyenleg kialakítására törekszik. Egyrészt az Országgyűlés nem fogadhat el olyan központi költségvetési tervezetet, melynek eredményeként az államadósság meghaladná a GDP 50 százalékát. Másrészt – amíg az arány 50 százalék fölötti – csak olyan tervezet fogadható el, mely a GDP arányos államadósság csökkenését eredményezi. Harmadrészt – az 50 százalékos küszöb meglétéig – nem vállalható olyan kötelezettség és nem vehető fel olyan kölcsön, amely az előző évi adósság/GDP arányhoz képest növekedését eredményezné (Magyarország Alaptörvénye 36. és 37. cikk). Ha összehasonlítjuk a két előírást, láthatjuk, hogy az alaptörvény egy sokkal szigorúbb 50 százalékos hiányt engedélyez, szemben a Maastrichti Szerződés 60 százalékos preferenciaarányával.

Mihályi (2013) szerint a gazdaságpolitika egyik legnagyobb ismétlődő hibája a rövid távú előnyök érdekében felvállalt hosszú távú pazarlások. Példaként hozza devizás adósságok átütetmezését és előtörlesztését, illetve az önkormányzati adósságok részleges átvállalását.

5.3 Az államadósságot kezelő intézményrendszer

A rendszerváltozás előtt az MNB egyik fontos feladata lényegében a külföldi hitelek megszerzése volt, melynek eredményeként mind az állam, mind a jegybank jelentős adósságot halmozott fel.

⁴⁹Államosítják a nyugdíjrendszert (2010.11.24.), Index.hu, Hozzáférés: 2015. október 11. Elérhető: http://index.hu/gazdasag/magyar/2010/11/24/a_fidesz_tenyleg_elveszi_a_nyugdijakat/

⁵⁰A Nyugdíjreform és Adósságcsökkentő Alap vagyonának összetétele és értéke (2015), akk.hu, Hozzáférés: 2015. október 11. Elérhető: <http://akk.hu/uploads/3wkMWO7y.pdf>

Az 1980-as években vette kezdetét a külső és belső adósság kormányzati kezelésének változása. A kétszintű bankrendszer 1987. január elsejével, a jegybank függetlensége pedig 1991-ben állt vissza. A nemzetközi gyakorlatnak megfelelően törvény tiltja a központi bank számára az elsődleges piaci vásárlást, így felszámolásra került minden olyan lehetőség, amelyen keresztül közvetlenül finanszírozhatná a költségvetést. A központi bank mellett 1995-ben létrehozták az Államadósság Kezelő Központot (ÁKK), melynek révén a belföldi adósságkezelés egy szervezet irányítása alá koncentrálódott. A külföldi adósságkezelés 1999. év végéig a Magyar Nemzeti Bank szerepköre volt, ezt a hatáskört az ÁKK vette át, így együttesen kezeli a külső és belső adósságokat. Azonban továbbra is az MNB kezeli saját külső adósságát (Botos–Schlett–Halmosi 2015).⁵¹

Az ÁKK elsődleges feladata a költségvetés forint- és devizaadósságának kezelése, megújítása és nyilvántartása. Ennek értelmében eszervezet felel az állampapírpiacon intézményrendszeréért és a szükséges források bevonásáért. Ez utóbbit a pénzügyminiszter teszi az ÁKK-n keresztül, hogy biztosítsa az éves finanszírozási igényt (Botos–Schlett–Halmosi 2015).

A jegybank szempontjából a folyamatot általában két tényezővel szokták indokolni. Az egyik indok, a már sokat emlegetett maastrichti kritériumok nemzeti deviza értékállóságára vonatkozó feltétele. Ennek alapja a költségvetési hiány közvetlen jegybanki finanszírozásának tilalma. A másik ok, hogy az adósságcseré-ügylet révén az MNB funkciói és feladatkörei a monetáris ügyletekre korlátozódtak, és az átvétellel az adósságkezelés egyetlen szerv kezében összpontosul, mely lehetővé teszi az egységes stratégiai megközelítést (Dunavölgyi 1997).

5.4 Az 1989 utáni adósság

A rendszerváltozást követően az államadósság vizsgálatakor a nemzetközi szakmai gyakorlattól átvett elemzéseket használják. Ezen statisztikai eszközök legnagyobb hátránya, hogy nem foglalkozik az adósságállomány közgazdasági vonulatával, az adósság mögött meghúzódó okokkal.

A következő elemzések során a bevett eszköztárt használjuk, így azt vizsgáljuk, hogy a rendszerváltozás óta eltelt 25 évben a jelenleg aktuális preferenciarendszereknek –

⁵¹Az adósságcseré-ügyletet úgy kell elképzelni, hogy a „külföldi devizákban meglévő nettó adósság pénzügyminisztériumi kezelésbe kerülése technikai okok miatt közvetlenül valósult meg, mert az eredeti szerződéseknek megfelelően a külföldi hitelnyújtók továbbra is az MNB-vel állnak szerződéses viszonyban, és az MNB fizeti a kamatokat és a törlesztéseket. Így a devizahitel az MNB által korábban kibocsátott 41 kötvény tükréül jött létre, kamatozása és devizaszerkezete megegyezett a kötvények kondícióival, azaz minden MNB általi külföldi kifizetést egy, a PM – Pénzügyminisztérium – általi kifizetés előz meg.” (Dunavölgyi 1997. 510.o.)

konvergencia kritériumok és alaptörvényben megfogalmazottak – mikor feleltek meg az államadósságra vonatkozó adatok.

Az államadósság GDP arányos alakulásának vizsgálatakor a KSH és az EUROSTAT adatbázisait használtam, ahol 1995-től kezdve vannak erre vonatkozóan számítások. Az azt megelőző években Mihályi (2013) számításaira támaszkodtam. Mindezek alapján azt mondhatjuk, hogy a transzformációs recesszió idején voltak a legmagasabbak az adósságráta értékei az elmúlt 25 évben. Az 1995. évtől egészen a 2001. évig csökkent a mutató értéke, mintegy 32,6 százalékponttal. Ezt követően 2011-ig ismét növekedett az arány 81 százalékgig, az utolsó három évre vonatkozóan ismét csökkenést állapíthatunk meg. A maastrichti kritériumok Magyarország 1999 és 2004 között felelt meg. Az új alaptörvény által előírt 50 százaléknak egyik évben sem, de jól látható, hogy 2012 óta folyamatosan csökken az államadósság GDP arányos hányada, így az elmúlt időszakok költségvetési törvényei megfeleltek az alaptörvényben megfogalmazottaknak (53. táblázat).

5.4.1 A korszak költségvetési egyenlege

Első körben az úgynevezett bruttó deficit alakulását mutatjuk be, ez a központi költségvetés bevételi és kiadási oldalának negatív előjelű különbözete. Az 55. táblázatban szereplő adatokhoz az 1990 és 2014 között elfogadott, a központi költségvetés végrehajtásáról szóló törvényeket és törvénytervezeteket vettük alapul. A 2015-re és 2016-ra vonatkozó adatok az elfogadott központi költségvetés előirányzatainak felel meg. A költségvetés bevétel arányos deficitese egyenlegei 1990 és 2015 között igen magasak voltak, szufficitese egyenleg mindössze 1996-ban és 2013-ban volt. A 2016-os évre elfogadott költségvetés további deficitel számolt.

Ha az 1998-as igen magas költségvetési deficitet vizsgáljuk, akkor láthatjuk a 54. táblázatában, hogy 1997-hez képest a bevételek drasztikusan csökkentek, míg a kiadási oldalon nem mutatkozott jelentősebb változás. Ebből következik, hogy az állami kiadások egy része rugalmatlan. A 2002-es és 2006-os évben párhuzamosan csökkentek a bevételek és nőttek a kiadások az azt megelőző költségvetési évhez képest. A 2005-ös a korábbi évekhez képest viszonylag alacsony, de önmagában még így is magas 8,48%-os hiány a Budapest Airport privatizációjára vezethető vissza. A 2009 és 2010-es egyenleg a kormányzat kiadáscsökkentő és bevételnövelő gazdaságpolitikájának volt köszönhető. 2010-et követően pedig a második Orbán kormány konszolidációs intézkedései látszanak meg az elmúlt 25 évhez képest viszonylag alacsony hiány arányában (Török 2012).

Mivel a kiadási oldal többek között tartalmazza az államadósság kamatterheit és az államkötvény visszavásárlást, a bevételi oldal pedig a hitelfelvételt és az államkötvény kibocsátást, így a kapott egyenleg nem teljesen alkalmas gazdasági elemzésre. Ezért volt szükséges a folyó egyenleg kiszámítása, amely a folyó bevételek és folyó kiadások különbsége. A kapott egyenlegeket elemezve megállapíthatjuk, hogy pár év kivételével a vizsgált időszakban az egyes évek folyó egyenlegei szufficitesek voltak (57. táblázat).

A további elemzés érdekében az egyes évek folyó kiadásai mellett elszámoltam a vagyon felhalmozódásra vonatkozó kiadásokat is, így megkaptam a költségvetés elsődleges egyenlegét. Ez megmutatja, hogy mekkora lenne a bevételi és kiadási oldal különbsége, ha nem lennének a hitelügyletekből származó követelések és kötelezettségek. A beruházások elszámolásával értelemszerűen csökkent a folyó egyenlegek többletei és nőttek a deficités évek hiányai (59. táblázat). Ha azonban összehasonlítjuk a bruttó, a folyó és az elsődleges egyenleget, akkor azt mondhatjuk, hogy a költségvetés bruttó egyenlegének (állandó) deficitjeiért nem a beruházások, hanem a már meglévő államadósság éves adósságszolgálatai felelnek.

5.4.2 Állóeszköz felhalmozás

Véleményünk szerint a 2004-es EU-s csatlakozás egyik legnagyobb előnyét a kohéziós alapokból finanszírozott beruházások jelentik. Az Európai Unió költségvetését főleg a tagállamok kötelező befizetéseiből finanszírozzák. A redisztribúciós folyamatok révén egyes tagállamok nettó befizetők míg mások a rendszer haszonélvezői lesznek. Magyarország az utóbbi kategóriába tartozik, vagyis minden évben az EU-s támogatások mértéke meghaladja a befizetések mértékét. A fejlesztések a nettó befizető országok állampolgárainak adójából valósulnak meg. A bevételi többletet az 5. ábra szemlélteti.

Az itthon felhasznált EU-s pénzek többsége a gazdasági- társadalmi felzárkóztatást elősegítő támogatások, ezek az úgynevezett kohéziós támogatások, melyeket az állam közvetlenül befektet például az oktatásba vagy az egészségügybe. A 2014-ben megszűnt Nemzeti Fejlesztési Ügynökség adatai alapján a csatlakozást követő első tíz évben az állami beruházások 97 százaléka donorfinanszírozott projektként EU-s pénzből valósultak meg. Ez annak köszönhető, hogy 2006-ban a Gyurcsány-kormány sikeresen elérte, hogy a 2007-2013-as EU költségvetési időszakban hazánk a második legtöbb egy főre jutó támogatást kapja. A következő költségvetési idősakra (2014-2020) a kohéziós támogatások mértéke csökkent. Az első tíz évben mintegy 5600 milliárd kohéziós támogatás folyt be, melyből 90 ezer projektet finanszíroztak. Ezek között szerepel híd-, autópálya-, metróépítés,

villamoshálózat bővítése vagy éppen tiszai víztározók és a csepeli szennyvíztisztító építése, kórházak, rendelők és iskolák felújítása.⁵²

A 6. ábra azt mutatja be, hogyan alakultak a költségvetési törvényekben megfogalmazott vagyonfelhalmozás – beruházás és felújítás – összegei. Jól látszik, hogy a vagyonfelhalmozás összege igen erősen váltakozik a különböző kormányzati időszakokban. Az egyes évek összegeinek meghatározására a költségvetési mérlegeket vettük alapul, ahol ez nem ált rendelkezésünkre, ott a beruházási és felújítási tételek összegét vettük.

5.4.3 A rendkívüli események hatásai

A rendkívüli események közé sorolható részben a rendszerváltozásból fakadó események és annak államadósságra kifejtett hatása, de ez ugyanakkor a múltbeli terhekből is eredeztethető. Ezzel a transzformációs recesszió bemutatásakor már hosszabban foglalkoztam. Így rendkívüli eseményként a 2008-as gazdasági válságot és annak hatásait emelném ki. A BUX index 2008. október 8-án 7%-ot esett, a külföldi tulajdonosok szabadulni akartak a kezükben lévő forint alapú magyar állampapíroktól. Emellé társult az euró-forint árfolyam növekedése és a magyar bankok likviditási válsága. A kialakult helyzetet csak az IMF és az EU segítségével lehetett orvosolni, így kerülhetett sor egy 10537,50 millió SDR nagyságú IMF válságkezelő mentőhitel odaítélésére. A hitelt Magyarország 17 hónap alatt 6 részletben hívhatta le, a törlesztésre vonatkozóan úgy rendelkeztek, hogy annak 2 év 3 hónap türelmi időt követően 8 egyenlő részletben kell megtörténnie, a teljes hitelösszeg lehívása esetén az összeg 5,51 százalékos kamattal kamatozott volna (Csáki 2013, Mihályi 2013, 61. táblázat).

Ezután kezdetét vették a megszorító intézkedések a költségvetés konszolidációja érdekében. A kialakult helyzetet azonban tovább fokozta a magánszektor túlköltekezése és a bankrendszer megtakarításait meghaladó hitelkihelyezései, ami a teljes nemzetgazdaság eladósodásához vezetett (Mihályi 2013).

5.5 Az adósságállomány technikai jellegű alakulása

A korábban ismertetett adatokból tudjuk, hogy a rendszerváltozás egy külföldi eladósodottság mellett ment végbe. A következőekben bemutatjuk, hogy 1989 után az államadósság finanszírozásában mekkora szerepe volt a jegybanki és a piaci forrásoknak. Illetve mekkora részben történt belső és külső források bevonása.

⁵²Eurologus (2014): *Tíz éve dől a lé.* [on-line], elérhetőség/hozzáférés: http://index.hu/gazdasag/2014/02/12/tiz_eve_dol_a_le/, [olvasva: 2015. október 12.].

5.5.1 Jegybanki finanszírozás

A rendszerváltozás utáni független jegybank létrejöttének első állomása az 1991. évi LX. törvény volt. A törvény egyrészt kodifikálta, hogy a kormány nem utasíthatja a jegybankot, ezáltal teret engedett az önálló jegybanki monetáris politika kialakításának és végrehajtásának (MNB 2001). Az államadósság szempontjából elemezve a törvényt fontos kiemelni, hogy nem tiltotta meg a költségvetés hiányának finanszírozását. Továbbra is lehetőség volt a jegybanki finanszírozásra mind rövid-, mind hosszúlejáratú hiteleken keresztül, bár az éves hitelösszeget az adott évi tervezett költségvetési bevételek három százalékában maximalizálta. A nyújtott hitelek kamatait a mindenkori jegybanki alapkamat mértékében rögzítették, kivételt képez ez alól a külföldi kötelezettségek árfolyamvesztésének fedezetére nyújtott hitelek. Ez utóbbi esetben a jegybank kamatmentes hiteleket nyújthatott a költségvetés számára.⁵³ 1994-ben a jegybanktörvény módosításával tovább szigorították a jegybanki finanszírozás kereteit. A módosítások értelmében csak rövid lejáratú hiteleket lehetett nyújtani a költségvetésnek és azokat is csak a bevételi előirányzatok kettő százalékáig.⁵⁴

A jegybanki függetlenség kialakulásában és a költségvetési hiány jegybanki finanszírozásának megszűnése szempontjából meghatározó szerepe volt az 1995-ös, Bokros-csomagként emlegetett gazdaságpolitikai programnak. Mely egyrészt bevezette a csúszó

⁵³Részlet a Magyar Nemzeti Bankról szóló 1991. évi LX. törvényből:

19. § (1) Az MNB az államháztartással finanszírozási kapcsolatot kizárólag a központi költségvetésen keresztül tarthat.

(2) Az MNB az államháztartással való hitelkapcsolatokat illetően az Országgyűlésnek felelősséggel tartozik.

(3) Az MNB a központi költségvetésnek egy évnél rövidebb és egy évnél hosszabb lejáratú hiteleket nyújthat. Az adott évben a központi költségvetésnek nyújtott hitelek állományának növekedése az év egyetlen napján sem haladhatja meg a központi költségvetés adott évi tervezett bevételeinek három százalékát. A nyújtható hitelek mértékének szempontjából figyelmen kívül kell hagyni a privatizációs bevételekből származó államadósság-csökkenést.

(4) Az MNB által a központi költségvetésnek nyújtott hitelek kamatozására a jegybanki alapkamat az irányadó.

(5) A privatizációs bevételekből legalább akkora részt, mint amelyre az MNB az állami vagyon értékesítéséhez hitelt nyújtott, az államadósság csökkentésére kell fordítani.

20. § (1) Az MNB-nek külföldi pénznemben külföldivel szemben fennálló követeléseit és tartozásait érintő, a forintnak a külföldi pénznemekhez viszonyított hivatalos, illetőleg irányadó árfolyama változtatásából eredő veszteség, illetőleg nyereség az államadósságot növeli, illetőleg csökkenti.

(2) Az (1) bekezdésben említett követeléseket és tartozásokat érintő, a forintnak a külföldi pénznemekhez viszonyított keresztárfolyama változásából eredő különbözeteket az MNB mérlegében kell elszámolni.

(3) Az (1) bekezdésben említett veszteség finanszírozására az MNB a központi költségvetésnek kamatmentes hitelt nyújt. E hitel állományát a 19. § (3) bekezdésében említett mérték szempontjából figyelmen kívül kell hagyni.

⁵⁴Részlet a 1994. évi IV. törvényből:

(4) Az MNB által a központi költségvetésnek az állami forgóalap-számla átmeneti likviditási nehézségeinek áthidalására - legfeljebb a központi költségvetés adott évi tervezett bevételeinek két százaléka erejéig - nyújtott likviditási hitel összegét a (3) bekezdésben említett mérték szempontjából figyelmen kívül kell hagyni. A központi költségvetésnek ilyen likviditási hiteltartozása egy naptári hónapban több alkalommal vagy egybefüggően, de legfeljebb 15 napig állhat fenn; a központi költségvetésnek likviditási hiteltartozása az év utolsó napján nem lehet.

leértékelő árfolyamrendszert, másrészt az 1996-os törvénymódosítással megtiltotta a jegybank számára a kormánynak történő közvetlen hitelnyújtást (Karádi 1999).

Ha megvizsgáljuk a költségvetés 1990 és 1997 közötti MNB-vel szembeni adósságállományát, akkor azt láthatjuk, hogy az 1996-os törvénymódosítás előtt csupán két esetben nőtt költségvetés jegybankkal szembeni kötelezettsége. Először 1991-ben történt meg, a növekedés mértéke 60,7 milliárd forint volt. Ez az összeg megegyezik az 1991. évi állami költségvetéséről szóló törvényben foglaltakkal, ahol a költségvetési hiány fedezetére egy 25százalékos kamatozású, 60 milliárd forint összegű, hosszú lejáratú jegybanki hitelt felvételét írják elő (1990. évi CIV. törvény). Az 1992 és 1996 közötti költségvetési években a jegybankkal szembeni kötelezettségek nagysága 226,1 milliárd forinttal csökkentek. Az 1997-es költségvetési évben 1778,2 milliárd forinttal csökkent a költségvetés Nemzeti Bankkal szembeni tartozása, mely annak köszönhető – ahogy azt már korábban bemutattuk –, hogy az államháztartás külföldi devizákban meglévő, Nemzeti Bank mérlegében megjelenő 1886,7 milliárd értékű külföldi devizákban meglévő nettó adósság a jegybank mérlegéből átkerül az államháztartás mérlegébe. Ez volt az úgynevezett adósságcsere-ügylet. Az 1997. évi költségvetéséről szóló törvény értelmében a lezajlott adósságcsere-ügylet révén az adósság a Pénzügyminisztériumhoz került (62. táblázat, Dunavölgyi 1997, 1996. évi CXXIV. törvény). Ahogy már korábban is bemutattuk, erre azért volt szükség, mert ez az államháztartás és nem a jegybank adóssága volt, mivel a kádár korszakban a jegybank vette fel a külföldi hiteleket az állam számára, így ezen tételek a jegybanki mérlegben jelentek meg.

5.5.2 Piaci finanszírozás

A következőekben a korábban már bemutatott időszaki tagolás szerint elemezzük a piaci alapú forrásbevonást.

5.5.2.1 A transzformációs recessziótól a Bokros csomagig (1990-2002)

A rendszerváltozás során a magyar állampapírpiacon lényeges változásokon ment keresztül, szerepe felértékelődött az államháztartás finanszírozásában (Lentner 2005). A rendszerváltozás korai szakaszában a tranzíciós válság jelei még nem mutatkoztak olyan erőteljesen, mint a későbbi években, ezért Magyarországnak lehetősége nyílt becsatlakozni a nemzetközi tőkeáramlásba. Külföldi forrásbevonások segítségével szerkezetileg sikerült átalakítani az ország adósságát, oly módon, hogy az államadósság növekedési üteme fokozatosan csökkent, még ezzel párhuzamosan jelentős mértékben növekedett a külföldi tőkebeáramlás (Bélyácz 1993). Ez rövidtávon javította az ország fizetési pozícióját, de a tőkebeáramlások jelentős hányada nem járult hozzá a reálgazdaság fejlődéséhez. Az *állam*

fizetési pozícióinak javulása tehát lényegében a finanszírozási kondíciók megváltozása miatt következett be, ami a jövőben fokozhatta a fennálló problémák erőteljesebb felszínre kerülését. A rövidtávú javulás azonban lehetőséget teremtett arra, hogy egyrészt állampapír kibocsátásokon, a belső megtakarítások átcsoportosításával lehessen az államadósságot finanszírozni, másrészt külső források bevonásával ipari beruházásokba kezdeni (Bélyácz 1993).

A privatizáció és a tőkebeáramlás elengedhetetlen előfeltétele volt a konszolidáció alatt csőd közeli állapotba került bankok és állami vállalatok kimentése, máskülönben nem lehetett volna rájuk vevőt találni. Olyan megoldást kellett találni, amely a bankok behajthatatlan követeléseit jó minőségű, kamatozó követelésekkel váltja fel. Ezért a kormány 1992 és 1994 között összesen 538 milliárd értékben bocsátott államkötvényeket bankok és csőd szélén álló vállalatok részére. Ezek a zárt kibocsátású konszolidációs kötvények 10 és 30 év közötti futamidővel rendelkeztek, kamatuk változó volt, a mindenkori kincstárjegyhozamhoz kötött. Azonban mivel a bankok nagy részének semmiféle tapasztalata nem volt a hitelképesség felmérésében, és az állam tulajdonosi ellenőrzése sem működött megfelelően, a jövőben újra és újra veszteségessé váltak. Ezért 1995-ben tovább folytatódtak ezek a zártkörű kibocsátások, és állományuk 1996-ra elérte az 1044 milliárd forintos csúcst. Később valamivel csökkent az ez érték, ami a lejárat előtti visszaváltásokkal volt magyarázható, de az ezredfordulón még mindig 831 milliárd forintot képviseltek ezek a kötvények (Nagy 2004).

A nem konszolidációs célt szolgáló kötvények alacsony forgalmában a változó kamatozás és az ország hosszú távú gazdasági bizonytalansága játszott leginkább közre. 1990 és 1995 között az előre be nem jelentett leértékelések a forintot jelentős spekulációs folyamatoknak tette ki a tőkepiacokon. *Ezt a be nem jelentett leértékelési kockázatot erőteljesen befolyásolta az inflációs és pénzügy-politikai bizonytalanság, melyet tovább fokozott, hogy még a rövid lejáratú kamatlábak folyamatosan csökkentek, a hosszú távú kamatlábak 1995-ig alig változtak (Kopits 1995).*

Ebből kifolyólag az 1990-es évek második feléig jelentősebb szerephez jutottak a rövid lejáratú állampapírok, melyek kezdetben a jegybank dezinflációs beavatkozásai miatt kerültek kibocsátásra. Azonban a lakosság, majd később a bankrendszer jelentős mértékben megnövekedett keresletének köszönhetően, ezek váltak a pénzpolitika egyik legfontosabb eszközévé. A rendszerváltozást követő beáramló spekulációs tőke megnövelte a gazdaság pénzkínálatát, amit a jegybank 1991-től két módon próbált ellensúlyozni. Egyrészt hetente megszervezett aukciókon, a költségvetés finanszírozási igényeihez igazodva 30, 90 és 180 napos lejáratú kincstárjegyek eladásába kezdett, másrészt árfolyam beavatkozásokkal

megnövelte a forint reálárfolyamát (Várhegyi 1993). A rendszerváltozás jelentős jövedelem differenciálódást és rövid időn belüli vagyonfelhalmozást idézett elő a lakosság körében. Ezt nagy valószínűséggel a külföldi bankokban tartott betéteket hazautalása, az üzleti bevételek lakossági számlákon történő elhelyezése és az alternatív befektetési lehetőségek hiánya idézte elő, melynek eredményeképp a megtakarítások növekedése 1990 és 1991 között megduplázódott. *A trancíziós válság következtében, még az alacsony jövedelműek is igyekeztek biztonsági tartalékokat képezni megtakarításaikból (Major 1993), de mivel a betétek utáni kamat viszonylag alacsony volt, a lakosság kincstárjegyek iránti kereslete rohamos növekedésbe kezdett.* Habár 1991-ben egy-egy aukción átlagosan egymilliárd forint értékű volt a kincstárjegy kínálat, a teljes kinnlevő állomány pedig tízmilliárd körül mozgott, a korlátozott forgalom azzal volt magyarázható, hogy 1993-ig nem alakult ki centralizált, másodlagos piac és a restriktív pénzpolitika fő eszközeként, továbbra is jegybanki hiteladagolás történt (Király 1992)(12. ábra).

A külföldi tőkebeáramlásoknak köszönhetően a bankok forrásai is bővültek. Azonban az 1992-ben létrejött csőd és banktörvény miatt a kockázaterzékenységük jelentősen megnövekedett, ezért a növekvő forrásaik ellenére csökkentek a hitelkihelyezések (Várhegyi 1993). *Ennek következtében a bankok is jelentős likviditással rendelkeztek és a lakosság mellett ők is megjelentek az állampapírpiacon, tovább növelve a kincstárjegyek iránti keresletet.* Ezt a jegybank is korán felismerte, és mivel a költségvetés közvetlen hitelfinanszírozása egyre komolyabb szabályozási korlátokba ütközött, stratégiát váltott és áttért a nyílt piaci műveletekre. 1993-tól tovább folytatta az aukciós keretek között történő kincstárjegy-forgalmazást, mely papírok állami garanciavállalás és a legtöbb külföldi állampapírnál magasabb kamatozás mellett találtak vevőre (Nagy 2004) (13. ábra). Állományuk 1990 és 1999 között 10 milliárd forintról 827 milliárd forintra növekedett, magas hozamukat pedig jól reprezentálja, hogy 1996 elején több mint 20 százalékponttal kínáltak magasabb kamatot a német kincstárjegyeknél. A törvény szerint külföldi lakos ugyan nem vásárolhatott magyar kincstárjegyet, de gyakorlatilag kerülő úton, közvetve bárki hozzájuthatott. Az érdeklődés azonban csak később, az államkötvényekkel egy időben 1998-ban támadt fel. 1997-ben még csak 4,2 százalék volt a külföldi tulajdonban lévő kincstárjegyek aránya, 2 év alatt 1999-ben ez az arány már 13 százalékra ugrott (Nagy 2004). A kincstárjegyeknek köszönhetően a belföldön megnövekedett állampapír-állomány jelentős mértékben átalakította az államadósság szerkezetét. 1990 és 1996 között a központi költségvetés bruttó tartozásainak finanszírozásán belül, melynek összértéke 69,4 százalékkal nőtt, az állampapírok szerepe 46-szorosára növekedett (Lentner 2005). *Ezek a magas*

kamatozású, rövid lejáratú kincstárjegyek olyannyira elszívták a pénzintézetek forrásait, hogy azok folyamatosan külföldről vettek fel hiteleket, hogy majd abból állampapírokat vásároljanak (Nagy 2004). A folyamat mellékhatásaként volt megfigyelhető, hogy 1993-ban a zártkörű kibocsátásokon történő értékesítések 46 százalékot tettek ki, addig ez az arány 1997-re már csak 26,8 százalékra csökkent (Lentner 2005).

1995-ben a kormány szigorú fiskális intézkedéseket vezetett be és felgyorsította a privatizációs folyamatokat. Az intézkedések hatására a rövid távú makrogazdasági mutatók elkezdtek javulni, mérséklődött a pénzügyi hiány, jobb lett az ország külső megítélése (Szeles 2005). A csúszó leértékelés pedig előre becsülhetővé és konvertibilissé tette a forint árfolyamát, mely pozitív hatással volt a tőkepiacra (Szapáry – György 1998). *Az események javították az ország hitelminősítését, mely lehetővé tette az állampapírok lejáratának meghosszabbítását.* Ezért év végén megkezdődtek a hosszabb lejáratú államkötvény-kibocsátások, melyek iránt eleinte belföldön, később 1998 elejétől külföldön is jelentős kereslet jelentkezett (Nagy 2004). Ennek az volt a magyarázata, hogy Magyarország országkockázati felára ebben az évben vált jelentősen alacsonyabbá, mint a legtöbb környező országhoz (63. táblázat).

A külföldi állampapír vásárlások volumene egészen 1998 májusáig folyamatosan növekedett, mikor elérte a közel 360 milliárd forintos állományt. Ekkor kirobbant az orosz válság, mely komolyabb törést okozott és az állomány 140 milliárd körüli értékre csökkent (Darvas – Szapáry 1999) (14. ábra). Később újra növekedésnek indult és az ezredforduló elejére meghaladta a 450 milliárdot, melyhez nagyban hozzájárult a monetáris unió létrejötte. Számos nemzetközi intézményi befektetőnél megszűnt a különböző devizákban befektetett portfóliók széttagoltsága. *Ezért a diverzifikációhoz új devizanemeket kerestek a befektetők, melyhez jó eszközként szolgáltak az uniós tagjelölt országok állampapírjai, mivel arra spekuláltak, hogy ezen országok állampapírjainak hozamai is rövid időn belül elérik az uniós szintet* (Nemescsói – Wermester 2000). A külföldi befektetők az államkötvények mellett megkezdték a kincstárjegyek közvetett, kerülő úton történő vásárlását, amit a kormány szankciókkal próbált fékezni. A külföldiek számára megtiltotta az egy évnél rövidebb lejáratú állampapírok vásárlását, és szankciókat vezetett be azokkal a bankokkal szemben, melyek repó ügyletekkel próbálták megkerülni a korlátozásokat (Darvas – Szapáry 1999), illetve megtörtént az állampapír-forgalmazás kereteinek szervezeti átalakítása és modernizálása, az úgynevezett VIBER elszámolás-technikai újításnak köszönhetően (Korányi 2005). A külföldi állampapír-állomány 1998 eleje és 2001 vége között megtízszereződött, értéke 2001

decemberében 1117 milliárd forint volt, ezzel a teljes állampapír-állomány közel 20 százalékát tette ki (ÁKK 2016/a).

A növekvő külföldi vásárlások mellett a belföldi kötvényállomány is folyamatosan növekedett az ezredforduló után egészen a válságig. Az 1997 év végi 2800 milliárdról 2001 decemberére 4296 milliárd forintra nőtt, és csak összetételében történtek nagyobb változások. Egyrészt a kincstárjegyek aránya folyamatosan csökkent az államkötvényekhez képest. 1998 végén a kincstárjegyek a belföldi állomány 38 százalékát tették ki, még 2001 elején ez az arány már csak 30 százalék volt, mely később fokozatosan tovább csökkent.⁵⁵ Másrészt jelentős átcsoportosulás volt megfigyelhető a különböző szektorok között. Az MNB birtokában lévő állomány jelentősen megcsappant a sterilizációs célokat szolgáló passzív repó ügyletek és a saját kibocsátású MNB-kötvények kibocsátása miatt. Emellett a teljes belföldi állományon belül csökkent a nem pénzügyi vállalkozások és az államháztartási szektor aránya. *Ezzel szemben megnőtt a lakosság, illetve a biztosítótársaságok és a nyugdíjpénztárak aránya melyek együttesen 1997-ben még csak a teljes belföldi állampapír-állomány 25 százalékát, ezzel szemben 2001 végén már a 40 százalékát birtokolták* (15-16. ábra). Ehhez nagyban hozzájárult a magánnyugdíjpénztár intézményének 1998-as létrejötte. A kezdetben önkéntes alapon működő rendszer célja a lakosság szabad tőkéjének a felszívása volt. A magánnyugdíjpénztárhoz tartozó munkavállaló nyugdíjjárulékából a munkáltatónak 8 százalékpontot, törvény szerint kötelezően ebbe az intézménybe kellett utalnia. A belépést később azzal ösztönözték, hogy az a pályakezdő, aki nem tagja a rendszernek, az nyugdíjba vonulásakor 25 százalékkal kevesebb nyugdíjra lesz jogosult. A magánnyugdíjpénztárak a hozzájuk utalt tőke 75 százalékát pedig állampapírokba fektették (Kun 2010).

5.5.2.2 Az adósság elszabadulása (2002-2010)

Az ezredforduló elején a magyar állam a térség egyik legmeghatározóbb állampapír kibocsátójává vált, mind belföldi, mind külföldi aspektusból. Azonban az integrációs folyamatok, a Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) létrejötte, illetve az euró bevezetése gyökeres változásokkal járt és kihívások elé állította a magyar állampapírpiacot. *Az egyes nemzeti állampapírok helyébe egységes euróbázisú piac lépett, ahol az egyes papírok értéke euróban van meghatározva. Befektetői szempontból ez az árfolyammarzsok szűkülését és a devizakockázatok zónán belüli kiesését eredményezte.* A külföldi állampapírok vételénél a befektetők által vizsgált két legmeghatározóbb tényező ezentúl az állampapír-csoport

⁵⁵A relevánsabb eredmények érdekében a számolásnál a teljes belföldi állampapír-állományból levontuk konszolidációs államkötvények állományát.

likviditása és az ország hitelminősítése lett, és javult a zónán belüli külföldi állampapírok hozzáférhetősége. Az új piaci környezet megszüntette magyar kormány kibocsátói monopolhelyzetét, és egyre inkább árelfogadóbb, versenykéesebb kibocsátásokat követelt meg, mivel egyrészt a többi állam, másrészt a nagyobb vállalatok is versenytársként jelenhettek meg a kötvénypiacon. Mivel a likviditási kockázat szerepe felerősödött, a hosszabb futamidővel rendelkező, hosszú lejáratú állampapírok másik akadályát a másodlagos piac fejletlensége jelentette (Nemescsói – Wermester 2000).

A 2000-es évek elejére csökkenni kezdtek a belföldi megtakarítások, mely leginkább a lakosság állampapír vásárlásainak csökkenésében figyelhető meg. Még 1997 és 2002 között megduplázódott a lakosság állampapír-állománya és a teljes állományon belüli arányuk is 15 százalékról közel 20 százalékra növekedett, addig 2002-től a vásárlások értéke folyamatos stagnálásba kezdett, 2007 végére pedig a lakosság már csak a teljes állomány 12 százalékát birtokolta. A külföldi befektetők államkötvény vásárlása azonban dinamikus növekedésbe kezdett miután 2001-ben a csúszó leértékelést felváltotta az inflációs célkövetés rendszere. *A két tényező együttes hatása azt eredményezte, hogy a külföldi befektetők szerepe jelentős mértékben megnövekedett az állampapírpiacon.* 2002 elején a teljes államkötvény-állományból már több mint 30 százalékot képviselt az arányuk, 2003 szeptemberére ez az arány pedig majdnem 10 százalékpontot növekedett (17. ábra). A külföldi befektetők nagy része konvergencia-befektetésként vásárolta meg a magyar államkötvényeket. Alacsonyabb áron tudták megvásárolni ezeket a kötvényeket, mint a hasonló, fejlettebb piacokon kibocsátott állampapírokat, és arra spekuláltak, hogy ha a magyar állam stabilan növekedik, a kötvények árfolyama is gyorsabban fog emelkedni, mint a fejlettebb piacok államkötvényeinek az árfolyama (Csávás – Csaba 2006). Az inflációs célkövetés elméletileg legfontosabb eleme az lett volna, hogy a jegybanki eszköztár biztosítja a piaci hozamok igazodását a meghatározott irányadó kamatlábhoz, ezen keresztül befolyásolja a hazai kamatszínvonalat és a pénzügyi szereplők viselkedését (Balogh 2009). Hangsúlyozzuk elméletileg, mivel az árfolyamsávot a 2006-os euró bevezetéséhez igazították, ami azonban nem következett be, ezért a forint árfolyama igen széles sávban mozgott és jelentős külföldi spekulációknak volt kitéve. Ennek 2003-ban vetettek véget, mikor a megnövekedett beáramló külföldi tőke a forint árfolyamát a sáv felső szélére szorította, azonban az inflációs célkövetés megkövetelte volna ennek a felső sávnak az eltörlését. *Ennek következtében a külföldi befektetők nagymennyiségben kezdtek el forintot vásárolni, és arra számítottak, hogy a sávszél valóban eltörlésre kerül és a forint tovább fog erősödni.* A jegybank azonban devizavásárlásokkal végül kiigazította az árfolyamot, sőt később az árfolyam sávot is lejjebb

tolta és kamatemelést hajtott végre, elrettentő példát statuálva a jövőbeli spekulánsok számára. A folyamat eredményeképp a külföldi befektetők nem váltották vissza a pénzüket, hanem abból kezdtek el magyar államkötvényeket vásárolni, mivel a visszaváltás és a pénz kivonása igen veszteséges opciót jelentett volna számukra (Csávás – Csaba 2006). Ennek köszönhetően 2004 végéig növekedett a külföldi államkötvény-állomány, ezt követően a növekedés megtorpant és stagnálásba kezdett, azonban folyamatosan nőtt a másodlagos piaci forgalomban betöltött külföldi szerepvállalás és a devizában denominált kötvények forgalma. Ez leginkább azzal magyarázható, hogy egyrészt csökkent a konvergencia-befektetők aránya és nőtt a rövid távú kamatnyereség elérésére törekvő befektetők aránya, másrészt a forint későbbi gyengülése devizakötvény vásárlásokra ösztönözte a befektetőket. Ezt alátámasztja, hogy 2003 és 2005 között többször is akadtak periódusok, mikor jelentősen megnövekedett az államkötvények napi árfolyam-ingadozása. *A külföldi államkötvény-állomány tehát néhány évig növekedett, mellyel lépést tartottak a belföldi vásárlások, így 2003 és 2007 között a teljes kötvényállományból a külföldi birtokban lévő arány 37 százalék körül stabilizálódott, azonban egy rövid kiigazítási periódust követően a devizakötvények aránya 18-ról 33 százalékra növekedett* (18. ábra). Ezt követően egészen a válságig, kisebb visszaesésekkel abszolút érteken is stagnálni kezdett a külföldi állomány, mivel a Standard and Poor's (S&P) nemzetközi hitelminősítő intézet, az ország költségvetési helyzetére, hosszú távú forintadósságának kockázataira hivatkozva Magyarországot leminősítette, ezzel bizalmatlanságot ébresztve a befektetőkben (Sebestyén 2014).

A válságot követően jelentős mértékben elapadtak belföldi megtakarítások, a lakosság nagy részének megnövekedtek a deviza adósságokból származó törlesztési kötelezettségei, és erőteljes kockázatkerülő magatartást folytattak. A mostani magatartás lényegesen különbözött a korábbi, 1990-es évek elején is tapasztalt kockázatkerülő magatartástól. Még a tranzíciós válság idején a rendszerrel szembeni bizalmatlanság ösztönözte a lakosságot megtakarításaik befektetésére, most az általuk korábban biztonságosnak ítélt befektetések bedőlése a jövedelmek kivonását idézte elő. Csökkent a bankok iránt érzett bizalom és visszaesett az állampapírok iránti kereslet, melynek következtében jelentős szerkezeti változás következett be 2007 és 2010 között az állampapírok tulajdonlásának tekintetében. A hiteligények jelentősen megcsappantak, ezért a bankok portfóliójuk egyre nagyobb hányadát voltak kénytelenek állampapírokban lekötni, még a lakosságnak köszönhetően egyre nagyobb szerephez jutottak a nyugdíjpénztárak és biztosító társaságok. 2007-ben a magánnyugdíjpénztárak szabályzatát úgy módosították, hogy a fiatalabb tagok számára ezentúl olyan portfóliót kell kialakítani, melyben magasabb a részvények aránya. Ebből

kifolyólag, nagyjából 50 százalékra csökkent a portfólión belüli államkötvények aránya (Kun 2010). Ez a teljes magyarországi állampapír-állomány szerkezeti összetételében és megmutatkozott, a nyugdíjpénztárak és biztosító társaságok tulajdonában lévő állampapír-állomány közel 400 milliárd forinttal esett vissza 2007 decembere és 2008 márciusa között. De később, mivel felértékelődött a lakosság számára a biztonság és a jövőbeli megélhetés biztosításának igénye, jövedelmét fogyasztás helyett hiteltörlesztésre és nyugdíjpénztári befektetésekre fordította (Kökény – Széles 2014) (17. ábra).

A külföldi állampapír vásárlásokra a nemzetközi válság korai, amerikai kirobbanását követő rövid időszak pozitív hatást gyakorolt. Ennek oka, hogy az amerikai krach következtében csökkent a világméretű pénzhiány, ezért a magyar vállalkozói szféra nehezebben jutott külföldi forrásokhoz. Ez párosult az előtérbe kerülő kockázatkerülő magatartással, ami *a forintban meghatározott pénzügyi eszközöktől elvárt hozamot megnövelte. Ez tükröződött a forint euróval szembeni gyengülésében és az állampapírok hozamának emelkedésében* (Losoncz 2008).

Később azonban, mikor a válság hazánkat is elérte a külföldi befektetőkben nagyfokú bizalmatlanság ébredt, mely az ország államadósságával és bizonytalan makrogazdasági mutatóival volt magyarázható. Az Unióhoz való csatlakozástól a válság előtti helyzetig a fejlődés trendjeit alapvetően a gazdaság belső mozgásai alakították, az előrejelzések jórészt megbízhatóak voltak. *A válságot követően, egyrészt az országra jellemző nyitott gazdaság okozta kitétségnek, másrészt az állami beavatkozásoknak köszönhetően az előrejelzések megbízhatósága drasztikusan romlott, ami a befektetőkben jelentős félelmet ébresztett* (Papanek– Petz 2014). A másik probléma a likviditási kockázat felértékelődésével állt kapcsolatban. A válságot követően a befektetők számára fontosabbá vált, hogy tőkéjükhöz minél hamarabb hozzájuthassanak és csak végső soron kelljen a hitelfelvétel eszközéhez folyamodniuk (Fazakas - Juhász 2009). Ezt a likviditást a hosszú lejáratú állampapírok azonban nem tudták biztosítani. Ennek következtében 2008 őszén a külföldi befektetők közel 1100 milliárd forint értékben vontak ki államkötvényt az állampapírpiacról. Később a gyenge kormányzati fiskális politika megítélése miatt a klasszikus válságkezelő eszközök, mint az alapkamat emelés és ezen keresztül az állampapír-piaci hozamok javulása sem térítette vissza a külföldi befektetőket az piacra (Lentner 2010) (20. ábra).

5.2.2.3 Unortodox gazdaságpolitika (2010-)

A válságot követően egyre inkább felerősödött a kommunikáció szerepe. A kormány rossz kommunikációja adott esetekben komolyan vett piaci információkká alakulhatott. Egyre

fokozottabb figyelem irányult a fiskális teljesítményre és a transzparens működésre. Az átgondolt kommunikáció, az átláthatóság és a fenntarthatóság irányelvei növelhetik a hitelességet és pozitívan befolyásolhatják a nemzetközi befektetők hangulatát. Ennek a hangulatnak egyik legfontosabb mérőszáma az úgynevezett CDS-felár, melyben 2010 közepén jelentős növekedés következett be. 200-ról 380-ra emelkedett a magyarországi érték 2010 áprilisa és szeptembere között, miközben a legtöbb környező ország 200 pont alatt tudott maradni (Török 2010) (22. ábra).

Habár ez az érték 2012 elejéig folyamatosan emelkedett, mikor elérte a 730-as történelmi csúcspontját, 2011-ben mégis visszatért a külföldi befektetési kedv Magyarországra, mikor a kormány újból jelentős mértékű dollárban és euróban denominált kötvénykibocsátásokba kezdett. 2011 végén 10,1 százalékos majd 2012-ben 8,7 százalékos hozamok mellett (ÁKK 2012). Ezt követően a hozamok folyamatosan csökkentek, illetve ezzel párhuzamosan CDS-felár is nagyrészt folyamatosan, viszont dinamikusabb csökkent, és 2014 végére elérte a 180-as szintet. Ezt követően ugyan tovább mérséklődött és körülbelül 140-es értéknél stabilizálódott, azonban a referenciahozamok ekkor sem kezdtek el stagnálni, hanem tovább csökkentek. Véleményünk szerint e két tényező változásával reprezentálható az elmúlt évek külföldi állampapír-állományának változása. Még 2011 eleje és 2013 májusa között 2380 milliárdról 5086 milliárd forintra növekedett a külföldi állam-kötvény állomány, ezt követően a CDS-felárak csökkenése mérséklődött, ezzel párhuzamosan a hozamok azonban a korábbi évekhez hasonló ütemben tovább zuhantak. Ezzel magyarázható, hogy 2014-ben és 2015-ben, ugyan nem jelentős mértékben de elkezdett csökkenni a külföldi állampapír-állomány. *Lényegében a külföldi befektetők a magas referenciahozamok miatt kezdtek el újra érdeklődést mutatni a magyar államkötvények iránt. Ezt követően pedig a kötvények iránti bizalmat a CDS-felár, referenciahozamokhoz viszonyított dinamikusabb csökkenése tartotta fent a befektetőkben. Mikor azonban ez a trend megszakadt, a külföldi befektetők érdeklődése is elkezdett csökkenni* (24. ábra). Napjainkban a külföldi tulajdonban lévő államkötvények aránya 28 százalék körül mozog, és a devizaalapú kötvények aránya is fokozatosan csökken. Még 2011-ben közel 58 százalék volt, napjainkra közel 33 százalékra csökkent, ami a rövid távú makrogazdasági mutatók javulásának és a forintba vetett bizalom erősödésével magyarázható (ÁKK 2012) (23. ábra).

A 2010-es évek helyzete erőteljesen hasonlít az 1990-es évek elejére, de még inkább az 1892-es valutareformot követő évekre, mikor a magyar államkötvények nagy része kiszorult a külföldi (akkor főleg osztrák) piacról, ezt követően pedig a külföldi befektetőknek csak egy töredéke tért vissza, ezért a kormánynak a belső megtakarítások felszívására kellett

koncentráltnia. Ezt most a jegybank két úton hajtott végre, egyrészt alacsony kamatpolitikával, másrészt a 2013-ban létrehozott Növekedési Hitelprogram segítségével. Ennek részletesebb kifejtése előtt azonban meg kell említenünk, hogy a magánnyugdíjpénztárak működtetése egyrészt folyamatosan veszteséget generált, másrészt működése korlátozta a pénztárak közötti szabad versenyt, a kormány 2010-től szabályozta a működését. Ezeknek a szabályozásoknak az lett az eredménye, hogy 2011 végére lényegében megszűnt a magánnyugdíjpénztár intézménye, és az ebből felszabaduló tőke nagy részét a kormány adósságfinanszírozásra használta fel. Ez körülbelül 1400 milliárd forint értékű állampapírt vont ki a piaci forgalomból, ezzel magyarázható 2011-ben a belföldi állampapír állomány visszaesése (19. ábra).

2013-ban bevezetésre került a Növekedési Hitelprogram, melynek során a jegybank 0%-os kamat mellett refinanszírozási hitelkeretet biztosított a hitelintézeteknek. Ebből a pénzügyintézetek korábbi hitelek kiváltására, valamint új beruházások megvalósítására, maximum 2,5 százalékos kamatláb mellett biztosítottak hitelt kis- és középvállalkozások számára (MNB2013). A vállalatok elképzeléseik megvalósításához (már ha vannak) ezt a kedvező hitelkonstrukciót választják, mivel ilyen alacsony kamat mellett nem éri meg nekik piaci alapú forrásokat keresni. További problémát jelent a bankrendszer számára, hogy bankbetétek az alacsony kamatpolitikának köszönhetően csak igen alacsony kamatot tudnak nyújtani a betétesek számára, még az állampapírok ennél magasabb hozamot biztosítanak. Ezzel magyarázható, hogy a lakosság a megtakarításainak nagy részét napjainkban is államkötvényekbe fekteti. *Az ebből levonható következtetés, hogy az alacsony kamatlábak és az NHP közvetett módon az állampapírpiacra csoportosítják át a bankok és a lakosság fölösleges likviditásait egyaránt.* Ezt jól reprezentálja, hogy a 2010-es közel 8000 milliárd forint értékű belföldi állampapír-állomány 2016 májusára több mint 14 500 milliárdra duzzadt, melyből a lakosság tulajdonosi aránya közel 25, a bankok aránya pedig 50 százalék. Ez az arány 2010-ben 8 és 41 százalék körül mozgott és 700 illetve 3500 milliárd körüli értéket képviselt. Tehát ehhez a növekedéshez közel 3000 milliárd forinttal járult hozzá a lakosság és 3700 milliárddal a bankrendszer (21. ábra, 25. ábra).

ÖSSZEGRZÉS

Dolgozatunkban első körben megvizsgáltuk az egyes korszakokban a költségvetési egyenlegeket. Mivel a bruttó költségvetési egyenleg nem nyújt közgazdaságtani szempontból kellő információt, ezért minden vizsgálati korszakban elemeztük a folyóegyenlegeket, melyhez a költségvetési törvényeket vettük alapul. A folyóhiány a monarchia idején végig igen jelentős volt, melynek finanszírozására felvett hitelek tovább gerjesztették a kötelezettségek nagyságát. A további három korszak esetében is voltak deficités évek, azonban a szufficites folyó költségvetési egyenleg volt a jellemzőbb. Itt kiemelnénk a két világháború közötti időszakot, ahol a 1924-es stabilizációt követően a restriktív fiskális politika eredménye egy erősen szufficites időszak lett. A Kádár-korszak vizsgált időszakának folyó egyenlegei is szufficitesek ugyan, de fentiekben bemutatottak alapján következtethetünk arra, hogy a költségvetési előirányzatok és a tényleges bevételek, kiadások jelentősen eltérhettek egymástól.

A monarchia idején, valamint a Kádár-korszakban végig magasak voltak az állami beruházások, melynek gazdaságélénkítő hatása is volt. Azonban – jellemzően inkább a Kádár-korszakban – mutatkoznak olyan beruházási kiadások, melyek nem járultak hozzá az ország hosszú távú jövedelemtermelő képességéhez, így ezek a pazarlás számlájára írhatóak. Párhuzamba állíthatjuk a két világháború közötti és a rendszerváltozást követő időszakot is. Ezekben az években alacsonyak voltak a költségvetés beruházási kiadásai.

Minden korszakban volt egy kezdő adósságállomány, mely lényegében az előző korok öröksége. A monarchia idején ez az osztrákoktól részlegesen átvállalt adósságállományt, a két világháború között pedig, a trianoni békeszerződést követően Magyarországra jutott monarchiabeli adósságot jelentette. A Kádár korszak elején még törlesztettek megmaradt népszövetségi kölcsönt, de a korábbi kötelezettségek jelentős részét a hitelezők veszteségként leírták (Mihályi 2013). A rendszerváltozást követően hatalmas adósságállományt örökölt meg az újonnan létrejött rendszer. Jól látható tehát, hogy Magyarország számára az eladósodás folyamata és problémája történelmi eredetű, mely közel 150 éve súlyos terheket ró a gazdaságra. Fokozatosan görgettük magunk előtt a felhalmozott adósságállományt, mely nem csökkent, hanem bővült.

Minden korszakban voltak rendkívüli események – háborúk, gazdasági válságok, árfolyamveszteségek –, melyek olyan magas kiadásokkal jártak, hogy finanszírozásuk érdekében a költségvetés számára szükségessé vált külső forrásbevonás, mely nagymértékben növelte az eladósodást. 1892-ben és 1924-ben stabilizálták a valutarendszert, mely az

adósságállomány alakulására, a pénz- és tőkepiaci lehetőségek szempontjából kedvező hatással volt. Ezzel szemben a Kádár-korszakban és a rendszerváltozást követően a valuta folyamatos leértékelődése figyelhető meg, mely növelte a külső adósságállományt.

Az adósságfinanszírozás jegybanki és piaci alapon történt az egyes korszakokban, s egyfajta ciklikusságot fedeztünk fel a korszakban. Jellemzően a korszakok kezdetén jelentősebb szerephez jutott a jegybank, később valamilyen stabilizáció folytán átvette ezt a szerepet a tőkepiac, majd a korszakok végén, a válságok által előidézett hatások miatt ismét előtérbe kerültek a jegybanki források.

A piaci finanszírozás előfeltétele a megfelelő kereslet, melyet a befektetői hangulat és a nemzetközi piaci helyzet befolyásol. Erre pozitív hatást gyakoroltak a már fentebb említett valutastabilizációk, melyek növelték a külföldi befektetők Magyarországra fektetett bizalmát, ezáltal előtérbe helyezve az adósság piaci alapon történő finanszírozását. Így még a monarchia idején és a két világháború között a valutastabilizáció előtt jelentős mértékű volt a jegybanki finanszírozás, a stabilizációkat követően a piaci finanszírozás került előtérbe. A válságok kapcsán levontuk azt a következtetést, hogy egy stabilan működő gazdaságban a nemzetközi pénzügyi válságok szintén jótékony hatást gyakoroltak az állampapírpiacra. Megtisztították a piacot, kivonták a tőkét a kockázatosabb iparágakból, mely később a kockázatkerülő magatartás előtérbe kerülésével átirányult az állampapírpiacra, ahogy ez az 1873-as tőzsdeválságot vagy az 1906-os bankválságot követően volt tapasztalható. Azonban egy kevésbé stabilan működő gazdaságban a válságok felszínre hozták a mélyebben gyökerező problémákat, ezáltal fokozva az ország sérülékenységét. Ezt tapasztalhattuk az 1929-33-as válság során, vagy a 2007-2008-as válság kapcsán. Ezek az események növelték a rendkívüli kiadásokat, ezáltal rontották az ország makrogazdasági mutatóit és bizalmatlanságot ébresztettek a külföldi befektetőkben, melynek hatására előtérbe került a belső megtakarítások felszívása. A kormány ilyen esetekben mindig nehéz helyzetben találta magát, hiszen a lakosság a korszakok túlnyomó részében alacsony megtakarításokkal rendelkezett, és ezek többnyire nehezen mobilizálhatóak voltak. Kevés sikerrel adókon és megszorításokon keresztül kísérelte meg ezt a tőkét felszívni, de rövid időn belül ismét előtérbe került jegybanki finanszírozás. A jegybank teljes körű dominanciáját a különböző globális konfliktusok, mint a világháborúk vagy a hidegháború idézték elő, melyek a globális piaci kereslet és kínálat beszűkülését, vagy teljes eltűnését okozták. A kérdés már csak az, hogy a 2008-as válságot követő intézkedések milyen hatással járnak majd a jövőre nézve. A jegybank eszköztárának folyamatos módosítása révén megvalósuló közvetett jegybanki finanszírozás az egyensúly lehetséges formája, vagy a történelem újra ismétli önmagát?