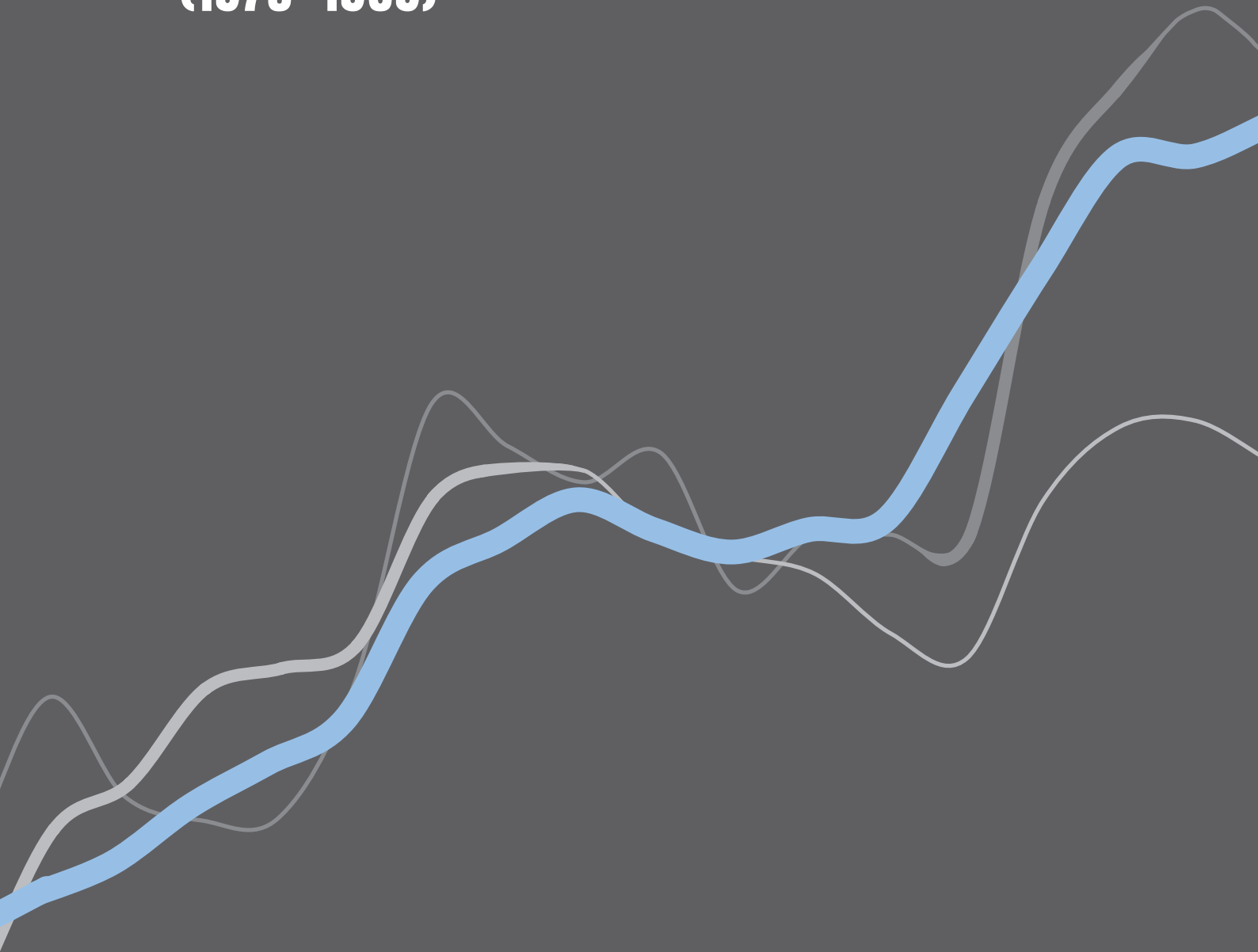


A magyar államadósság keletkezése

(1973–1989)



2016

 **PÉNZRIPORT**

www.penzriport.hu

A magyar államadósság keletkezése

(1973–1989)

2016

Szerző: Szabó Gergely
Lektorálta: Sinka Csaba
Szerkesztő: Dr. Tisljár-Szabó Eszter
Korrektor: Tasi Erzsébet
Tipográfia: Mikáczó Kamilla

2016
Pénzriport
www.penzriport.hu

© Pénzriport. Minden jog fenntartva

TARTALOM

Összefoglalás	6
Bevezetés	7
Módszertan	10
1. Vizsgálati terület lehatárolása	10
1.1. Nettó államadósság	10
1.2. Külső államadósság	10
1.3. 1973 és 1989 közötti időszak	10
2. Alkalmazott számítási módszertan	11
2.1. Nettó államadósság növekedése	11
2.2. Nettó államadósság növekedésének tényezői	11
2.3. Fiktív tételek	16
Felhasznált adatok	17
1. Jegybanki források	17
2. Piaci adatok	18
2.1. Devizaárfolyamok	18
2.2. Kamatszintek	18
3. Puha adatok	19
3.1. Adósság devizaszerkezete	20
3.2. Hitelkihelyezési veszteségek	24
3.3. 1989-es devizatartalék valódi nagysága	25
3.4. Adósságok átlagos lejáratára	27
Felhasznált adatok összefoglalása	28
Számítás	29
1. Elsődleges számítás	29
1.1. Nettó államadósság növekedése	29
1.2. Adósságállomány növekedésének tényezői	29
1.3. Fiktív tételek	36
Elsődleges számítás összefoglalása	40
2. Érzékenységvizsgálat	42
2.1. Folyó fizetési mérleg	42
2.2. Átlagos kamat	43
2.3. Árfolyamok	44
2.4. Kamatszintek	44
2.5. Devizaszerkezet	45
2.6. Lejárat szerkezet	46
2.7. Bruttó mínusz nettó állomány devizaszerkezete	46
Érzékenységvizsgálat összefoglalása	46
3. Eredmények	47
3.1. Elsődleges számítás kiigazítása	47
3.2. Számítás kiigazított eredménye, végeredmény	48

Eredmények értelmezése	49
1. Mi okozta az adósságnövekedést?	49
2. Általános narratívák vitatása	51
3. Kutatás folytatása	54
Hivatkozások	55

TÁBLÁZATOK ÉS ÁBRÁK JEGYZÉKE

1. táblázat: Jegybanki forrásból elérhető, számszerű adatok	17
2. táblázat: Devizák árfolyama a dollárral szemben	18
3. táblázat: Kamatszintek	19
4. táblázat: Devizaszerkezet	23
5. táblázat: Felhasznált adatok összefoglalása	28
6. táblázat: Nettó államadósság növekedése	29
7. táblázat: Közvetlen túlfogyasztás	30
8. táblázat: Kamatos kamatok	31
9. táblázat: Túlfogyasztás kamatai	31
10. táblázat: Közvetlen árfolyamveszteség	32
11. táblázat: Árfolyamveszteség kamatai	35
12. táblázat: Kezdeti állomány kamatai	35
13. táblázat: Közvetlen fiktív kamatnyereség	36
14. táblázat: Fiktív kamatnyereség kamatai	37
15. táblázat: Fiktív veszteség/nyereség a lejárat szerkezetben	39
16. táblázat: Lejárat szerkezet változtatásából eredő fiktív veszteség/nyereség kamatai	40
17. táblázat: Elsődleges számítás összefoglalása	41
18. táblázat: Korrigált számítás, végeredmény	48
19. táblázat: Adósságnövekedés – reálszféra vs. pénzügyi szféra	50
20. táblázat: Adósságnövekedés – korrigált reálszféra vs. pénzügyi szféra	50
1. ábra: Magyar bruttó államadósság alakulása	7
2. ábra: Svájci frank és japán jen árfolyamváltozása	34
3. ábra: Államadósság növekedésének hullámai	52

ÖSSZEFOGLALÁS

A nettó magyar államadósság 1973 és 1989 között 18,6 milliárd dollárral, a GDP 9,2 százalékáról a GDP 66,5 százalékára nőtt. Az általánosan elfogadott értelmezés – miszerint az adósság növekedésének fő oka a Kádár-rendszer túlfogyasztása és annak kamatai – több okból újragondolásra szorul.

AZ ADÓSSÁGNÖVEKEDÉS LEGFŐBB OKA: ÁRFOLYAMVESZTESÉGEK.

A jegybank az ártértékelődések szempontjából a lehető legkedvezőtlenebbül választotta meg az adósságfelvétel devizáját:

- 1973 és 1980 között a svájci frank volt a meghatározó – amelynek árfolyama két és félszeresére erősödött a dollárhoz képest;
- 1981 és 1984 között a dollárban felvett adósság aránya nőtt – viszont ebben az időszakban a dollár trendszerűen erősödött;
- 1985-től a japán jen és a német márka súlya nőtt – ezek árfolyama megduplázódott néhány év alatt.

A kedvezőtlen devizaválasztások és a veszteségek kamatai nagyságrendileg 10 milliárd dollárral növelhették az adósságot.

A jegybank fiktív kamatnyereségre tett szert olyan értelemben, hogy bár rengeteget bukott az árfolyamon, ezzel párhuzamosan nyert a kamatokon. Az alacsonyabb kamatok akár 72 százalékban kárpótolták az árfolyamveszteségeket.

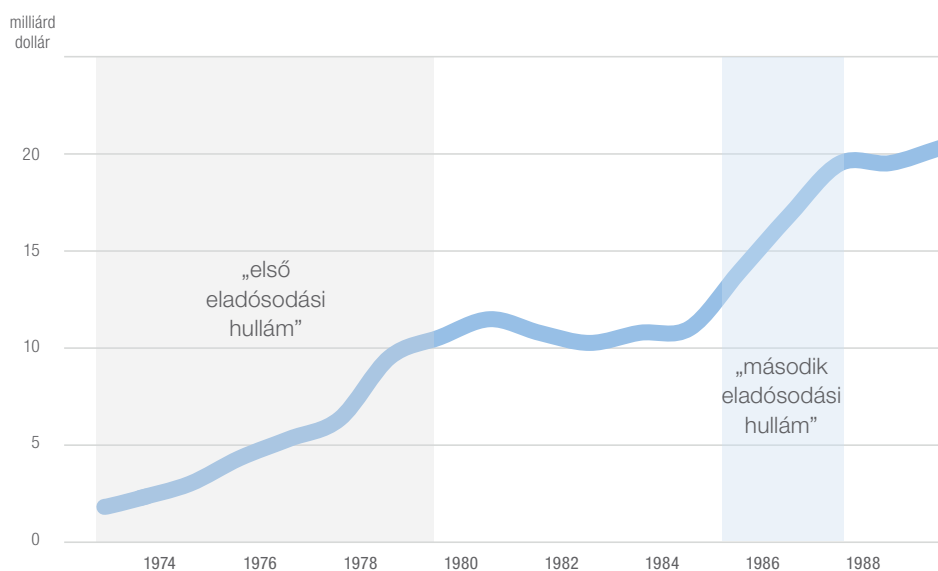
A közvetlen túlfogyasztás elenyésző volt, kevesebb, mint 1 milliárd dollár. A túlfogyasztás kamataival együtt sem több mint 4 milliárd dollár körüli értékben járulhattak hozzá az adósság növekedéséhez. Kétely merült fel bennünk az 1978-as és 1986-os fizetési mérleg adat helyességével kapcsolatban. Amennyiben kételyünk beigazolódik, úgy a teljes időszakban valójában semmilyen túlfogyasztás nem volt, sőt az ország külkereskedelmi többletben volt.

Jelentős mértékű, 3 milliárd dollárra becsült veszteség keletkezett a jegybank rossz hitelkihelyezései miatt. 2 milliárd dollárra becsültük a kezdeti (1973-as) állomány kamatait.

BEVEZETÉS

Magyarország bruttó államadóssága 2,1 milliárd dollárt tett ki 1973-ban. Az állomány 20,4 milliárd dollárra nőtt 1989-re. Még jelentősebb arányú bővülést látunk, ha nem a bruttó, hanem a valódi nettó állomány növekedését vizsgáljuk, mivel ez 0,8 milliárdról 19,4 milliárd dollárra¹ változott. A nettó államadósság GDP-arányosan 9,2 százalékról a GDP 66,5 százalékára nőtt.² Felmerül a kérdés, hogy mi okozta az államadósság ilyen mértékű növekedését az 1973 és 1989 közötti időszakban.³

A magyar bruttó államadósság 2,1 milliárd dollárról 20,4 milliárd dollárra nőtt 1973–89 között.



1. ábra: Magyar bruttó államadósság alakulása

Forrás: (MNB, 1993)

¹ A 19,4 milliárd dolláros érték az 1989-es bruttó adósságállomány (20,4 milliárd dollár) valamint a valódi tartalékok (1 milliárd dollár) különbsége. Részleteket ld. felhasznált adatok részletezése fejezet 3.3. rész.

² Az 1973-as nettó GDP-arányos adósságérték forrása: (Mihályi, 2013). Az 1989-es adat ugyanezen forrás általunk korrigált értéke, amely a bruttó GDP-arányos államadósság korrekciójából származtatja a nettó GDP-arányos adatot (69,9 százalék / 20,4 milliárd dollár × 19,4 milliárd dollár). A korrekció szükségességének oka: ld. felhasznált adatok részletezése fejezet 3.3. rész.

³ A szocializmusban felhalmozott adósság jelentős terhet rótt a rendszerváltáskori illetve az azóta eltelt időszak költségvetéseire. Az államadósság kamatai – és nem az elsődleges egyenlegek hiánya – miatt megborult költségvetési egyensúly kényszerítette az országot megszorításokra, valamint privatizációra. A szocializmus időszakából örökölt államadósságról valójában nem lehet múlt időben beszélni. A mai (2015. december) adósságállomány nagyobb része a rendszerváltáskori állományra – és nem az azóta eltelt időszak elsődleges egyenleg hiányainak kamataira – vezethető vissza. Ezen állításunkat egy következő dolgozatban kívánjuk alátámasztani. A jelenlegi (2015. december) államadósság a GDP közel 78 százaléka (ÁKK, 2015). Az ország a GDP közel 4 százalékát költi kamatkidadásokra. Ez megegyezik a teljes oktatásra fordított összeggel.

A JELENLEG URALKODÓ NARRATÍVA



A Kádár-rendszer legfőbb legitimációs bázisát egy viszonylagos jólét jelentette, amelyet a rendszer minden áron fenn kívánt tartani. Az 1973-as olajválság hatására megemelkedtek a kőolajárak. A megemelkedett kőolajárak jelentős bevételeket hoztak a kőolaj exportáló országoknak, **dollár likviditásbőség** alakult ki a világpiacon, amely kereste a helyét, és találta meg Magyarországot is. A megemelkedett kőolajárak egyúttal jelentős **cserearány-romláshoz** vezettek Magyarország külkereskedelmében. A társadalmilag népszerűtlen kiigazítás elkerülése végett a politikai vezetés inkább a növekedés fenntartását, és a külföldi kölcsönfelvételeket választotta. Így a **Kádár-rendszer túlfogyasztott**, lehetőségein túl költekezett. Az államadósság ezt követően a túlfogyasztás kamatos kamatai miatt gyorsan nőtt. 1973 és 1979 között volt az **„első eladósodási hullám”**. 1979-ben az ország már kiigazításokra kényszerült. Ezek azonban csak átmenetileg jártak sikerrel. 1985-től a vezetés újra az eladósodás mellett döntött, ezért az adósság újra növekedésnek indult, így történt meg a **„második eladósodási hullám”**.



A jelenleg általánosan elfogadott narratíva szerint az adósság gyors növekedésének az oka a Kádár-rendszer túlfogyasztása, valamint a túlfogyasztás kamatai. Ettől a nézettől részben eltérő véleményt fogalmazott meg az időszak pénzügyi és gazdasági vezetőinek egy része, lásd (Bozzai Rita, 1990). Eszerint a túlfogyasztás mellett az adósság növekedésében jelentős szerepet játszott a „pénzügyi szféra” is: kamatkiadások és „devizapolitikai okok”. Devizapolitikai okok alatt azt értették, hogy a jegybank – amely ebben az időben az adósságfelvételeket intézte – nem kizárólag dollárban, hanem más devizákban, elsősorban svájci frankban, német márkában, japán jenben adósodott el, amelyek árfolyama felértékelődött a dollárhoz képest.

A kritikusok megnyugtatójának szándékával készítette el a Magyar Nemzeti Bank a „Külső eladósodás és adósságkezelés Magyarországon” című tanulmányát 1993-ban (MNB, 1993). A tanulmány bemutatja az adósság növekedésével kapcsolatos főbb számokat és tendenciákat az 1973 és 1991 közötti időszakra vonatkozóan, és igyekszik választ adni arra a kérdésre, hogy mi okozta az adósságállomány jelentős növekedését.

A tanulmány többek között az alábbi megállapításokra jut:

- Az „erőforrás-bevonás”⁴ mindössze kevesebb, mint 1 milliárd dollárral járult hozzá az adósság növekedéséhez.
- 11 milliárd dollár kamatkiadás keletkezett.
- Egyes időszakokban árfolyamveszteségek, máskor árfolyamnyereségek keletkeztek.
- Kamatnyereségek keletkeztek az időszak nagy részében.

⁴ A jegybanki tanulmány „erőforrás-bevonás” kifejezése megfeleltethető a tőkés országokkal szembeni túlfogyasztásnak vagy a tőkés országokkal szembeni láthatatlan tételekkel korrigált külkereskedelmi hiánynak.

A tanulmány azonban számos kérdést megválaszolatlanul hagy:

- Hogyan társulhat 1 milliárd dollár túlfogyasztáshoz 11 milliárd dollár kamatkiadás?⁵
- Ha a kamatkiadás nem a túlfogyasztás kamatkiadása, akkor milyen tényezőé?
- $1+11 = 12$, miközben a valódi nettó adósságváltozás 19 milliárd dollár körül volt. Mi okozta a maradék 7 milliárd dollár növekedését?
- Pontosan mekkorák voltak az árfolyamveszteségek és az árfolyamnyereségek?
- Pontosan mekkorák voltak a kamatnyereségek és a kamatveszteségek?

A dolgozatban arra vállalkozunk, hogy megállapítsuk, hogy az általánosan elfogadott értelmezés az államadósság növekedésének okairól helyes-e.

A dolgozatban arra vállalkozunk, hogy megállapítsuk, hogy az általánosan elfogadott értelmezés az államadósság növekedésének okairól helyes-e, specifikusabban: hogy meghatározzuk, hogy milyen tényezők okozták az adósság növekedését, valamint számszerűsítsük, hogy ezek a tényezők mennyivel járultak hozzá a növekedéshez.

A dolgozat az alábbi részekből áll:

1. Módszertan
2. Felhasznált adatok
3. Számítás
4. Eredmények értelmezése

⁵ Bár az időszak elején voltak a túlfogyasztásos időszakok, és később a többletesek, ezek figyelembe vétele sem magyaráz ilyen mértékű kamatokat.

1. A VIZSGÁLATI TERÜLET LEHATÁROLÁSA

A dolgozat (1) a nettó, (2) külső államadósság növekedésével foglalkozik (3) az 1973 és 1989 közötti időszakban.

1.1. NETTÓ ÁLLAMADÓSSÁG

A bruttó államadósság leegyszerűsítve egy adott állam összes külföldi tartozása. A tartozások mellett az ország rendelkezhet követelésekkel (tartalékokkal) más országok felé. A nettó államadósság a bruttó államadósság tartalékokkal csökkentett értéke. A tartalékolás mértéke egy az adósságtól független kérdés lehet. Az ország elvileg bármikor csökkentheti a bruttó államadósságát úgy, hogy tartalékaiból visszavásárolja tartozásainak egy részét. Ezért a nettó adósság változása a releváns.

1.2. KÜLSŐ ÁLLAMADÓSSÁG

Az állam a szocializmusban kétféle adósságot halmozhatott fel:

- Belső adósságot:
 - Jegybankkal szemben (számvitelileg: a jegybank a semmiből forintot teremtett és ezt kölcsönadta az államnak, vagy ebből forint államkötvényt vásárolt);⁶
 - Hazai megtakarítókkal szemben.
- Külső adósságot.

A szocializmus alatt a belföldi magánszektor nem rendelkezett számottevő deviza megtakarítással, a külföld pedig nem rendelkezett forint megtakarítással. Ezért a belső adósság forintadósság, a külső adósság pedig devizaadósság. A kettő között nincs átjárás. A dolgozat a külső adósságra, azaz a devizaadósságra korlátozódik.

1.3. 1973 ÉS 1989 KÖZÖTTI IDŐSZAK

1973 előtt az ország leginkább belső erőből fejlődött, nem volt jelentős hitelfelvétel (MNB, 1993). Az 1973-as nettó adósságállomány mindössze 0,8 milliárd dollár volt. 1973-tól kezdődött a dinamikusabb mértékű eladósodás.

A vizsgálati időszak vége 1989. Ennek oka egyrészt, hogy ekkor történik a rendszerváltás, másrészt pedig, hogy innentől kezdve egyre inkább megjelennek olyan tételek a folyó fizetési mérlegben (például működő tőke vagy viszonzatlan átutalások), amelyek a jelen dolgozatban alkalmazott számítási módszert már nem teszik lehetővé.

Így a dolgozat az 1973 és 1989 közötti időszakot vizsgálja.

⁶ Amikor az állam a jegybanktól „kér kölcsön”, akkor leegyszerűsítve az történik, hogy a jegybank pénzt teremt a semmiből és azt odaadja az államnak. Az államnál friss pénz, így új vásárlóerő jelenik meg. A vásárlóerő-veszté-
séget pedig a megtakarítók, jelen esetben a megtakarítással rendelkező hazai magánszektor szenved el a pénz
vásárlóerejének romlása (infláció) által.

2. ALKALMAZOTT SZÁMÍTÁSI MÓDSZERTAN

A dolgozat során kiszámoljuk (1) a nettó államadósság növekedését; (2) azonosítjuk és kiszámoljuk a növekedést okozó tényezőket, illetve ezek hozzájárulását az állománynövekedéshez; (3) két fiktív tételt azonosítunk, illetve kiszámoljuk ezek mértékét.

2.1. NETTÓ ÁLLAMADÓSSÁG NÖVEKEDÉSE

A nettó államadósság növekedése az 1989-es és az 1973-as nettó állomány különbsége. Mint később látni fogjuk, a jegybank a 70-es évek közepétől kozmetikázta a nettó államadósság számait, mivel abban volt érdekelt, hogy ezt alacsonyabbnak mutassa ki. Ezért a jegybank által indikált 1989-es nettó adósságértéket nem fogadjuk el. A valódi 1989-es nettó adósságállományt úgy határozzuk meg, hogy a jegybank által közölt bruttó értékből kivonjuk a más források által közölt tartalékok értékét. Az így „szintetikususan” előállított 1989-es nettó értéket hasonlítjuk össze az 1973-as nettó értékkel.

2.2. NETTÓ ÁLLAMADÓSSÁG NÖVEKEDÉSÉNEK TÉNYEZŐI

Tényezők azonosítása

Milyen tényezők okozhatják a nettó adósság változását? A szocializmus alatt igaz volt az alábbi összefüggés:

$$\begin{aligned} \text{Nettó külső államadósság-változás} = \\ \text{tőkés országokkal szembeni tranzakciók*} + \text{külső államadósság nettó**} \\ \text{kamatjai} + \text{külső államadósság nettó** átértékelődései} + \text{egyéb, a külső nettó**} \\ \text{államadósság állományváltozását befolyásoló tételek}^7 \end{aligned}$$

* Megjegyzés: Később bemutatásra kerül, hogy a „tranzakciók” meghatározás ebben az időszakban megfeleltethető a (láthatatlan tételekkel korrigált) külkereskedelmi egyenleggel, vagy leegyszerűsítő szóhasználatban a tőkés országokkal szembeni túlfogyasztással, vagy a tőkés országokkal szembeni erőforrás-bevonással.

** Megjegyzés: a nettó megjelölés azt tükrözi, hogy mind a külső bruttó államadósság, mind a tartalékok vonatkozó értékeit figyelembe kell venni.

Némi tisztázásra szorulnak az előjelek.

Nettó külső államadósság-változás: az adósság növekedése esetén az előjel pozitív.

Tőkés országokkal szembeni tranzakciók: a külkereskedelmi egyenleg és a túlfogyasztás előjelei épp ellentétesek egymással. Amikor a külkereskedelmi egyenleg mínuszos, azaz hiány van, akkor a túlfogyasztás pozitív érték. Az egyenletben a külkereskedelmi hiány negatív, a túlfogyasztás pozitív előjellel szerepel.

Külső államadósság nettó kamatai: a kamatkiadások pozitív előjellel szerepelnek.

Külső államadósság nettó átértékelődései: az adósság állományát növelő veszteségek, például árfolyamveszteségek, pozitív előjellel szerepelnek.

Egyéb, a külső nettó államadósság állományváltozását befolyásoló tételek: veszteségek, amelyek eredhetnek például nem teljesítő követelések leírásából, pozitív előjellel szerepelnek.

⁷ Például adósság-elengedés vagy adósság-leírás.

Számításunkban jellemzően az alábbi változásokat vizsgáljuk:

$$\begin{aligned} \text{Nettó külső államadósság növekedése} = \\ \text{tőkés országokkal szembeni túlfogyasztás} + \text{külső államadósság nettó} \\ \text{kamatkiadásai} + \text{külső államadósság nettó átértékelődési veszteségei} \\ + \text{egyéb, a külső nettó államadósság állományt növelő tételek} \end{aligned}$$

Ez az egyenlet levezethető a külfölddel szembeni befektetési pozíció összefüggéseiből:

„Két időpont között az [külfölddel szembeni befektetési pozíció] állományok értékében bekövetkező változásokat meghatározzák (1) a tranzakciók, ezeket mutatja a fizetési mérleg pénzügyi mérlege, (2) az átértékelődés (devizaárfolyam-változás, árváltozás) és (3) az egyéb állományváltozások (pl. követelések leírása).” (MNB F., 2012)

Azaz:

$$\begin{aligned} \Delta \text{ külfölddel szembeni befektetési pozíció} = \\ \text{pénzügyi mérleg} + \text{átértékelődések} + \text{egyéb állományváltozások} \end{aligned}$$

A pénzügyi mérleg megegyezik a folyó fizetési mérleg, valamint a tőkemérleg összegével, ellentétes előjellel.

Azaz:

$$\text{Pénzügyi mérleg} = - (\text{Folyó fizetési mérleg} + \text{Tőkemérleg})^8$$

Így:

$$\begin{aligned} \Delta \text{ külfölddel szembeni befektetési pozíció} = \\ - (\text{folyó fizetési mérleg} + \text{tőkemérleg}) + \text{átértékelődések} \\ + \text{egyéb állományváltozások} \end{aligned}$$

A zárt szocialista gazdaságnak számos olyan sajátossága van, ami miatt az egyenlet tovább egyszerűsödik, illetve a teljes gazdasággal szembeni fogalmakat korlátozhatjuk az államra:

- A szocializmus alatt a (jegybankkal konszolidált) állami szektor mellett semmilyen más szektor nem rendelkezett külföldi pénzeszközökkel, illetve más külföldi befektetésekkel. Emellett külföld nem rendelkezett jelentősebb mértékű hazai pénzeszközökkel vagy más hazai befektetésekkel a külső államadósságot leszámítva. Ezért:

$$\begin{aligned} \text{Külfölddel szembeni befektetési pozíció} = \\ \text{Állam külfölddel szembeni befektetési pozíciója} = \\ \text{Bruttó államadósság} - \text{tartalékok} = \\ \text{Nettó államadósság} \end{aligned}$$

⁸ Nem számolunk „Tévedések és kihagyások” tétellel.

- A folyó fizetési mérleg (külkereskedelmi egyenleg⁹ + jövedelmek + viszonzatlan átutalások) a szocializmus alatt megegyezik a külkereskedelmi egyenleg¹⁰ értékével, valamint az államadósság illetve devizatartalékok kamataival. Ez utóbbi két tételt, azaz az államadósság kamatait mínusz a devizatartalék kamatait együtt nettó kamattehernek hívjuk. A folyó fizetési mérlegből azért esnek ki tételek, mert a szocializmus alatt nem volt az államadósság, valamint a devizatartalékok kamatain túl más jelentős jövedelemtranszfer, sem jelentős mértékű viszonzatlan átutalás (MNB, 1993). Ezért:

$$\text{Folyó fizetési mérleg} = \text{külkereskedelmi egyenleg}^{11} + \text{nettó kamatteher}$$

Tisztázzuk itt is az egyenletben szereplő tételek előjeleit:

Folyó fizetési mérleg: a folyó fizetésimérleg-többlet pozitív, a fizetésimérleg-hiány negatív előjellel szerepel.

Külkereskedelmi egyenleg: a külkereskedelmi többlet pozitív, a hiány negatív előjellel szerepel. (*Túlfogyasztás* = Külkereskedelmi egyenleg ellentétes előjellel.)

Nettó kamatteher: a kamatkiadások negatív előjellel szerepelnek.

$$\text{Túlfogyasztás} = \text{Folyó fizetési mérleg hiánya} - \text{nettó kamatkiadás}$$

A számításunk során az egyenletet az alábbi formákban használjuk:

$$\text{Folyó fizetési mérleg hiánya} = \text{túlfogyasztás} + \text{nettó kamatkiadás}$$

$$\text{Túlfogyasztás} = \text{Folyó fizetési mérleg hiánya} - \text{nettó kamatkiadás}$$

valamint:

$$- \text{Folyó fizetési mérleg} = \text{túlfogyasztás} + \text{nettó kamatkiadás}$$

- A szocializmus alatt a tőkemérleg értéke nulla.
- A szocializmus alatt az átértékelődések, valamint az egyéb állományváltozások a bruttó államadósság, valamint a devizatartalékok értékeire korlátozódnak, mivel nincs a hazai magánszektorban külföldi befektetés, sem a külföldnek hazai befektetése az államadósságot leszámítva. Azaz:

$$\text{Átértékelődések} = \text{bruttó államadósság és devizatartalékok átértékelődései}$$

$$\text{Egyéb állományváltozások} = \text{bruttó államadósság és devizatartalékok egyéb állományváltozásai}$$

⁹ Kiegészítve a láthatatlan tételekkel, például idegenforgalom, szállítás stb.

¹⁰ szintén korrigálva a láthatatlan tételekkel

¹¹ szintén korrigálva a láthatatlan tételekkel

Ezért:

$$\Delta \text{ nettó külső államadósság} = \text{tőkés országokkal szembeni külkereskedelmi egyenleg}^{12} + \text{külső államadósság nettó kamatai} + \text{külső államadósság nettó átértékelődései} + \text{bruttó államadósság és tartalékok egyéb változásai}$$

Leegyszerűsítve:

$$\text{Nettó államadósság növekedése} = \text{túlfogyasztás} + \text{kamatok} + \text{árfolyamveszteségek} + \text{hitelkihelyezési veszteségek}$$

Ezen túlmenően nem elégszünk meg annyival, hogy „kamatok”, hanem tudni akarjuk, hogy milyen tényezőknek a kamatai. Tesszük ezt mindazért, hogy a kamatokat végül szét tudjuk bontani és a vonatkozó kamatnövekményt az eredeti kiváltó okozójukhoz tudjuk rendelni. A kamatokon belül az alábbi kategóriákat különböztetjük meg:

- túlfogyasztás kamata
- árfolyamveszteségek kamata
- kezdeti állomány kamata
- hitelkihelyezési veszteségek kamata

Így a keresett értékek, amelyekre a számítást szükséges elvégezni, az alábbiak:

- Túlfogyasztás
 - Közvetlen túlfogyasztás
 - Túlfogyasztás kamatai
- Árfolyamveszteség
 - Közvetlen árfolyamveszteség
 - Árfolyamveszteség kamatai
- Kezdeti állomány kamatai
- Hitelkihelyezési veszteségek
 - Közvetlen hitelkihelyezési veszteségek
 - Hitelkihelyezési veszteségek kamatai

+ Túlfogyasztás (közvetlen és kamatai)
+ Árfolyamveszteség (közvetlen és kamatai)
+ Kezdeti állomány kamatai
+ Hitelkihelyezési veszteségek (közvetlen és kamatai)
= Nettó államadósság növekedése

Vizsgált időszak

A bemutatott összefüggésnek (nettó államadósság növekedése = túlfogyasztás + kamatok + árfolyamveszteségek + hitelkihelyezési veszteségek) igaznak kellene lennie úgy egy adott évre, mint egy bármilyen választott időperiódusra.

Valójában a vizsgált időszak alatt nem elég pontos az adatszolgáltatás ahhoz, hogy az egyenlőséget év/év alapon meg tudjuk kapni. Ennek okai lehetnek:

- Az árfolyamveszteségek (átértékelődések) elszámolása nem feltétlenül az adott évben történt;
- Kozmetikázás van a tartalékra – és így a nettó adósságra – vonatkozó számokban;
- Nem tudjuk, mikor történtek a rossz hitelkihelyezések;
- Az adatokat utólag, a rendszerváltáskor rekonstruálták, vélhetőleg nem pontosan.

A vizsgált értékeket az egész időszakra vonatkozóan keressük.

¹² szintén korrigálva a láthatatlan tételekkel

Kiegészítés egyes tényezők kiszámolásához

További magyarázatot igényelnek egyes tételek.

Árfolyamváltozás

Az adósságot egy adott devizában tartjuk nyilván. A rendszerváltás előtti időszakban ez a dollár volt. Viszont az adósság egy része nem dollárban volt, hanem más devizákban, például svájci frankban, német márkában vagy japán jenben. Amikor ezeknek a devizáknak az árfolyama megváltozik a dollárhoz képest, akkor az adósságok dollárban számított értéke is megváltozik. Ha a deviza erősödik a dollárhoz képest, akkor az adósságok nőnek dollárban számolva, ha a deviza gyengül, akkor az adósságok csökkennek. Az árfolyamvesztést úgy értelmezzük, hogy mennyivel nőtt meg az államadósság ahhoz képest, mintha a jegybank az adósságokat dollárban vette volna fel.

Az adósság egy része nem dollárban volt, hanem más devizákban, például svájci frankban, német márkában vagy japán jenben. Ha a deviza erősödik a dollárhoz képest, akkor az adósságok nőnek dollárban számolva, ha a deviza gyengül, akkor az adósságok csökkennek.

Kamatok

Az egyes tételekhez (például túlfogyasztás) tartozó kamatok kiszámítása:

- Kiszámoljuk az adott tétel egyes évre vonatkozó közvetlen hozzájárulását az államadósság növekedéséhez.
- Kiszámoljuk az egyes évhez tartozó kamatos kamatokat.¹³ A kamatszámítás alapja az államadósság éves átlagos kamata.¹⁴
- Majd összeszorozzuk az egyes évek közvetlen hozzájárulását a vonatkozó év kamatos kamat értékével, így megkapjuk minden évre vonatkozóan, hogy az adott tényező kamatos kamatai mennyivel járultak hozzá az adósság növekedéséhez.
- Végül az egyes évek értékeit összeadjuk, így megkapjuk, hogy egy adott tényező kamatos kamatai a teljes időszakot nézve mennyivel járultak hozzá az adósság növekedéséhez.
- Miután megkaptuk az egyes tételek kamatkiadásait, azokat társítjuk az adott tényező közvetlen hozzájárulásával. Így megkapjuk, hogy az adott tényező összesen (közvetlenül, valamint a közvetlen hozzájárulás kamatos kamataival együttesen) mennyivel járult hozzá az adósság növekedéséhez.

¹³ A kamatos kamatok kiszámítása úgy történik, hogy összeszorozzuk az összes, 1989-ig hátralévő év kamatait. Formailag: ha a kamat 10 százalék, akkor az 1,10 értéket szorozzuk. Végül a kapott szorzatból kivonunk egyet, hogy csak a kamatos kamatok maradjanak, a kezdeti tőke értéke ne.

¹⁴ Némileg leegyszerűsítve, azt feltételezzük, hogy az adósságok tőke- és kamattörlesztése egy tételben, a lejáratkor történik. Éves kamatok, kuponok számításba integrálása túlzottan bonyolítaná a számítást. Véleményünk szerint a leegyszerűsítés nem okoz jelentős eredménybeli változást.

2.3. FIKTÍV TÉTELEK

Eddig ott járunk, hogy kiszámoltuk a nettó adósság változását és hogy egyes tényezők mennyivel járultak hozzá a nettó államadósság növekedéséhez. Így meg tudjuk válaszolni azt a kérdést, hogy milyen tényezők hatására nőtt meg az állomány, és hogy egyes tényezők mennyivel járultak hozzá a növekedéshez.

Azonban a kutatást kibővíthetjük, és feltehetjük azt a kérdést, hogy mekkora lett volna a növekedés alternatív forgatókönyvek esetén. Így nem csupán azt válaszoljuk meg, hogy mennyivel nőtt az adósság, hanem azt is, hogy mennyivel nőtt az adósság ahhoz képest, mintha a jegybank máshogyan döntött volna. Két ilyen fiktív tétel számítását végezzük el:

- Fiktív kamatnyereség
- Fiktív veszteség a lejárat szerkezet változtatásán

Fiktív kamatnyereség

Némileg előremenne: mint látni fogjuk, a jegybank jelentős árfolyamveszteségeket szenvedett el devizaválasztásain. Azonban a történet része, hogy a jegybank jellemzően alacsony kamatozású (de felértékelődő) devizákat választott, azaz veszített az árfolyamon, de nyert a kamatokon.

Ahhoz, hogy árnyaltabban megítélhessük a jegybank devizaválasztásainak eredményét, nemcsak az árfolyamveszteségeket kell számszerűsíteni, hanem a kamatnyereségeket is. A kamatnyereséget ahhoz képest mérjük, mintha a jegybank kizárólag dollárban vette volna fel az adósságot.

Ahhoz, hogy árnyaltabban megítélhessük a jegybank devizaválasztásainak eredményét, nemcsak az árfolyamveszteségeket kell számszerűsíteni, hanem a kamatnyereségeket is.

Fiktív veszteség a lejárat szerkezet változtatásán

Szintén némileg előremenne: a jegybank változtatott az adósságok lejárat szerkezetén. Azt is szeretnénk megvizsgálni, hogy mennyiben befolyásolta az adósság változását a lejárat szerkezetben történt módosulás ahhoz képest, mintha nem változtatott volna a lejárat szerkezetén.

FELHASZNÁLT ADATOK

A számításhoz felhasznált adatok nem elérhetők egy adatbázisból. Mint látni fogjuk, a szükséges értékek több esetben csak jelentős kutatómunka árán szerezhetők meg, és ezek egy része részletes magyarázatra szorul. Ezért a dolgozaton belül külön fejezetet szántunk a felhasznált adatok forrásainak bemutatására.

A számítás elvégzéséhez szükséges adatok három típusba sorolhatók:

1. Jegybanki forrásokból elérhető, számszerű adatok
2. Piaci adatok
3. Puha adatok

Az adatforrások bemutatása:

A számítás elvégzéséhez szükséges adatok három típusba sorolhatók:

1. Jegybanki forrásokból elérhető, számszerű adatok
2. Piaci adatok
3. Puha adatok

1. JEGYBANKI FORRÁSOK

A számításhoz szükséges, 1973–1989 közötti időszakra vonatkozó adatok egy része elérhető jegybanki forrásokból (MNB, 1993). Az alábbi mutatók állnak így rendelkezésre:

1. Bruttó államadósság
2. Nettó államadósság
3. Folyó fizetési mérleg
4. Átlagos nettó kamatteher
5. Átlagos kamat

1. táblázat: Jegybanki forrásból elérhető, számszerű adatok

		1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Bruttó adósság	m USD	2 118	2 861	4 199	5 214	6 253	9 468	10 507	11 455	10 740	10 216	10 745	10 983	13 955	16 907	19 584	19 602	20 390
Nettó adósság	m USD	805	1 338	2 000	2 618	3 580	6 141	7 123	7 571	7 477	7 267	6 994	6 549	8 046	10 688	13 683	13 966	14 900
Folyó fizetési mérleg	m USD	53	-617	-567	-499	-853	-1 480	-824	-733	-698	-299	71	67	-847	-1 495	-876	-807	-1 437
Átlagos nettó kamatteher	m USD	85	116	182	106	164	252	460	863	967	1 118	758	815	833	963	987	1 077	1 387
Átlagos kamat	%	1,7	1,7	1,7	4,6	5,3	5,6	7,1	12,1	12,9	14,1	10,0	11,6	9,0	9,7	8,2	7,6	9,2

* Nem elérhető az 1973 és 1974-re vonatkozó átlagos kamat. Ezekre az évekre az 1975-ös értékkel számolunk.

* Az 1975-ös (és így az 1973-as és 1974-es) átlagos kamat érték kiugróan alacsony. Nem vagyunk meggyőződve arról, hogy ez(ek) az értékek helyesek. Az Érzékenységvizsgálat fejezetben megvizsgáljuk, hogy mennyivel befolyásolja a végeredményt az értékek 5 százalékra történő módosítása.

2. PIACI ADATOK

A számításokhoz szükségesek piaci adatok:

1. Devizaárfolyamok
2. Kamatszintek

2.1. DEVIZAÁRFOLYAMOK

A számításhoz az alábbi devizapárok árfolyamai szükségesek:

1. svájci frank vs. amerikai dollár
2. német márka vs. amerikai dollár
3. japán jen vs. amerikai dollár

Ezek forrása a Bloomberg hírügynökség által közölt napi záróárak éves átlaga.

2. táblázat: Devizák árfolyama a dollárral szemben

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Svájci frank	3,82	3,17	2,98	2,58	2,50	2,40	1,79	1,66	1,68	1,96	2,03	2,10	2,35	2,45	1,80	1,49	1,46	1,64
Német márka	3,19	2,67	2,59	2,46	2,52	2,32	2,01	1,83	1,82	2,26	2,43	2,56	2,85	2,94	2,17	1,80	1,76	1,88
Japán jen	303	271	292	297	296	268	211	219	227	221	249	238	238	238	168	145	128	138

2.2. KAMATSZINTEK

Nem áll rendelkezésre az összes hitelfelvételre vonatkozó devizakamat-különbözet. Azonban reális azt feltételezni, hogy bármely devizát is választja a jegybank, a számára elérhető kamat egyenlő az adott deviza egy referenciakamatjával, valamint egy országkockázati felárral. Tekintve, hogy nincs ok arra, hogy az országkockázati felár más devizában más legyen, így megtudhatjuk, hogy mennyi lehetett a kamatkülönbözet, ha a devizák referenciahozamait összehasonlítjuk.

A számításhoz az alábbi devizák referencia kamatszintjei szükségesek:

- amerikai dollár
- svájci frank
- német márka
- japán jen

Referenciaként az adott devizák alapkamata, illetve a bankközi kamatláb jöhet szóba. A számoláshoz az alapkamatokat hasonlítottuk össze, részben abból a gyakorlati megfontolásból, hogy ezek az adatok hozzáférhetők hiteles forrásból: az adott jegybankok honlapjáról. Az alapkamatok és a bankközi kamatok trendszerűen együtt mozognak, ezért feltételezzük, hogy a választás nem okoz jelentős eredménymódosulást.

Az alapkamat-értékek elérhetők a vonatkozó jegybankok honlapjain, azaz a FED (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2015), Svájci Nemzeti Bank (Schweizerische Nationalbank, 2015), Német Szövetségi Bank (Deutsche Bundesbank, 2015) és a Bank of Japan (Bank of Japan, 2015) honlapján belül a hivatkozott lapokon.

További magyarázatot igényel, hogy mit hasonlítunk össze, ugyanis az „alapkamat” nem mindenhol feltétlenül ugyanazt jelenti. Jellemzően az alapkamat három dolgot jelent:

- a jegybank által egy irányadó jegybanki eszközre adott kamat („alapkamat”)
- a jegybanknál elhelyezett betétre adott kamat (kamatfolyosó alja)
- a jegybanki kölcsön kamata (kamatfolyosó teteje).

Míg az amerikai és a japán jegybank esetében az irányadó eszközre adott kamat elérhető az 1973 és 1989 közötti időszakot illetően, addig a német és a svájci jegybank esetében a kamatfolyosó aljára és tetejére vonatkozó adatok elérhetők. Ezek átlagának értékét feleltettük meg ottani „alapkamatnak”.

Az amerikai, a svájci és a japán jegybank honlapján az éves átlagok közvetlenül elérhetők (Federal Reserve Bank of St. Louis, 2015) (Schweizerische Nationalbank, 2015) (Bank of Japan, 2015). A német jegybank honlapján havi záró értékek találhatóak, ezeket alakítjuk át éves átlaggá (Deutsche Bundesbank, 2015). Feltételezzük, hogy az alapkamatok havi záró értékei nem térnek el jelentősen a havi átlagértékektől. Ezek alapján az éves átlagos kamatszintek a következők:

3. táblázat: Kamatszintek

		1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Amerikai dollár	%	8,73	10,50	5,82	5,05	5,54	7,93	11,19	13,36	16,38	12,26	9,09	10,23	8,10	6,81	6,66	7,57	9,22	8,10
Svájci frank	%	4,88	5,75	3,50	2,50	2,00	1,50	2,50	3,50	6,50	5,25	4,75	4,75	4,75	4,75	3,25	4,50	8,94	8,50
Német márka	%	7,25	7,83	5,02	4,00	3,83	3,25	5,02	8,06	8,25	7,60	4,75	4,90	5,02	4,54	3,94	3,88	5,92	7,04
Japán jen	%	5,76	9,00	7,98	6,50	5,15	3,65	4,64	8,07	6,42	5,50	5,40	5,00	5,00	3,70	2,57	2,50	3,06	5,29

3. PUHA ADATOK

Az alábbi, a számításhoz szükséges adatok nem állnak számszerűleg rendelkezésre:

1. Adósság devizaszerkezete
 - nettó állomány devizaszerkezete
 - bruttó mínusz nettó állomány (vs. tartalékok) devizaszerkezete
2. Hitelkihelyezési veszteségek
3. 1989-es devizatartalék nagysága
4. Adósság átlagos lejárata

Bár számszerű adatok nem állnak rendelkezésre, hiteles források – jegybanki írások és az időszak pénzügyi vezetői által adott korabeli interjúk – iránymutatást adnak ezen értékekre vonatkozóan. Nem számszerű, „puha” forma például: „kevesebb, mint 1 milliárd dollár”, „döntő részben”, „nagyjából egyenlő arányban”.

Természetesen jobb lenne, ha a kemény adatok rendelkezésre állnának minden esetben, de – véleményünk szerint – a puha adatokkal való számolás megfelelő arra, hogy a főbb tendenciák kirajzolódjanak.

A puha adatok számszerű formára változtatása minden esetben magyarázásra kerül.

3.1. ADÓSSÁG DEVIZASZERKEZETE

A jegybank nem tette nyilvánossá az adósság pontos devizaszerkezetét az 1973 és 1989-es időszakokra vonatkozóan. Azonban néhány évre vonatkozó adatot rendelkezésre bocsát, emellett puha iránymutatásokat az időszak devizaszerkezetére vonatkozóan. A jegybanki források mellett az adott időszak vezető pénzügyi döntéshozóival más szerzők által készített interjúk részletei szintén puha iránymutatásokat adnak.

1973 és 1980 közötti időszak

Az időszakot illetően az alábbi források adnak iránymutatást:

„Az MNB a 70-es években – az alacsony kamat politikáját követve – az alacsony kamatozású svájci frankban adósodott el.” (MNB, 1993)

„1973-tól a 80-as évek elejéig az adósságállomány döntő része alacsony kamatozású svájci frankban volt.” (MNB, 1993)

„Az 1973-1978 közötti időszakban [...] Az adósságállomány gyors növekedésének lényeges összetevője volt a dollár világpiacon gyengülése is. Mivel adósság legnagyobb részét, 60%-át az erős svájci frankban felvett hitelek tették ki, ez a dollárban kifejezett adósságállományt önmagában is növelte.” (MNB, 1993)

„[...] 1978-ban. A dollár árfolyama zuhant a legtöbb fontos tőkés valutához képest. Az MNB-t ez akkor hűsbavágóan érintette, hiszen a magyar adósságok nagy része akkor nem dollárban volt [...] A vezetőség nem tett semmit az árfolyamkockázat csökkentésére, meg volt győződve róla, hogy a dollár erős marad.” Boros Imre, 1981 és 1988 között az MNB devizagazdálkodási osztály vezetője (Bozzai Rita, 1990)

„A Magyar Nemzeti Bank [1973-ban]... úgy döntött Fekete instrukcióinak megfelelően, hogy folyamatosan az olcsóbbnak tartott márkában illetve svájci frankban kell eladósodni...” Boros Imre (Boros, 2014)

„Az MNB a 70-es években – az alacsony kamat politikáját követve – az alacsony kamatozású svájci frankban adósodott el.” (MNB, 1993)

A puha források alapján az feltételezhető, hogy az 1973 és 1980 közötti időszakban az államadósság döntő része alacsony kamatozású devizákban, elsősorban svájci frankban, valamint kisebb részben német márkában lehetett. A dollár aránya kicsi volt.

A dolgozatban azt feltételezzük, hogy ebben az időszakban kb. 60 százalék lehetett a svájci frank aránya, kb. 15 százalék a márkáé, és kb. 25 százalék a dollaré. Mint később, az érzékenységvizsgálat során látni fogjuk, a végeredmény érzékeny a devizaszerkezet változására. Az 1973 és 1979 közötti időszak, valamint a többi időszak esetében is meg fogjuk vizsgálni, hogy néhány átalakítás a devizaszerkezeten mennyiben módosítja a végeredményt.

1981 és 1984 vége közötti időszak

Az időszakot illetően az alábbi források adnak iránymutatást:

„1981-1982-től viszont az adósság devizaszerkezete lényegesen módosult. [...] az adósságállományon belül csökkent a svájci frank és ezzel szemben nőtt – az 1981. évi 27%-ról 1985-ig 60%-ra – az amerikai dollár aránya.” (MNB, 1993)

„A [1985–87-es eladósodási hullám] másik oka ugyanaz a devizaszakmai tévedés, amit egyszer 1978-ban már elkövetett az MNB. Csak most kétszer követte el egymás után. Egyszer a dollár túlzott erősödését nem vette figyelembe [1981–1984], és nem menekült ki időben a dollártartozásokból, csak késve. Utána pedig a dollár túlzott meggyengülését hagyta figyelmen kívül [1985–87].” Boros Imre (Bozzai Rita, 1990)

„1981–1982-től viszont az adósság devizaszerkezete lényegesen módosult. [...] az adósságállományon belül csökkent a svájci frank és ezzel szemben nőtt – az 1981. évi 27%-ról 1985-ig 60%-ra – az amerikai dollár aránya.” (MNB, 1993)

A puha források alapján az feltételezhető, hogy ebben az időszakban a jegybank stratégiát vált, és növeli a dollár arányát. Míg 1981-ben az adósság 27 százaléka dollárban van, 1984 végére a dollár aránya 60 százalékra nő. A dollár növekedése fokozatos.

Úgy véljük, feltételezhető, hogy 1981-ben az állomány 27 százaléka dollárban, 58 százaléka svájci frankban és 15 százaléka német márkában állt fenn. 1984 végére a dollár arány fokozatosan 60 százalékra nő. Ezzel párhuzamosan – a korábbi arányokat megtartva – a franké 32 százalékra, a német márkáé 8 százalékra csökken.

1985 és 1987 közötti időszak

Az időszakot illetően az alábbi források adnak iránymutatást:

„A döntés mindig az ő [Fekete János] döntése volt. [...] Az apparátus egy része vitatta a devizális összetételt [1986-ban]. [...] Hogy miért toljuk el a hitelfelvételeket Japán felé, azaz egyrészt miért Japántól veszünk fel a legnagyobb összegű hiteleket, másrészt pedig miért jénben, harmadrészt miért márkában, [...] arról vitatkoztunk, hogy egy erősödő valutában alacsony kamattal veszünk fel hitelt, vagy egy várhatóan gyengülő valutában magasabb kamattal. [...] A számítások utólag készültek el, amikor már állt a bál.” Zdeborsky György, 1985 és 1988 között az MNB főosztályvezetője (Bozzai Rita, 1990)

„Fekete János például mindig is a dollárban hitt és ő arra építette a stratégiáját, hogy hosszú távon a dollár erősödni fog. [...] 1985-86-ban kezdett gyengülni, amikor mi a masszív hitelfelvételeinket bonyolítottuk. [...] És nagy részét nem dollárban.” Zdeborsky György (Bozzai Rita, 1990)

„A banknak az volt a politikája, hogy igyekezzünk minél hosszabb lejáratú hiteleket felvenni, és ezzel a rövid lejáratú adósságokat csökkenteni. Erre adtak lehetőséget a hosszúlejáratú japán hitelfelvételek. 1985-től egyre inkább előtörlesztettünk.” Zdeborsky György (Bozzai Rita, 1990)

„Fekete Jánosnak mindig az volt a véleménye, hogy a folyó fizetési mérleg rendkívül fontos mutató, ezért próbájuk meg a kamatterheket úgy alakítani, hogy minél kisebbek legyenek. Dollárban vagy angol fontban nem lehet alacsony kamattal felvenni, tehát automatikusan toltuk el a japán jen és német márka felé. [...] Az egy tudatos politika volt a jegybank részéről: a folyó fizetési mérleget mentesítő, alacsony kamatozású devizákban veszi fel a hitelt, vállalva annak a kockázatát, hogy az árfolyamok miként alakulnak. Köztudott ugyanis, hogy az árfolyam változása ellen lehet védekezni.” Zdeborsky György (Bozzai Rita, 1990)

„Ekkor [1986-ban] a dollár jelentősen gyengült, miközben az adósság egy része erős valutákban állt fenn: japán jenben, NSZK márkában, svájci frankban. Az ezen valutákban összegyűlt tartozás dollárban kifejezve egyre többet jelentett.” Balassa Ákos, 1978 és 1988 között az Országos Tervhivatal vezetője (Bozzai Rita, 1990)

„Ezt követően a dollár aránya csökkent, miközben a német márka aránya nőtt, és új devizaként a jenben felvett hitelek aránya is emelkedett. 1985-től 30-30%-os dollár-jen-német márka arány fokozatos kialakulása figyelhető meg.”¹⁵ (MNB, 1993)

„1985-87-ben [...] A nettó adósságállomány jelentős növekedésének fő előidézője a folyó fizetési mérleg állandósuló hiánya mellett a keresztárfolyamváltozások miatt bekövetkezett jelentős veszteség volt. A korábban felvett hitelek jó része ugyanis erősödő devizákban állt fenn, és az új hitelek túlnyomó részét is az erősödő márkában és jenben vettük fel.” (MNB, 1993)

„Ezt követően a dollár aránya csökkent, miközben a német márka aránya nőtt, és új devizaként a jenben felvett hitelek aránya is emelkedett. 1985-től 30-30%-os dollár-jen-német márka arány fokozatos kialakulása figyelhető meg.” (MNB, 1993)

A puha források alapján az feltételezhető, hogy 1985-től újabb stratégiaváltás történik. Innentől kezdve újra csökken a dollár aránya, és az alacsony kamatozású devizák aránya nő. A stratégiaváltást a jegybank nagyon kedvezőnek ítéli meg, ezért a korábbi hiteleket is előtörleszti, így reális lehet a feltételezés, hogy az új devizaszerkezet két év alatt kialakul. Az alacsony kamatozású devizákat illetően némi ellentmondás van a jen vs. német márka aránya között. A legtöbb forrás a jen dominanciáját hangsúlyozza, míg a jegybanki tanulmány – feltéve, hogy a 30-30 százalék alatt 30-30-30 százalékot ért – egyenlő arányt tulajdonít a jennek és a márkának. A két némileg eltérő iránymutatás között maradva kicsivel nagyobb jen arányt feltételezünk, mint márkát.

Mindezek alapján fairnek tűnik azt feltételezni, hogy az új devizaszerkezet: 30 százalék dollár, 35 százalék japán jen, 25 százalék német márka és 10 százalék svájci frank, amely 1986-ra már ki is alakul. Feltételezzük, hogy az új szerkezet kialakulása egyenlő lépésben történik 1984–1986 között.

Összegzés: A számításokhoz használt devizaszerkezet összefoglalása

A számításhoz az alábbi, részben leegyszerűsítő, de a fő irányvonalakat megragadó devizaszerkezetet feltételezzük:

¹⁵ Nehezen értelmezhető a „30-30%-os dollár-jen-német márka” arány. Elképzelhető, hogy a jegybanki tanulmányban egy elírás van, kimaradt egy szám.

4. táblázat: Devizaszerkezet

		1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Amerikai dollár	%	25	25	25	25	25	25	25	27	35	44	52	60	45	30	30	30	30
Svájci frank	%	60	60	60	60	60	60	60	58	52	45	39	32	21	10	10	10	10
Német márka	%	15	15	15	15	15	15	15	15	13	11	10	8	17	25	25	25	25
Japán jen	%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	18	35	35	35	35
		döntő részben svájci frank								dollár aránya nő				japán jen (német márka) aránya nő				

Bruttó mínusz nettó állomány (vs. tartalékok) devizaszerkezete

Jól látható, hogy a nettó adósságra a bemutatott devizaszerkezetet kell alkalmazni, viszont nem magától értetődő, hogy ugyanezt kell-e alkalmazni a bruttó mínusz nettó állományra is. Amennyiben a devizatartalékolás lekövette a hitelfelvétel devizaszerkezetét, úgy erre a részre nem lenne indokolt az árfolyamveszteség, illetve az árfolyamnyereség felszámolása. Amennyiben viszont a tartalékok dollárban voltak, az ezzel szembeni adósság pedig a nettó adóssághoz hasonló szerkezetben, úgy erre a részre is indokolt az árfolyamváltozás eredményének felszámolása.

Az alábbi források állnak rendelkezésre a helyzet megítélésére:

„Mi lehetőleg a legmagasabb kamatozású pénzekbe helyeztük tartalékainkat, rövid lejáratra ezt meg lehet csinálni. Az adósságot pedig lehetőleg a legolcsóbb pénzben csináltuk, a lehető leghosszabb határidőre. Vagyis egy svájci frank adósság és egy dollárkövetelés között kamat-differencia van a mi javunkra.” Fekete János, 1968 és 1980 között az MNB elnökhelyettese, 1980 és 1988 között az MNB első elnökhelyettese (Bozzai Rita, 1990)

„A jen hiteleket, természetesen fel kellett használni valamire, azokat nem jenben tartottuk, [...] ez árfolyamkockázatot jelentett, mert a jen adósság megmaradt, de ugyanakkor más valutában használtuk fel. Javaslatokat kellett volna tennünk, hogy a sokféle fejlett pénzpiaci módszer közül melyikkel védekezzünk az árfolyamkockázat ellen.” Zdeborsky György (Bozzai Rita, 1990)

Ismétlés: *„A Magyar Nemzeti Bank [1973-ban...] úgy döntött Fekete instrukcióinak megfelelően, hogy folyamatosan az olcsóbbnak tartott márkában, illetve svájci frankban kell eladósodni, az ország tartalékait pedig amerikai dollárban képezni.”* (Boros, 2014)

„A Magyar Nemzeti Bank folyamatosan az erősödő devizákban adósodott el, és a gyenge devizában, a dollárban képezte tartalékait.” (Boros, 2014)

„A Magyar Nemzeti Bank folyamatosan az erősödő devizákban adósodott el, és a gyenge devizában, a dollárban képezte tartalékait” (Boros, 2014)

A beszámolók alapján arra lehet következtetni, hogy a jegybank ugyanazt a devizapolitikát követte a bruttó mínusz nettó állományon (a tartalékokon), mint a nettó adósságállományon. Azaz az adósságok bruttó mínusz nettó része ugyanolyan devizaszerkezetben volt, mint a nettó. Ezzel szemben viszont a tartalékok többnyire dollárban voltak.

Emellett – mint később látni fogjuk – a tartalékok jelentős része a számok kozmetikázásának eredménye, ezek részben nem teljesítő követelések, részben pedig nem valódi tartalékok, hanem a jegybanknál elhelyezett betétek.

Mindezek alapján azt feltételezzük, hogy a bruttó mínusz nettó állomány (a tartalékokkal szembeni állomány) 75 százalékban leköveti a nettó állomány devizaszerkezetét. Más-hogy megfogalmazva: feltételezzük, hogy a tartalékok 25 százaléka hasonló devizaszerkezetben volt, mint az adósság, a 75 százaléka pedig dollárban.

3.2. HITELKIHELYEZÉSI VESZTESÉGEK

A jegybank a nettó adósságszükségleten túl további hiteleket vett fel. Ezek egy részét biztosabb helyen tartalékolta, például vezető nyugati bankokban. A többletként felvett hitelek másik részét viszont kevésbé biztonságos helyekre kihelyezte. Ezek egy része nem teljesítőnek bizonyult, így ezeken a hitelkihelyezéseken a jegybank veszteségeket szenvedett el.

Németh Miklós, akkori miniszterelnök 1989. május 22-i, az Országgyűlés független képviselőcsoportjának ülésén többek között azt hozta nyilvánosságra, hogy az ország 2,7 milliárd dollár behajthatatlan kintlévőséggel rendelkezik. (Bozzai Rita, 1990). Bartha Ferenc, akkori jegybankelnök, valamint az IMF magyarországi kormányzója 1989-ben hasonló nagyságrendű, 3 milliárd dolláros „puha tartozást” említ. (Bozzai Rita, 1990)

Németh Miklós, akkori miniszterelnök [...] azt hozta nyilvánosságra, hogy az ország 2,7 milliárd dollár behajthatatlan kintlévőséggel rendelkezik.

Puha iránymutatások alapján többek között az alábbi országok, illetve ezek bankjai lehetnek érintettek: Szovjetunió, Irak, Nigéria.

„A kölcsönök egy részét ráadásul egyszerűen továbbkölcsönözték más KGST-országok, elsősorban a Szovjetunió felé” (Mong, 2012)

„[...] néhány OPEC-ország az olajárak csökkenésének következtében nehéz helyzetbe került. Nem fizetik a tartozásaikat. Ilyen Nigéria, Irak – tudnék még egypárat mondani.” Fekete János (Bozzai Rita, 1990)

Ahhoz képest, hogy milyen nagy összegről van szó, rendkívül kevés információ áll rendelkezésre azt illetően, hogy hova lettek ezek a nem teljesítő hitelek kihelyezve. Fontosnak tartjuk a további kutatást ezen a területen, azonban ebben a dolgozatban erre nem kerül sor.

Tehát bár a „hova lettek ezek a hitelek kihelyezve” kérdésre nem tudunk pontosabb választ adni, ezek teljes mennyiségére vonatkozóan, azaz, hogy mekkora a rossz hitelezésen elszenvedett veszteség, azt vélelmezzük, hogy fair a 3 milliárd dolláros becslés.

3.3. AZ 1989-ES DEVIZATARTALÉK VALÓDI NAGYSÁGA

A devizatartaléknak, más néven a külfölddel szembeni követeléseknek egyenlőnek kell(e)nie lennie az ország bruttó vs. nettó államadósságának különbségével. Hiszen épp ez a nettó adósság definíciója: a bruttó adósság tartalékokkal csökkentett értéke. A hivatalos jegybanki statisztika az 1989-es bruttó állományt 20,4 milliárd dollárra teszi, míg a nettó állományt 14,9 milliárd dollárra. Ez azt jelenti, hogy a jegybank statisztikája alapján az ország 5,5 milliárd dollár devizatartalékkal rendelkezett.

Viszont más források azt állítják, hogy a rendszerváltás körül a jegybank valójában mindössze közel 1 milliárd dollár devizatartalékkal rendelkezett.

„[1989] Június végére ugyanis az MNB mozgósítható tartalékai alig egymilliárd dollárra apadtak.”
(Mong, 2012)

Tehát egyes források 1 milliárd dolláros tartalékot állítanak, míg a jegybanki statisztika 5,5 milliárd dollárt mutat. A különbség valószínűleg abból ered, hogy a jegybank kozmetikázta a nettó adósságra, így a tartalékokra vonatkozó számokat.

Miért kozmetikázhatta a jegybank a tartalékok számait? Némileg előremenne: mint látni fogjuk, az államadósság növekedésének jelentős részét jegybanki hibák (leginkább árfolyamvesztés) okozták. A jegybank viszont nem akarta nagydobra verni kedvezőtlen devizaválasztásait, és abban volt érdekelt, hogy elkendőzze az adósságnövekedést. Logikus lehet az a feltételezés, hogy a jegybank szándékosan könyvelt a tartalékokhoz valójában nem oda tartozó tételeket.

Feltételezésünk szerint két módon történt a tartalékokra vonatkozó adatok kozmetikázása:

1. A már korábban bemutatott kétes kintlévőségeket nem írta le, hanem olyan értéken tartotta számon, mintha ezek 100 százalékban teljesítő követelések lennének.
2. Úgy tűnik, hogy a jegybank „tartalékként” tartott számon olyan devizákat, amelyek valójában nem tartalékok voltak, hanem külföldi bankok jegybanknál elhelyezett betétei (ld. elkövetkező bekezdések).

Ez utóbbi kozmetikázási technika némi tisztázásra szorul. A tartalék és a külföldi bankok jegybanknál elhelyezett betétei két különböző dolog, valójában egymásnak ellentétjei:

Devizatartalék: A devizatartalék a jegybank tulajdona. Például devizatartalék a jegybank egy külföldi banknál elhelyezett betétje, vagy a jegybank által tulajdonolt más ország államkötvénye. Ezek felett a jegybanknak kontrollja van, ha akarja, eladja, ha nem, akkor tartja. Ezt nem tudja egy külföldi bank „kivonni”.

Külföldi bankok jegybanknál elhelyezett betétei: Egy külföldi bank betétet helyezhet el a jegybanknál, ez valójában egy kölcsön a jegybank felé. Ha a betét nincs lekötve, illetve lekötés esetén lejáratkor a külföldi bank elutalhatja azt máshova.

Tehát míg a tartalék a jegybank követelése, addig a nála elhelyezett betétek a jegybank tartozása.

Számos forrás arról tanúskodik, hogy a „tartalékok” és a „jegybanknál elhelyezett betétek” fogalma keveredik.

„[1981-ben] A magyar devizatartalékok 1 milliárd dollár alá süllyedtek...” (Mong, 2012)

„1981 tavaszától [...] 1 milliárd dollárt meghaladó összegben vontak ki Magyarországról külföldi bankok itt elhelyezett rövid lejáratú betéteket.” (MNB, 1993)

„[1982-ben] A tartalék ijesztően gyorsan csökkent. Kiszámoltam, hogy van még két hetem, akkor vége a mulatságnak. Tehát kalkulációim szerint nekem sürgősen 600 millió dollárra van szükségem.” (Fekete János, 1999)

„[1982-ben] Ha bármelyik bank bejelentkezik telefonon, hogy kérem fizessenek, mert elvesztettem a bizalmam maguk iránt, akkor végünk” Havasi Ferenc, 1978-tól a MSZMP gazdaságpolitikai ügyekért felelős titkára (Bozzai Rita, 1990)

„[1983-ban] likviditási helyzetünk lényegében az 1982. év végi kritikus szinten van. [...] A likvid deviza- és aranytartalékunk jelenleg egy héten belül esedékes finansziális kötelezettségeinket fedezi, ami a tartalékok technikai minimumszintjének tekinthető” Magyar Országos Levéltár, KB gazdaságpolitikai titkárságának értékelése, 288 f. 24/8-1983 (Mong, 2012)

„A rendszerváltás körüli időszak bizonytalanságai ugyanis a nemzetközi pénzpiacon úgy csapódtak le, hogy [...] a Magyarországon elhelyezett rövid lejáratú pénzeket tulajdonosaik kivonták.” (MNB, 1993)

A források arról számolnak be, hogy válságos években „a külföldi bankok kivonták a pénzt a jegybankból és ezért lecsökkentek a jegybank devizatartalékai”. Ilyen egyszerűen nincs, mivel a tartalékokkal a jegybank rendelkezik, azt nem tudják „kivonni” külföldi bankok. Amit a külföldi bankok ki tudnak vonni, az a saját betétjeik.

A fogalmi zavar oka vélhetően az, hogy a jegybank úgy kozmetikázta az adatokat, hogy a nála elhelyezett betéteket tartalékként tüntette fel. Ezzel magasabb tartalékállományt tudott kimutatni és így alacsonyabb nettó adósság számokat.

Ezt a feltételezést erősíti meg az alábbi beszámoló:

„[1989-ben] Ezután [IMF] szakértői csapatok hónapokon keresztül dolgoztak azon, hogy az 1970-es évek közepétől szisztematikusan meghamisított adatokat rendbe szedjék. Kiderült ugyanis, hogy az adósságot alacsonyabbnak, a tartalékokat magasabbnak jelentették a valóságosnál.” (Mong, 2012)

Ésszerű azt gondolnunk, hogy a rendszerváltáskor a tartalékszint 1 milliárd dollár lehetett, és így a valódi nettó adósság a jegybank által publikált adatnál jóval magasabb, azaz nem 14,9, hanem sokkal inkább 19,4 milliárd dollár volt.

Ésszerű azt gondolnunk, hogy a rendszerváltáskor a tartalékszint 1 milliárd dollár lehetett, és így a valódi nettó adósság a jegybank által publikált adatnál jóval magasabb, azaz nem 14,9, hanem sokkal inkább 19,4 milliárd dollár volt.

3.4. ADÓSSÁGOK ÁTLAGOS LEJÁRATA

Az adósságok átlagos lejáratára vonatkozóan az alábbi utalások állnak rendelkezésre:

„[1978-ban] A hitelek többségét, 3,8 milliárd dollárt [a 6,3 milliárdból] egy éven belül kellett visszafizetni.” Magyar Országos Levéltár, 288. f. 15/350, 9–24. (Mong, 2012)

„az 1981-82-es események arra intettek minket, hogy a rövid lejáratú hitelek felvételét lehetőleg kerüljük el, ezért a döntő cél az volt, hogy minél hosszabb távra kapjunk hiteleket.” Fekete János (Bozzai Rita, 1990)

„1982-83-ban azt láttuk, hogy javul a piac. [...] Ezt arra használtuk fel, hogy hosszabb lejáratra vettünk fel hiteleket, amelyekkel lecseréltük a rövid lejáratú hiteleket.” Fekete János (Bozzai Rita, 1990)

„A magyar hitelfelvételi politika [...] lényeges összetevője a közép-, illetve hosszú lejáratú hitelekre való támaszkodás. Először 1973-ban jött létre olyan állapot, amikor a teljes nettó adósságállományt tartós hitelműveletek fedezték. [...] Az ezt követő években bekövetkezett eladósodást azonban nem lehetett teljesen egészében közép- és hosszú lejáratú hitelekkel fedezni, így a nettó adósság egy része ismét rövid lejáratú lett. Ez a helyzet 1984-ig tartott, amikor is a javuló devizahelyzet és a növekvő hitelfelvételek révén a rövid lejáratú tartozás felszámolható volt.” (MNB, 1993)

„Az volt a banknak a politikája [1983–85 körül], hogy igyekezzünk minél hosszabb lejáratú hiteleket felvenni, és ezzel a rövid lejáratú adósságokat csökkenteni.” Zdeborsky György (Bozzai Rita, 1990)

Összességében megállapítható, hogy az 1982 előtti időszakban a rövid lejáratú adósságok domináltak. 1982-től egyre inkább nőtt a hosszabb lejáratok súlya. 1984-től még hosszabbá válhatott az átlagos lejárat ideje. Mindezek alapján, leegyszerűsítve, a számításhoz az 1982 előtti időszakra egy éves átlagos futamidőt, 1982-től pedig két éves átlagos futamidőt feltételezünk. Az érzékenységvizsgálat során megnézzük, hogy mennyiben változtatna az eredményen, ha például 1985-től 3 éves átlagos futamidőt feltételeznénk.

A felhasznált adatok összefoglalása

A kemény és a puha nyers kiinduló adatokat az alábbi táblázat mutatja be:

5. táblázat: Felhasznált adatok összefoglalása

		1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Bruttó adósság	m USD	2 118	2 861	4 199	5 214	6 253	9 468	10 507	11 455	10 740	10 216	10 745	10 983	13 955	16 907	19 584	19 602	20 390		
Nettó adósság	m USD	805	1 338	2 000	2 618	3 580	6 141	7 123	7 571	7 477	7 267	6 994	6 549	8 046	10 688	13 683	13 966	14 900		
Folyó fizetési mérleg	m USD	53	-617	-567	-499	-853	-1 480	-824	-733	-698	-299	71	67	-847	-1 495	-876	-807	-1 437		
Átlagos nettó kamatteher	m USD	85	116	182	106	164	252	460	863	967	1 118	758	815	833	963	987	1 077	1 387		
Átlagos kamat	%	1,7	1,7	1,7	4,6	5,3	5,6	7,1	12,1	12,9	14,1	10,0	11,6	9,0	9,7	8,2	7,6	9,2		
Árfolyamok (vs. dollár)																				
Svájci frank		3,82	3,17	2,98	2,58	2,50	2,40	1,79	1,66	1,68	1,96	2,03	2,10	2,35	2,45	1,80	1,49	1,46	1,64	
Német márka		3,19	2,67	2,59	2,46	2,52	2,32	2,01	1,83	1,82	2,26	2,43	2,56	2,85	2,94	2,17	1,80	1,76	1,88	
Japán jen		303	271	292	297	296	268	211	219	227	221	249	238	238	238	168	145	128	138	
Kamatszintek																				
Amerikai dollár	%	8,73	10,50	5,82	5,05	5,54	7,93	11,19	13,36	16,38	12,26	9,09	10,23	8,10	6,81	6,66	7,57	9,22	8,10	
Svájci frank	%	4,88	5,75	3,50	2,50	2,00	1,50	2,50	3,50	6,50	5,25	4,75	4,75	4,75	4,75	3,25	4,50	8,94	8,50	
Német márka	%	7,25	7,83	5,02	4,00	3,83	3,25	5,02	8,06	8,25	7,60	4,75	4,90	5,02	4,54	3,94	3,88	5,92	7,04	
Japán jen	%	5,76	9,00	7,98	6,50	5,15	3,65	4,64	8,07	6,42	5,50	5,40	5,00	5,00	3,70	2,57	2,50	3,06	5,29	
Devizák részaránya																				
Amerikai dollár	%	25	25	25	25	25	25	25	27	35	44	52	60	45	30	30	30	30	30	
Svájci frank	%	60	60	60	60	60	60	60	58	52	45	39	32	21	10	10	10	10	10	
Német márka	%	15	15	15	15	15	15	15	15	13	11	10	8	17	25	25	25	25	25	
Japán jen	%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	18	35	35	35	35	35	
Adósság átlagos lejárat	év	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2	
Hitelkihelyezési veszteség	m USD																			3 000
Devizatartalék valódi nagysága	m USD																			1 000
B - nettó áll. devizaszerk.	m USD	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	

SZÁMÍTÁS

1. ELSŐDLEGES SZÁMÍTÁS

Kövessük a módszertani részben bemutatott struktúrát: (1) számoljuk ki a nettó államadósság növekedését, (2) a növekedés tényezőit, (3) a fiktív tételeket.

1.1. A NETTÓ ÁLLAMADÓSSÁG NÖVEKEDÉSE

Korábban láttuk, hogy 1989-ben a jegybanki devizatartalék valódi nagysága közel 1 milliárd dollár lehetett – szemben a jegybank által kimutatott 5,5 milliárd dollárral. Így a valódi nettó adósságállomány 1989-ban 20,4 milliárd dollár mínusz 1 milliárd dollár, azaz 19,4 milliárd volt. Az alábbi táblázat mutatja a valódi nettó adósságállomány növekedését:

6. táblázat: Nettó államadósság növekedése

		1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Bruttó adósság	m USD	2 118	2 861	4 199	5 214	6 253	9 468	10 507	11 455	10 740	10 216	10 745	10 983	13 955	16 907	19 584	19 602	20 390
Nettó adósság	m USD	805	1 338	2 000	2 618	3 580	6 141	7 123	7 571	7 477	7 267	6 994	6 549	8 046	10 688	13 683	13 966	14 900
Devizatartalék valódi nagysága	m USD																	1 000
Valódi nettó adósság	m USD																	19 390
Nettó adósság növekedés	m USD																	18 585

Így a valódi nettó adósságállomány növekedése 1973 és 1989 között 19,4 mínusz 0,8, azaz 18,6 milliárd dollár volt.

Valódi nettó adósságállomány növekedése 1973 és 1989 között: 18,6 milliárd dollár

1.2. ADÓSSÁGÁLLOMÁNY NÖVEKEDÉSÉNEK TÉNYEZŐI

Miután tisztáztuk, hogy pontosan mennyivel nőtt az állomány, kiszámoljuk, hogy az egyes korábban bemutatott négy tényező egyenként mennyivel járult hozzá az adósság növekedéséhez.

Túlfogyasztás

Közvetlen túlfogyasztás

Korábban bemutatásra került, hogy a szocializmus alatt igaz az alábbi összefüggés:

$$\text{– folyó fizetési mérleg} = \text{túlfogyasztás} + \text{átlagos nettó kamatteher}$$

Az egyenleget átrendezve megkaphatjuk a túlfogyasztás mértékét.

$$\text{túlfogyasztás} = \text{– folyó fizetési mérleg} – \text{átlagos nettó kamatteher}$$

Például 1976-ban a folyó fizetési mérleg értéke – 499 millió dollár volt, az átlagos nettó kamatteher 106 millió dollár. Így a túlfogyasztás: – – 499 – 106 = 393, azaz 393 millió dollár. Ennek értelmezése, hogy 1976-ban 499 millió dollár folyó fizetési mérleg hiány volt, ennek egyik összetevője az átlagos nettó kamatteher. Ha ezt kivonjuk a folyó fizetésimérleg-hiányából, akkor megkapjuk, hogy mennyi volt a túlfogyasztás.

A túlfogyasztás értékeit a 7. táblázat tartalmazza:

7. táblázat: Közvetlen túlfogyasztás

		1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	Össz
Folyó fizetési mérleg	m USD	53	-617	-567	-499	-853	-1 480	-824	-733	-698	-299	71	67	-847	-1 495	-876	-807	-1 437	-11 841
Átlagos nettó kamatteher	m USD	85	116	182	106	164	252	460	863	967	1 118	758	815	833	963	987	1 077	1 387	11 133
Közvetlen túlfogyasztás	m USD	-138	501	385	393	689	1 228	364	-130	-269	-819	-829	-882	14	532	-111	-270	50	708

A legfőbb trendek az alábbiak:

- Az országnak külkereskedelmi hiánya volt 1974 és 1979 között: ebben az időszakban összesen közel 3,5 milliárd dollár hiányt halmozott fel.
- 1980 és 1984 között viszont már külkereskedelmi többlete volt az országnak: összesen közel 3 milliárd dollár értékben.
- Az időszak hátralévő részében a hiányok és a többletek váltották egymást.
- Az egész 1973–89-es időszakot tekintve a külkereskedelmi hiányok összege mindössze 0,7 milliárd dollár volt.

Elsődleges számítás

Az egész 1973–89-es időszakot tekintve a külkereskedelmi hiányok összege, azaz a túlfogyasztás mindössze 0,7 milliárd dollár volt.

Azaz a közvetlen túlfogyasztás mindössze 0,7 milliárd dollár értékben járult hozzá közvetlenül az adósság növekedéséhez.¹⁶

A túlfogyasztás kamata

A következő tétel a túlfogyasztás kamata.

Amikor túlfogyasztás történik, akkor azzal párhuzamosan adósság képződik, amiből lehet a túlfogyasztást finanszírozni. Ahogy ez az adósság létrejön, azt újra és újra meg kell újítani,¹⁷ így az kamatos kamattal növekszik tovább.

Az egy adott évhez kapcsolódó kamatos kamatot úgy határozzuk meg, hogy az 1989-ig hátralévő évek kamatait összeszorozzuk egymással,¹⁸ majd kivonunk belőle egyet.

¹⁶ A számítás eredményei összhangban vannak a jegybank 1993-as tanulmányának (MNB, 1993) 56. oldalán található összegzéseivel: „Az 1973-1989-es időszakot az jellemezte, hogy a kamatfizetések nélküli kumulált fizetési mérleg mindössze mintegy 700 millió dollár behozatali többletet mutatott.”

¹⁷ Nincs jelentősége annak, hogy az adósság közvetlen adósság valamilyen pénzügyintézetől vagy pedig kötvény.

¹⁸ Formailag: ha a kamat 10 százalék, akkor a szorzást 1,10-dal végezzük el.

A kamatos kamat számításait az alábbi táblázat mutatja be:

8. táblázat: Kamatos kamatok

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Átlagos kamat	1,017	1,017	1,017	1,046	1,053	1,056	1,071	1,121	1,129	1,141	1,1	1,116	1,09	1,097	1,082	1,076	1,092
Kamatos kamat és tőke	3,531	3,472	3,414	3,357	3,2097	3,048	2,887	2,695	2,404	2,129	1,866	1,697	1,520	1,395	1,271	1,175	1,092
Kamatos kamat	2,531	2,472	2,414	2,357	2,2097	2,048	1,887	1,695	1,404	1,129	0,866	0,697	0,520	0,395	0,271	0,175	0,092

Majd a kamatos kamat értékeket megszorozzuk az adott évi túlfogyasztással. Így megkapjuk, hogy mennyi volt az adott évi túlfogyasztás kamatos kamatterhe.¹⁹

A túlfogyasztás kamatainak számítását a 9. táblázat tartalmazza.

9. táblázat: Túlfogyasztás kamatai

		1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	Össz
Közvetlen túlfogyasztás	m USD	-138	501	385	393	689	1 228	364	-130	-269	-819	-829	-882	14	532	-111	-270	50	708
Kamatos kamat		2,53	2,47	2,41	2,36	2,21	2,05	1,89	1,69	1,40	1,13	0,87	0,70	0,52	0,39	0,27	0,17	0,09	
Túlfogyasztás kamatai	m USD	-349	1 239	929	926	1 522	2 515	687	-220	-378	-925	-718	-614	7	210	-30	-47	5	4 758

A számítás alapján a túlfogyasztás kamatai összesen 4,8 milliárd dollárt tettek ki.

A túlfogyasztás így összesen 5,5 milliárd dollárral járulhatott hozzá az adósság növekedéséhez. Ebből a közvetlen túlfogyasztás 0,7 milliárd dollár és ennek kamatai további 4,8 milliárd dollárt tettek ki.

Elsődleges számítás

+ Közvetlen túlfogyasztás: 0,7 milliárd dollár
+ Túlfogyasztás kamatai: 4,8 milliárd dollár

= Túlfogyasztás összesen: 5,5 milliárd dollár

Árfolyamveszteségek

Közvetlen árfolyamveszteségek

A módszertani részben bemutattuk, hogy az államadósság egy része nem dollárban volt, hanem más devizákban. Amikor ezek értéke változik a dollárhoz képest, akkor az adósság értéke is változik dollárban mérve.

A közvetlen árfolyamveszteségek számszerűsítéséhez megnézzük, hogy az adott évben az adósság hány százaléka van dollártól eltérő devizanemben. Majd megnézzük, hogy az adott nem dollár deviza mennyire értékelődött fel vagy le a dollárhoz képest. Amennyiben a deviza felértékelődik, veszteség keletkezik, amennyiben leértékelődik, nyereség keletkezik.

Egy példa: 1978-ban a svájci frank 36 százalékkal értékelődött fel a dollárhoz képest. A nettó adósságállomány ekkor közel 6,1 milliárd dollár volt, amelynek – feltételezésünk szerint – 60 százaléka volt svájci frankban. A svájci frank felértékelődése miatti veszteség

¹⁹ Mint korábban bemutattuk, azt feltételezzük, hogy az adósságok tőke- és kamattörlesztése egy tételben, a lejáratkor történik.

a nettó adósságállományon dollárban számítva: 6,1 milliárd dollár × 60 százalék × 34 százalék, azaz 1,3 milliárd dollár.

Az árfolyamvesztés pontos mértékét akkor tudnánk tökéletesen megválaszolni, ha rendelkezésre állna az összes adósságfelvétel összes pontos árfolyama, vagy az adósságfelvételek időpontja. Azonban ezek hiányában az éves átlagos értékekkel számolunk. Azt feltételezzük, hogy az átlagértékek nem befolyásolják egyik vagy másik irányba az eredményeket. Érzékenységvizsgálat során megvizsgáljuk, hogy mennyivel befolyásolja a végeredményt, ha egyes években nem az átlagértékekkel, hanem az adott év szélsőséges árfolyamértékeivel (lehetőséges kötési árfolyammal) számolunk.

Az árfolyamvesztések először csak „papíron” keletkeznek, azaz a majdan kifizetésre kerülő adósságok mértéke nő. Azonban a korrekt elszámolás az, hogy a papíron keletkező veszteségeket is az adott évre könyveljük el, attól függetlenül, hogy azok csak később realizálódnak.

A közvetlen árfolyamvesztéseket az alábbi táblázat foglalja össze:

10. táblázat: Közvetlen árfolyamvesztés

Árfolyamok (vs. dollár)		1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	
Svájci frank		3,82	3,17	2,98	2,58	2,50	2,40	1,79	1,66	1,68	1,96	2,03	2,10	2,35	2,45	1,80	1,49	1,46	1,64	
Német márka		3,19	2,67	2,59	2,46	2,52	2,32	2,01	1,83	1,82	2,26	2,43	2,56	2,85	2,94	2,17	1,80	1,76	1,88	
Japán jen		303	271	292	297	296	268	211	219	227	221	249	238	238	238	168	145	128	138	
Árfolyamváltozások																				
Svájci frank felértékelődése			1,20	1,06	1,15	1,03	1,04	1,34	1,08	0,99	0,85	0,97	0,97	0,89	0,96	1,37	1,21	1,02	0,89	
Svájci frank felértékelődése	%		20	6	15	3	4	34	8	-1	-15	-3	-3	-11	-4	37	21	2	-11	
Német márka felértékelődése			1,19	1,03	1,05	0,98	1,08	1,15	1,10	1,01	0,80	0,93	0,95	0,90	0,97	1,36	1,21	1,02	0,93	
Német márka felértékelődése	%		19	3	5	-2	8	15	10	1	-20	-7	-5	-10	-3	36	21	2	-7	
Japán jen felértékelődése			1,12	0,93	0,98	1,00	1,10	1,27	0,96	0,97	1,03	0,89	1,05	1,00	1,00	1,41	1,17	1,13	0,93	
Japán jen felértékelődése	%		12	-7	-2	0	10	27	-4	-3	3	-11	5	0	0	41	17	13	-7	
Devizák részaránya																				
Amerikai dollár	%		25	25	25	25	25	25	25	27	35	44	52	60	45	30	30	30	30	
Svájci frank	%		60	60	60	60	60	60	60	58	52	45	39	32	21	10	10	10	10	
Német márka	%		15	15	15	15	15	15	15	15	13	11	10	8	17	25	25	25	25	
Japán jen	%		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	18	35	35	35	35	

		1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	Össz
Nettó adósság	m USD		805	1 338	2 000	2 618	3 580	6 141	7 123	7 571	7 477	7 267	6 994	6 549	8 046	10 688	13 683	13 966	14 900	
Árfolyamvesztés (frank)	m USD		99	52	183	53	86	1 262	325	-33	-569	-110	-89	-222	-71	390	282	26	-157	1 507
Árfolyamvesztés (márka)	m USD		23	6	15	-9	45	143	103	11	-191	-57	-34	-54	-43	949	711	81	-245	1 456
Árfolyamvesztés (jen)	m USD		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-5	1 552	792	624	-373	2 590
Nettó áll. árfolyamvesztés	m USD		122	58	199	44	132	1 404	429	-22	-759	-166	-122	-276	-119	2 890	1 785	731	-775	5 554

		1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1989
Bruttó-nettó (tartalékok)	m USD		1 313	1 523	2 199	2 596	2 673	3 327	3 384	3 884	3 263	2 949	3 751	4 434	5 909	6 219	5 901	5 636	5 490	
B - nettó áll. devizaszerk.			0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	
Árfolyamvesztés (frank)	m USD		121	44	151	39	48	513	116	-13	-186	-33	-36	-113	-39	170	91	8	-43	838
Árfolyamvesztés (márkat)	m USD		29	5	13	-7	25	58	37	4	-62	-17	-14	-27	-23	414	230	24	-68	621
Árfolyamvesztés (jen)	m USD		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-3	677	256	189	-103	1 017
Bruttó-nettó áll. árfv.	m USD		149	50	164	33	74	571	153	-9	-249	-51	-49	-140	-65	1 261	577	221	-214	2 476
Közvetlen árfolyamvesztés	m USD		272	107	362	77	205	1 975	581	-31	-1 008	-217	-171	-416	-184	4 152	2 362	952	-989	8 030

Összesen tehát közel 8,0 milliárd dollár veszteség keletkezett közvetlenül a devizaválasztás miatt.

Kiemelkedik az 1978-as év, amikor az árfolyamvesztés közel 2,0 milliárd dollár volt a svájci frank jelentős felértékelődése miatt, valamint az 1986–87-es évek, amikor 6,5 milliárd dolláros veszteséget okozott a jen jelentős felértékelődése. Az 1980–1984 közötti években viszont csökkennek a veszteségek, ekkor előnyként jelentkeznek, hogy az adósság egy része nem dollárban van, miközben ebben az időszakban a dollár valamelyest erősödik.

A 8,0 milliárd dolláros veszteség rendkívül magas. Emlékeztetőül: a közvetlen túlfogyasztás mindössze 0,7 milliárd dollár volt. Felmerül a kérdés, hogy hogyan lehet ennyire magas az árfolyamvesztés?

A jegybank az átértékelődések szempontjából a lehető legkedvezőtlenebbül választotta meg az adósságfelvétel devizáját:

- 1973 és 1980 között a svájci frank volt a meghatározó
- amelynek árfolyama két és félszeresére erősödött a dollárhoz képest;
- 1981 és 1984 között a dollárban felvett adósság aránya nőtt – viszont ebben az időszakban a dollár trendszerűen erősödött;
- 1985-től a japán jen és a német márka súlya nőtt – ezek árfolyama megduplázódott néhány év alatt.

Ha megnézzük az időszak nagy árfolyamváltozásait, akkor azt látjuk, hogy a jelentős árfolyamvesztés érthető. Az árfolyamvesztés szempontjából a jegybank devizaválasztásai a lehető legkedvezőtlenebbnek bizonyultak:²⁰

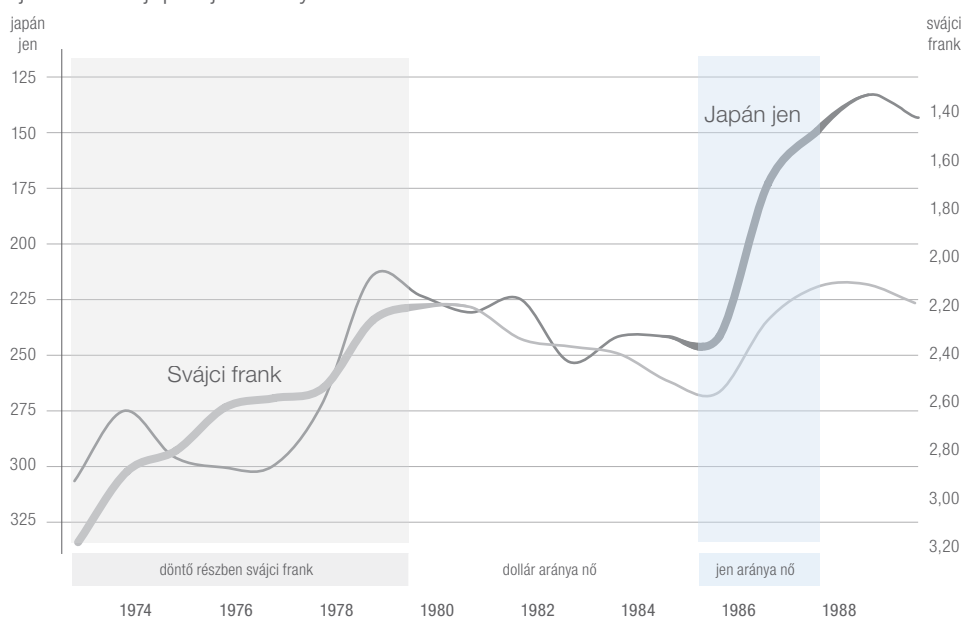
- 1973-ban a jegybank leginkább svájci frankban vette fel az adósságokat, azaz a frank gyengülésére fogadott, ehhez képest 1980-ra a frank éves átlag alapon 125 százalékkal értékelődött fel a dollárhoz képest. Az éves átlagok valójában tompítják a felértékelődéseket. A csúcsertékeket összehasonlítva a svájci frank több mint két és félszeresére erősödött.

²⁰ Fekete János, illetve általában a jegybank az árfolyamvesztés vádjára azzal válaszolt, hogy a „dolgokat csak a szélesebb komplexitásukban lehet megítélni, a hitelkínálat egy adott időszakban csak egy adott devizában volt elérhető”. Ez az érv azonban nem tűnik igazán hihetőnek. Még ha valóban így is lenne, azaz tényleg egy adott időpontban csak egy adott devizában lehetett hitelt felvenni, semmi sem gátolta meg a jegybankot abban, hogy a felvett devizát a számára kívánatos devizára átváltssa, illetve az adott devizában majdan jelentkező kiadásait fedezze a határidős piacon, azaz rögzítse az árfolyamokat. A jegybank védekezése erősíti a gyanút, hogy jelentős árfolyamvesztés történt.

- 1980-tól a jegybank a dollár irányába tolta el az eladósodást, azaz a dollár gyengülésére fogadott. Ezzel szemben a dollár az éves átlagértékeket alapul véve közel 40 százalékkal erősödött a svájci frankhoz képest 1985-re. Az éven belüli szélső értékeket alapul véve 66 százalékkal erősödött a dollár.
- 1985-től a jegybank elsősorban jenben vette fel az adósságot, azaz a jen gyengülésére fogadott. Viszont a jen árfolyama – éves átlag alapon – 65 százalékkal felértékelődött 1987-re. Az értéket itt is jelentősen tompítja az éves átlagolás, éven belüli mozgásokkal számolva a jen felértékelődése meghaladja a 100 százalékat.

Az alábbi ábra mutatja be a svájci frank és a japán jen árfolyamváltozásait a dollárral szemben az időszak alatt. Megfordítottuk a tengelyek értékeit, így az alacsony devizák felértékelődése emelkedésként jelenik meg.

2. ábra: Svájci frank és japán jen árfolyamváltozása



Az árfolyamveszteségek kamatai

Amint egy árfolyamveszteség létrejön, ugyanolyan életet él, mintha a kiadás túlfogyasztás miatt történt volna. Azaz az árfolyamveszteségek – hasonlóan a túlfogyasztáshoz – amint létrejönnek, kamatos kamattal nőnek tovább. Némi különbség van azt illetően, hogy mikortól kell kamatos kamatot számolni. Míg a túlfogyasztást illetően a kialakulás évétől kell a kamatokat számolni, addig az árfolyamveszteségeket illetően kamatos kamatokat addig nem kell számolni, amíg a veszteségek csak papíron léteznek, csak azután, amikor a veszteségek realizálódnak. Ez valamelyest tompítja a kamatos kamatok növekedését.

Például van egy két év múlva lejáró jen adósság. Az első évben a jen erősödik 20 százalékkal. Ezt a 20 százalékos veszteséget feltüntetjük az első évben mint közvetlen árfolyamveszteséget. Azonban indokoltan lenne erre kamatos kamatot felszámolni ebben az évben, mivel ez a veszteség csak a második évben realizálódik, addig ezt nem kell finanszírozni. Ezért a kamatos kamatokat is csak innentől kezdve számoljuk.

Annyival indokolt eltolni a kamatos kamatok számolásának kezdetét, amennyi a hitelek átlagos futamideje. Mint korábban bemutattuk, azzal a feltételezéssel élünk, hogy 1982 előtt 1 év, utána pedig 2 év az átlagos futamidő.

11. táblázat: Árfolyamveszteség kamatai

		1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	Össz
Árfv. nettó állományon	m USD	122	58	199	44	132	1404	429	-22	-759	-166	-122	-276	-119	2890	1785	731	-775	
Árfv. bruttó-nettó állományon	m USD	149	50	164	33	74	571	153	-9	-249	-51	-49	-140	-65	1261	577	221	-214	
Kamatoss kamat		2,53	2,47	2,41	2,36	2,21	2,05	1,89	1,69	1,40	1,13	0,87	0,70	0,52	0,39	0,27	0,17	0,09	
Adósság átlagos lejáratá	év	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	
Kamatozás csúsztása		2,47	2,41	2,36	2,21	2,05	1,89	1,69	1,40	1,13	0,70	0,52	0,39	0,27	0,17	0,09	0,00	0,00	
Árfv. nettó állomány kamatai	m USD	302	140	468	97	269	2 649	727	-32	-858	-116	-64	-109	-32	506	164	0	0	4 113
Árfv. b-n állomány kamatai	m USD	369	120	386	72	151	1 076	259	-12	-281	-35	-26	-55	-18	221	53	0	0	2 281
Árfolyamveszteség kamatai	m USD	671	260	854	170	420	3 726	986	-44	-1 138	-151	-89	-164	-50	727	217	0	0	6 394

Az árfolyamveszteségek kamatai 6,4 milliárd dollárt tesznek ki.

Ezen belül kiugróan magas összeg az 1978-as svájci frank felértékelődésén elszervezett veszteség kamatos kamatai: csaknem 3,7 milliárd dollár.

A teljes árfolyamveszteség így 14,4 milliárd dollár, amelyből 8,0 milliárd dollár a közvetlen veszteség, 6,4 milliárd dollár pedig ezek kamatai.

A kezdeti állomány kamata

Az adósság növekedéséhez hozzájárultak a kezdeti (1973-as) állomány kamatos kamatai. Az adósságon belül csak a nettó állomány kamatos kamatai tartoznak bele ebbe a tételbe. Korábban bemutattuk, hogy a bruttó mínusz nettó adósságállománnyal szemben devizakövetelések állnak.

A jegybanknak lehetősége van kb. ugyanannyi kamatnyereségre szert tenni, mint amennyi a kamatkiadása ezen az állományon. Így ha ezen mégis veszteség keletkezne, akkor azt más tételek között – árfolyamveszteségek vagy hitelkihelyezési veszteség – kell számba venni.

A kamatos kamat számításához az 1973 utáni átlagos éves kamatszinteket szorozzuk össze egymással.

12. táblázat: Kezdeti állomány kamatai

		1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	Össz
Nettó adósság	m USD	805																	
Kamatoss kamat		2,53																	
Kezdeti állomány kamatai	m USD	2 038																	2 038

A számítás alapján a kezdeti állomány kamatai nagyjából 2 milliárd dollárt tettek ki.

Hitelkihelyezési veszteségek

Korábban bemutatásra került, hogy a jegybank a nettó adósságszükségleten túl további adósságot vett fel, azt pedig kihelyezte. Ezek egy részét nem lehetett később behajtani, így ezeken 3 milliárd dollár veszteség keletkezett. A veszteséget 1989-ben írjuk le, ezért nincs erre vonatkozó kamatkiadás.

Elsődleges számítás

**Hitelkihelyezési veszteségek:
3 milliárd dollár**

A hitelkihelyezési veszteség tehát 3 milliárd dollárral növelte az adósságot.

1.3. FIKTÍV TÉTELEK

Fiktív kamatnyereség

Közvetlen fiktív kamatnyereség

Korábban utaltunk rá, hogy az árfolyamvesztéssel párhuzamosan fiktív kamatnyereség keletkezett. A jegybank alacsony kamatozású devizákat választott a tisztán dollár alapú adósságfelvétel helyett. Ezek az alacsony kamatozású devizák jelentősen felértékelődtek, azonban igaz, hogy az ezekre fizetett kamat alacsonyabb volt, mintha ugyanezt az adósságot dollárban vette volna fel.

Arra a kérdésre keressük a választ, hogy a választott devizaszerkezetben mennyivel volt kisebb a kamatkiadás ahhoz képest, mintha a teljes adósságállomány dollárban lett volna az egész időszakban. A kamatnyereség kiszámítása hasonló az árfolyamvesztés kiszámolásához, annyi különbséggel, hogy az árfolyamok fel/leértékelődése helyett a dollártól való kamatkülönbségeket vesszük figyelembe.

13. táblázat: Közvetlen fiktív kamatnyereség

Kamatszintek		1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Amerikai dollár	%	8,73	10,50	5,82	5,05	5,54	7,93	11,19	13,36	16,38	12,26	9,09	10,23	8,10	6,81	6,66	7,57	9,22
Svájci frank	%	4,88	5,75	3,50	2,50	2,00	1,50	2,50	3,50	6,50	5,25	4,75	4,75	4,75	4,75	3,25	4,50	8,94
Német márka	%	7,25	7,83	5,02	4,00	3,83	3,25	5,02	8,06	8,25	7,60	4,75	4,90	5,02	4,54	3,94	3,88	5,92
Japán jen	%	5,76	9,00	7,98	6,50	5,15	3,65	4,64	8,07	6,42	5,50	5,40	5,00	5,00	3,70	2,57	2,50	3,06
Kamatkülönbözlet (vs. dollár)																		
Svájci frank	bp	386	475	232	255	354	643	869	986	988	701	434	548	335	206	341	307	28
Német márka	bp	148	267	80	105	171	468	617	530	813	466	434	533	308	227	272	370	330
Japán jen	bp	297	150	-216	-145	39	428	655	529	997	676	369	523	310	311	409	507	616
Devizák részaránya																		
Amerikai dollár	%	25	25	25	25	25	25	25	27	35	44	52	60	45	30	30	30	30
Svájci frank	%	60	60	60	60	60	60	60	58	52	45	39	32	21	10	10	10	10
Német márka	%	15	15	15	15	15	15	15	15	13	11	10	8	17	25	25	25	25
Japán jen	%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	18	35	35	35	35

		1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	Össz
Nettó adósságállomány	m USD	805	1 338	2 000	2 618	3 580	6 141	7 123	7 571	7 477	7 267	6 994	6 549	8 046	10 688	13 683	13 966	14 900	
Kamatnyereség (frank)	m USD	19	38	28	40	76	237	371	436	383	230	117	115	57	22	47	43	4	2 262
Kamatnyereség (márka)	m USD	2	5	2	4	9	43	66	59	79	38	29	28	41	61	93	129	123	811
Kamatnyereség (jen)	m USD	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	44	116	196	248	321	925
Nettó áll. Kamatnyereség	m USD	20	43	30	44	85	280	437	495	461	268	146	143	141	199	336	420	448	3 998

Bruttó-nettó állomány	m USD	1 313	1 523	2 199	2 596	2 673	3 327	3 384	3 884	3 263	2 949	3 751	4 434	5 909	6 219	5 901	5 636	5 490	
B - nettó áll. devizaszerk.		0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	
Kamatnyereség (frank)	m USD	23	33	23	30	43	96	132	168	125	70	47	58	31	10	15	13	1	918
Kamatnyereség (márka)	m USD	2	5	2	3	5	18	23	23	26	12	12	14	23	26	30	39	34	296
Kamatnyereség (jen)	m USD	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	24	51	63	75	89	302
B-nettó áll. kamatnyereség	m USD	25	37	25	33	48	114	156	190	151	82	59	73	78	87	109	127	124	1 516

Közvetlen kamatnyereség	m USD	45	81	55	77	133	394	593	685	612	350	205	215	219	286	444	547	572	5 514
-------------------------	-------	----	----	----	----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-------

Így a közvetlen fiktív kamatnyereség 5,5 milliárd dollárt tett ki.

Közvetlen fiktív kamatnyereség kamatai

Hasonlóan az árfolyamveszteségekhez, a fiktív kamatnyereségre is igaz, hogy mielőtt létrejön, kamatos kamattal él tovább. Így a közvetett fiktív kamatnyereség a következő:

14. táblázat: Fiktív kamatnyereség kamatai

		1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	Össz
Kamatnyer. nettó áll-on	m USD	20	43	30	44	85	280	437	495	461	268	146	143	141	199	336	420	448	3 998
Kamatnyer. b-n áll-on	m USD	25	37	25	33	48	114	156	190	151	82	59	73	78	87	109	127	124	1 516
Kamatos kamat		2,53	2,47	2,41	2,36	2,21	2,05	1,89	1,69	1,40	1,13	0,87	0,70	0,52	0,39	0,27	0,17	0,09	
Adósság átlagos lejárat	év	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	
Kamatozás csúsztása		2,47	2,41	2,36	2,21	2,05	1,89	1,69	1,40	1,13	0,70	0,52	0,39	0,27	0,17	0,09	0,00	0,00	
Kamatny. nettó áll. kamatai	m USD	50	105	71	98	174	528	741	694	521	187	76	56	38	35	31	0	0	3 407
Kamatny. b-n áll. kamatai	m USD	62	90	59	73	98	215	264	267	171	57	31	29	21	15	10	0	0	1 459
Kamatny. kamatai	m USD	112	195	130	170	272	743	1 005	961	692	244	107	85	59	50	41	0	0	4 866

A fiktív kamatnyereségek kamatai közel 4,9 milliárd dollárt tettek ki.

Így a teljes fiktív kamatnyereség 10,4 milliárd dollár.

Elsődleges számítás

Fiktív kamatnyereség: 10,4 milliárd dollár, az árfolyamveszteség 72 százaléka

Emlékeztetőül: az árfolyamnyereség 14,4 milliárd dollárt tett ki. Így jogos azt mondani, hogy bár a devizaválasztás összességében rossznak bizonyult, de ennek nagyságát jelentősen csökkenti, hogy – az árfolyamvesztéssel párhuzamosan – kb. 72 százaléknyi fiktív kamatnyereség keletkezett. Ezt úgy kell értelmezni, hogy abban az esetben, ha a jegybank végig a dollárt választotta volna, akkor igaz, hogy nem lett volna 14,4 milliárd dollár nagyságú árfolyamvesztés, de egy ennek kb. 72 százalékát kitevő többlet kamatkiadás keletkezett volna.

Diskurzus: Tájékoztatta-e a jegybank a vezetést a hitelfelvétel valódi költségéről?

Abban az esetben, ha az árfolyamvesztés 72 százalékát nem a jegybank rovására írjuk – azaz azt mondjuk, hogy az árfolyamvesztésnek ezt a részét így is, úgy is elveszítette volna az ország –, akkor valójában honnan is jön ez a többletnövekedés? Ez a veszteség nem más, mint az alacsony kamatozású devizák és a dollár határidős árfolyamainak különbsége.

Például a jegybank mondhatta azt 1973-ban, hogy 5 százalék mellett tud hitelt felvenni egy évre. Nem tudjuk, hogy a jegybank hozzátette-e azt a fontos kiegészítést, hogy az 5 százalék kamat egy olyan devizára vonatkozik, amelynek az egy év múlva elszámolásra kerülő dollárral szembeni határidős árfolyama 4 százalékkal több, mint a jelenlegi árfolyama. Máshogyan megfogalmazva: ha 1973-ban rögzíteni akarja az ország az egy év múlva lejáró frankadósság visszafizetésének árát dollárban, akkor azt 4 százalékkal az azonnali ár felett tudja megtenni. Így a hitelfelvétel piaci árai alapján várható valódi költsége nem 5 százalék, hanem 9 százalék: 5 százalék kamat és 4 százalék várható árfolyamvesztés.²¹

Kérdés, hogy a jegybank tájékoztatta-e a vezetést az adósságfelvétel várható valódi költségéről. Amennyiben nem történt ilyen tájékoztatás, úgy a jegybankot felelősség terheli, mivel a döntéshozók nem a valódi költségek alapján ítélték meg, hogy érdemes-e hitelt felvenni vagy sem.

Kérdés, hogy a jegybank tájékoztatta-e a vezetést az adósságfelvétel várható valódi költségéről.

Fiktív veszteség/nyereség a lejáráti szerkezet változtatásán

Közvetlen fiktív veszteség/nyereség a lejáráti szerkezet változtatásán

Fiktív veszteség származott a jegybank rossz lejáráti szerkezet választásából. A jegybank 1982 után a hosszabb lejáratú finanszírozást favorizálta, egy olyan piaci környezetben, amikor a kamatok folyamatosan csökkentek, így magasabb kamatszinteket rögzített be.

²¹ Hasonló a 2000-es évek közepén svájci frankban eladósodott háztartások helyzete. Például aki 2007-ben a svájci frankot választotta, az alacsonyabb kamattal kapta a hitelt, mintha forint hitelt vett volna fel. Arról azonban a legtöbb esetben nem tájékoztatta megfelelő módon az ügyfeleket a bank, hogy melyek a határidős frank árfolyamok. Ha például az ügyfél be akarta volna rögzíteni a 2015-ös hiteltörlesztését 2007-ben, akkor azt csak 250 forint feletti áron tudta volna megtenni, annak ellenére, hogy az azonnali ár 150 forint körül mozgott. A határidős árakat valójában a kamatkülönbségek határozzák meg. Természetesen a jelenlegi határidős árak nem garantálják, hogy a majdani árak ténylegesen ekkorák lesznek, de mindenképpen egy hasznos iránymutatásként szolgálnak, és – úgy gondoljuk, hogy – a hitelnyújtásban résztvevő alapvető tájékoztatási kötelezettsége közé tartozik ennek bemutatása.

Kiszámoljuk, hogy mennyivel lett volna kisebb a kamatkiadás, ha a jegybank 1982-től nem változtatja a lejárat szerkezetét, azaz az alacsony kamatok mellett marad. A lejárat szerkezet miatti veszteséget az alábbi tábla mutatja be:

15. táblázat: Fiktív veszteség/nyereség a lejárat szerkezeten

Kamatok		1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Amerikai dollár	%	8,73	10,50	5,82	5,05	5,54	7,93	11,19	13,36	16,38	12,26	9,09	10,23	8,10	6,81	6,66	7,57	9,22	8,10
Svájci frank	%	4,88	5,75	3,50	2,50	2,00	1,50	2,50	3,50	6,50	5,25	4,75	4,75	4,75	4,75	3,25	4,50	8,94	8,50
Német márka	%	7,25	7,83	5,02	4,00	3,83	3,25	5,02	8,06	8,25	7,60	4,75	4,90	5,02	4,54	3,94	3,88	5,92	7,04
Japán jen	%	5,76	9,00	7,98	6,50	5,15	3,65	4,64	8,07	6,42	5,50	5,40	5,00	5,00	3,70	2,57	2,50	3,06	5,29
Adósság átlagos lejárata	év	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2	
Kamatkülönbözet																			
Amerikai dollár	bp										317	-114	213	129	15	-91	-165	112	
Svájci frank	bp										50	0	0	0	150	-125	-444	44	
Német márka	bp										285	-15	-13	48	60	6	-204	-112	
Japán jen	bp										10	40	0	130	113	7	-56	-223	
Devizák részaránya																			
Amerikai dollár	%	25	25	25	25	25	25	25	27	35	44	52	60	45	30	30	30	30	
Svájci frank	%	60	60	60	60	60	60	60	58	52	45	39	32	21	10	10	10	10	
Német márka	%	15	15	15	15	15	15	15	15	13	11	10	8	17	25	25	25	25	
Japán jen	%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	18	35	35	35	35	

		1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	Össz	
Nettó adósságállomány	m USD	805	1 338	2 000	2 618	3 580	6 141	7 123	7 571	7 477	7 267	6 994	6 549	8 046	10 688	13 683	13 966	14 900		
Kamatkül. nyereség (dollár)	m USD	0	0	0	0	0	0	0	0	0	100	-41	84	47	5	-37	-69	50	138	
Kamatkül. nyereség (frank)	m USD	0	0	0	0	0	0	0	0	0	16	0	0	16	-17	-62	7		-40	
Kamatkül. nyereség (márka)	m USD	0	0	0	0	0	0	0	0	0	23	-1	-1	6	16	2	-71	-42		-67
Kamatkül. nyereség (jen)	m USD	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	18	42	3	-28	-116		-80
Nettó áll. kamatkül. nyer.	m USD	0	0	0	0	0	0	0	0	0	140	-42	83	71	79	-49	-230	-101		-49

Bruttó-nettó állomány	m USD	1 313	1 523	2 199	2 596	2 673	3 327	3 384	3 884	3 263	2 949	3 751	4 434	5 909	6 219	5 901	5 636	5 490		
B - nettó áll. devizaszerk.		0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75		
Kamatkül. nyereség (dollár)	m USD	0	0	0	0	0	0	0	0	0	30	-17	42	26	2	-12	-21	14		65
Kamatkül. nyereség (frank)	m USD	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5	0	0	0	7	-6	-19	2		-10
Kamatkül. nyereség (márka)	m USD	0	0	0	0	0	0	0	0	0	7	0	0	4	7	1	-22	-12		-15
Kamatkül. nyereség (jen)	m USD	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	10	18	1	-8	-32		-11
B-nettó áll. kamatkül. nyer.	m USD	0	0	0	0	0	0	0	0	0	43	-17	42	39	35	-16	-70	-28		28

Közvetlen kamatkül. nyer.	m USD	0	0	0	0	0	0	0	0	0	183	-59	125	111	114	-65	-300	-129		-21
---------------------------	-------	---	---	---	---	---	---	---	---	---	-----	-----	-----	-----	-----	-----	------	------	--	-----

Az 1982-es időszakban kedvezőtlenül érintette az országot, hogy nőtt az adósságok lejáratára, mivel 1982 után csökkentek a kamatok. Viszont a vizsgált időszak végén, 1988–89-ben emelkedésnek indultak a kamatok, ekkor a korábban berögzített magasabb kamatok kedvezően érintették az adósságállományt.

Ezért a lejárat szerkezet változtatása közvetlenül alig okozott különbséget az eredményben.

A lejárat szerkezet változtatásából eredő fiktív veszteség kamatai

Akárcsak az összes eddigi tétel esetén, itt is igaz, hogy a veszteségek és a nyereségek kamatos kamattal élnek tovább. Így itt is kiszámoljuk a lejárat szerkezet változtatásából eredő veszteség kamatait:

16. táblázat: Lejárat szerkezet változtatásából eredő fiktív veszteség/nyereség kamatai

		1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	Össz
Nettó áll. kamatkül. nyer.	m USD	0	0	0	0	0	0	0	0	0	140	-42	83	71	79	-49	-230	-101	-49
B-nettó áll. kamatkül. nyer.	m USD	0	0	0	0	0	0	0	0	0	43	-17	42	39	35	-16	-70	-28	28
Kamatos kamat		2,53	2,47	2,41	2,36	2,21	2,05	1,89	1,69	1,40	1,13	0,87	0,70	0,52	0,39	0,27	0,17	0,09	
Adósság átlagos lejárat	év	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	
Kamatozás csúszása		2,47	2,41	2,36	2,21	2,05	1,89	1,69	1,40	1,13	0,70	0,52	0,39	0,27	0,17	0,09	0,00	0,00	
Nettó áll. k.kül. nyer. kamatai	m USD	0	0	0	0	0	0	0	0	0	98	-22	33	19	14	-4	0	0	137
B-n áll. k.kül. nyer. kamatai	m USD	0	0	0	0	0	0	0	0	0	30	-9	17	11	6	-1	0	0	53
Kamatkül. nyereség kamatai	m USD	0	0	0	0	0	0	0	0	0	127	-31	49	30	20	-6	0	0	190

Mivel a veszteségek korábban keletkeztek, mint a nyereségek, így némi, 0,2 milliárd dollár értékű fiktív kamatkülönbség-veszteség volt.

Így a lejárat szerkezet változtatásából eredő fiktív veszteség összesen közel 0,2 milliárd dollár. Ez azt jelenti, hogy közel 0,2 milliárd dollárral lett volna kisebb az adósságállomány abban az esetben, ha a jegybank nem vált át hosszabb lejáratú finanszírozásra 1982-től. Ez az érték azonban nem tekinthető jelentősnek a többi tényezőhöz képest, ezért a továbbiakban nem vesszük számításba.

ELSŐDLEGES SZÁMÍTÁS ÖSSZEFOGLALÁSA

Az alábbi táblázat foglalja össze az 1973 és 1989 közötti időszakra vonatkozó számítások eredményeit.

17. táblázat: Elsődleges számítás összefoglalása

Mrd USD			
Nettó államadósság növekedése			18,6
Okozó tényező	Közvetlen	Kamatok	Összesen
Túlfogyasztás	0,7	4,8	5,5
Árfolyamvesztés	8,0	6,4	14,4
Kezdeti állomány kamatai	0,0	2,0	2,0
Hitelkihelyezési veszteség	3,0	0,0	3,0
ÖSSZESEN	11,7	13,2	24,9
Fiktív tétel	Közvetlen	Kamatok	Összesen
Kamatnyereség	5,5	4,9	10,4

Az elsődleges számítás alapján az adósságot növelő tényezők hozzájárulásának összege (24,9 milliárd dollár) nagyobb, mint az adósság növekedése (18,6 milliárd dollár). Azaz a részek összege nagyobb, mint az egész. Nyilván, ez azt jelenti, hogy valami nem stimmel.

Alapvetően két helyről jöhet a hiba:

- számítás, vagy (és)
- felhasznált adatok.

Számítás

A számítást többször ellenőriztük, ennek alapvető vonalait rendben találtuk. Felmerülhet a gyanú, hogy a kamatos kamatok számításánál a túlfogyasztás kamatos kamatai, az árfolyam veszteség kamatos kamatai, valamint a kezdeti állomány kamatos kamatai közös metszetet alkotnak. Így többször került számításra ugyanaz az érték. Ezt a hibaforrás lehetőségét alaposan megvizsgáltuk és elvetettük.

Felhasznált adatok

Ha a számítás fő vonalaival minden rendben van, akkor az eltérés a felhasznált adatok hibájából eredhet. Hol lehetnek azok a különbségek a felhasznált, illetve a tényleges adatok között, amelyek azt eredményezték, hogy a részek valamivel többet alkotnak, mint az egész? Mielőtt megvizsgáljuk, hogy mi okozhatta az eltérést, végezzük el az egyes tényezők érzékenységvizsgálatát.

Az elsődleges számítás alapján az adósságot növelő tényezők hozzájárulásának összege (24,9 milliárd dollár) nagyobb, mint az adósság növekedése (18,6 milliárd dollár).

Hol lehetnek azok a különbségek a felhasznált, illetve a tényleges adatok között, amelyek azt eredményezték, hogy a részek valamivel többet alkotnak, mint az egész?

2. ÉRZÉKENYSÉGVIZSGÁLAT

Az érzékenységvizsgálat során arra a kérdésre keressük a választ, hogy milyen mértékben befolyásolja a számítás végeredményét, azaz a nettó államadósság általunk számolt növekedését, ha a kezdeti kiinduló adatokat megváltoztatjuk.

Az érzékenységvizsgálatot elvégeztük a kiinduló adatokra:

1. Folyó fizetési mérleg (és átlagos nettó kamatteher)²²
2. Átlagos kamat
3. Árfolyamok
4. Kamatszintek
5. Devizaszerkezet
6. Lejárati szerkezet
7. Bruttó mínusz nettó (vs. tartalékok) állomány devizaszerkezete

2.1. FOLYÓ FIZETÉSI MÉRLEG

Elvileg a folyó fizetési mérleg adatok pontosak, de eljátszottunk azzal a gondolattal, hogy milyen eredményt hozhat, ha az adatok mégsem helyesek.

Az időszak eleji értékek változtatására érzékenyebb a függvény. Ez természetesen annak tudható be, hogy az itt keletkezett hiányok kamatai nagyobbak, mint az időszak végén keletkezett hiányok kamatai. Ha például az 1974–79 közötti folyó fizetési mérleg adatok 10 százalékkal alacsonyabbak lennének, akkor 1,5 milliárd dollárral csökkenne a végeredmény.

Az érzékenységvizsgálat során egy érdekes dologra lettünk figyelmesek: két év folyó fizetési mérleg hiánya jelentősen eltér az adott évek előtti, illetve utáni értékektől: 1978 és 1986.²³ Érdekes módon épp ezek azok az évek, amikor a legjelentősebb árfolyamveszteségek voltak. Azon kezdtünk el gondolkodni, hogy ez egy véletlen egybeesés, vagy pedig lehet-e valamilyen összefüggés a két esemény között (tehát a kiugróan magas folyó fizetésimérleg-hiány és a kiugróan magas árfolyamveszteség között).

Két év folyó fizetési mérleg hiánya jelentősen eltér az adott évek előtti, illetve utáni értékektől: 1978 és 1986. Érdekes módon épp ezek azok az évek, amikor a legjelentősebb árfolyamveszteségek voltak. Vajon lehetséges-e, hogy az árfolyamveszteség egy része a folyó fizetési mérleghez lett lekönyvelve?

²² A folyó fizetési mérleg valamint az átlagos nettó kamatteher-értékek összeadásával került kiszámításra a túlfogyasztás. A túlfogyasztásérték az, amely befolyásolja a végeredményt. Így a nettó kamatteher ugyanolyan mértékben változtatná az eredményt (nominálisan ugyanakkora változtatás esetén), mint a folyó fizetési mérleg változtatása.

²³ Míg az 1977-es hiány 853 millió dollár, az 1979-es pedig 824 millió dollár, addig az 1978-as 1 480 millió dollár. Hasonlóan, míg az 1985-ös hiány 847 millió dollár, az 1987-es pedig 876, addig az 1986-os 1 495 millió dollár. Ugyanezekben az időszakokban az átlagos nettó kamatteher nem változik jelentősen, így a kiugrás elvileg a túlfogyasztásnak lenne betudható. A túlfogyasztás 1978-ra 689 millió dollárról felugrik 1 228 millió dollárra, majd visszamegy 364-re. Hasonlóan 1986-ban: 14 millió dollárról felugrik 532-re, majd visszajön 111-re.

- Első ötletünk arra irányult, hogy a dollár gyengülése duplán kedvezőtlenül érinthette az országot: egyrészt megemelkedhettek az olajárak, így a külkereskedelmi mérlegben nagyobb hiány keletkezhetett, másrészt a dollár gyengülése az adósság felértékelődését is okozta. Azonban ez a feltételezés nem állja meg a helyét, ugyanis sem 1978-ban, sem 1986-ban nem emelkedtek a világpiacon a kőolajárak, sőt valójában alacsonyabban voltak, mint az előttük illetve utánuk lévő évek átlagárai.
- Másik ötletünk arra irányult, hogy vajon lehetséges-e, hogy az 1978-as és 1986-os folyó fizetési mérleg adatok valami miatt nem helyesek. Elgondolkodtunk azon, hogy lehetséges-e, hogy az árfolyamvesztés egy része ezekben az években a folyó fizetési mérleghez lett lekönyvelve.

Egy lehetséges indíték mellett az érv mellett szól: a jegybankot kellemtlenül érinthette a jelentős árfolyamvesztés, és így jelentős érdekeltsége lehetett abban, hogy a hiba méretét papíron csökkentse. Az indíték megvan, de vajon kivitelezhető-e egy ilyen adatkozmetikázás? Ebben az időben az összes külkereskedelmi vállalat számlája a jegybanknál volt, a kimutatásokat a jegybank készítette, az államadósságról általában és különösen annak devizaszerkezetéről pedig csak néhány ember tudott. Arra jutottunk, hogy a felvételt semmiképpen sem vetjük el teljesen. A kérdés további utánajárását igényel, azonban erre már nem kerül sor ebben a dolgozatban.

A felvétel azért is rendkívül érdekes, mert abban az esetben, ha nem fogadjuk el az 1978-as és 1986-os folyó fizetési mérleg adatot, és egyoldalúan átírjuk az azt megelőző, illetve az azt követő évek átlagára (azaz a kiugrást kiegyenesítjük), akkor ez a változtatás 2,8 milliárd dollárral csökkenti a végeredményt. Emellett a változtatás a közvetlen túlfogyasztás értékét negatív értékűvé változtatja, ami annyit jelent, hogy az ország többet exportált, mint importált a teljes időszakban. (A túlfogyasztás kamatai változatlanul növelik az adósságot, mivel a hiányértékek az időszak elején vannak.)

2.2. ÁTLAGOS KAMAT

Az átlagos kamat értékének 10 bázisponttal történő megváltoztatása a teljes időszakra vonatkozóan közel 0,2 milliárd dollárral változtatja meg a végeredményt. 100 bázispontos módosítás pedig közel 2,5 milliárd dollárral.

Korábban utaltunk rá, hogy az 1975-ös 1,7 százalékos értéket szokatlanul alacsonynak tartjuk. Ráadásul ebből az értékből származtattuk az 1973-as és az 1974-es értékeket. Megvizsgáltuk, hogy mekkora lenne a változás a végeredményben, ha az 1973 és 1975 közötti értékeket önkényesen átírnánk olyan értékre, amely az ezeket követő éveket jellemzi. Az 1973 és 1975 közötti évek 5 százalékra történő változtatása közel 0,5 milliárd dollárral növeli meg a végeredményt.

Nem tartozik szorosan az érzékenyvizsgálathoz, de megvizsgáltuk, hogy mennyivel változtatná meg az eredményt, ha nem az átlagos kamatokkal számolnánk, hanem (1) az inflációval, (2) a FED-alapkamatokkal.

Ezáltal megkaptuk a választ arra a kérdésre, hogy az adósságra fizetett kamatok mennyire voltak magasak a dollárinflációhoz, valamint a kockázatmentes dollár kamathoz képest. Tudjuk, hogy az összehasonlítás leegyszerűsítő és némileg félrevezető is, hiszen az adósságok kamatszintje döntő részben más devizákban volt, mégis érdekes meglátásokra juthatunk a számítással.

1. Amennyiben dollárinflációval²⁴ számolunk átlagos nettó kamatkiadás helyett, úgy ez 37 százalékkal csökkenti a kamatkadásokat. Ez azt jelenti, hogy a kamatok 63 százalékát lehet az inflációval magyarázni és közel 37 százalékát reálkamattal.
2. Amennyiben FED-alapkamattal számolunk átlagos nettó kamatkadás helyett, úgy 13 százalékkal magasabb kamatkadás keletkezik. Azaz a jegybank – igaz más devizákban – a kockázatmentes dollár kamatok alatt vette fel az adósságot.

Ezt azt jelenti, hogy nem igaz az a narratíva, hogy az adósságok kamatai – dollárban mérve – igazán magasak lettek volna. Az átlagos kamatszint az infláció felett, de a kockázatmentes kamat alatt van. A kamatok 63 százaléka magyarázható az inflációval, a reálkamatok 37 százalékát teszik ki az összes kamatkadásnak.

2.3. ÁRFOLYAMOK

Mint azt korábban láttuk, az egyes hitelfelvételek adatai nem állnak rendelkezésre, így éves átlagárfolyam-értékekkel számoltunk. Általánosságban nem gondoljuk, hogy a jegybank hosszabb távon megverné a piacot, azaz, hogy kedvezőbb szinteken tudna ügyleteket kötni, mint az éves átlagok. Azonban véletlenszerűen lehetnek jobban illetve kevésbé jól időzített ügyletek.

Több olyan év van, amikor az éven belüli (azaz lehetséges kötési) árfolyamokkal történő számolás 0,5 milliárd dolláros nagyságrendű különbséget eredményez. Elsősorban olyan időszakokban érzékeny a modell a lehetséges kötési árfolyamok átlagtól való eltérésére, amikor nagy éven belüli árfolyamváltozások voltak a piacon, illetve amikor jelentős változások történtek az adósság devizaszervezetében.

Egy, az árfolyam szempontjából különösen kedvező vagy különösen kedvezőtlen éven belüli időzítés akár 1,5 milliárd dollárral változtathatta meg a végleges adósságállományt.

Kiemelkednek az 1977–1978-as, valamint az 1985–1986-os évek. Ezekben az években nagyságrendileg 1,5 milliárd dolláros különbséget okozhat a lehetséges szélső árfolyamértékekkel történő számolás az éves átlagokkal történő számításhoz képest. Azaz ezekben az években egy különösen kedvező vagy különösen kedvezőtlen időzítés akár 1,5 milliárd dollárral változtathatta meg a végleges adósságállományt.

2.4. KAMATSZINTEK

Korábban bemutattuk, hogy az alapkamatokat vettük referenciaként. A napon belüli piaci kamatszintek, azaz azok a szintek, amelyeken a kötések születhettek, minden bizonnyal volatilisabbak voltak, mint az alapkamatok, amelyeket csak időszakonként változtattak a jegybankok. Így vélelmezhetjük, hogy valamennyire alulbecsüljük az érzékenységet, ha az alapkamatok ingadozásával számolunk.

Megvizsgáltuk, hogy hogyan változik a végeredmény abban az esetben, ha az éven belüli alapkamat-szélsőértékekkel számolunk. Így megkapjuk, hogy egy-egy év kamatok szempontjából szélsőségesen kedvező, illetve szélsőségesen kedvezőtlen hitelfelvétel mennyire eredményez eltérő adósságnövekményt, mint az éves átlaggal való számolás.

²⁴ Az amerikai fogyasztói árindex alapján (BLS, 2015).

Az alapkamatokat illetően az alacsony kamatozású devizák, azaz a svájci frank, német márka és japán jen alapkamatának éven belüli ingadozása viszonylag alacsony volt. Magasabb volt az ingadozás 1980-ban, ezen év szélsőértékei 0,3 milliárd dollárral változtatják meg az eredményt. Szintén nagyobb volt az ingadozás 1988-ban és 1989-ben, azonban ezek – tekintve, hogy az évek a vizsgált időszak végén találhatók – már nincsenek jelentős hatással az eredményre.

A dollár alapkamatok jóval volatilisabbak voltak. Az 1980 és 1982 közötti időszakban különösen megnő a kamatszint ingadozása. 1980-ban csaknem 1000 bázispont van a legalacsonyabb és a legmagasabb érték között, 1981-ben közel 700 bázispont, míg 1982-ben közel 600 bázispont. Ezen évek szélsőértékei rendre 0,8 milliárd, 0,5 milliárd valamint 0,3 milliárd dollárral változtatják a végeredményt.

Összességében azt állapítottuk meg, hogy az éven belüli kamatingadozások jelentősége kisebb, mint az árfolyam-ingadozása. Azonban a kamatok esetében is van olyan év, 1980, amikor annyira széles sávban ingadozott a kamatszint, hogy egy éven belüli szélsőségesen kedvező vagy kedvezőtlen időzítés nagyobb mértékben befolyásolta az eredményt, mint a teljes időszak alatti túlfogyasztás. Ezért hasznos lenne, ha a kötések kamatértékei is pontosan rendelkezésre állnának.

Egy, a kamatok szempontjából különösen kedvező vagy különösen kedvezőtlen időzítés szintén jobban befolyásolta az eredményt, mint a teljes időszak alatti túlfogyasztás.

2.5. DEVIZASZERKEZET

A devizaszerkezetet számtalan különböző módon változtathatjuk meg. Három fő típusú módosítást végeztünk el:

1. Dollár vs. alacsony kamatozású devizák aránya

Jellemzően a svájci frank, német márka, japán jen egy irányba mozgott a dollárral szemben az időszak alatt. Így első körben azt vizsgáltuk, hogy a dollár arányának változtatása mennyire befolyásolja az eredményt.

- Ha 1973–80 között 10 százalékkal változtatjuk a dollár arányát a frank rovására, akkor ez 1,5 milliárd dollár változást eredményez az adósságállományban.
- 1981–84 között 10 százalékkal módosított dollárarány 0,6 milliárd dollár eredményváltozást okoz.
- Az 1985 utáni időszakra 10 százalék módosított dollárarány 0,8 milliárd dollár eredményváltozást hoz.

2. Alacsony kamatozású devizák egymáshoz képesti árfolyammozgása

Bár az alacsony kamatozású devizák jellemzően irányszerűen együtt mozogtak, mégis van olyan időszak, amikor ezek egymáshoz képesti árfolyama jelentősen változott, és így a választás jelentősen befolyásolja az eredményt.

- Ha az 1973–79-es időszakban nincs márka, csak frank az adósságállományban, akkor ez 0,9 milliárd dolláros növekedést jelent.

3. Időzítés

Végül szintén befolyásolja az eredményt, hogy a devizaszerkezet változásakor milyen gyorsan mentek végbe a változások.

- Az 1979–1980-as évi változás időzítése, illetve annak eltolása egy évvel kisebb jelentőségű.
- Az 1984–1985-ös devizaszerkezeti változást ha eltoljuk egy évvel, akkor ez 1,2 milliárd dollárral csökkenti az eredményt.

A modell nagyon érzékeny a devizaszerkezetre. Különösen a dollár arányára az alacsony kamatozású devizákhoz képest.

Összefoglalva: az eredmény nagyon érzékeny a devizaszerkezetre. Különösen a dollár arányára az alacsony kamatozású devizákhoz képest, valamint az 1985 és 1986 közötti időszak devizaszerkezet-változás időbeni lefutására. Általánosságban elmondható, hogy a devizaszerkezettel kapcsolatosan számos olyan bizonytalanság van, amely önmagában 1 milliárd dollár vagy akár ennél is nagyobb mértékben módosítja a végeredményt.

2.6. LEJÁRATI SZERKEZET

Megvizsgáltuk, hogy hogyan változik az eredmény abban az esetben, ha az 1985 utáni átlagos lejáratra 2 év helyett 3 évvel számolunk. Ebben az esetben 0,4 milliárd dollárral nő az eredmény.

2.7. BRUTTÓ MÍNUSZ NETTÓ ÁLLOMÁNY DEVIZASZERKEZETE

Azt feltételeztük, hogy a tartalékok nagyobb része, 75 százaléka dollárban volt, és csak 25 százalékban volt hasonló deviza összetételben, mint az adósság. Ha ezt a 75 százalékos értéket 50 százalékra csökkentjük, akkor ez 1,5 milliárd dollárral csökkenti a végeredményt, míg 100 százalékra emelése ugyanilyen mértékben növeli a végeredményt.

ÉRZÉKENYSÉGVIZSGÁLAT ÖSSZEFOGLALÁSA

Általánosságban elmondhatjuk, hogy az eredmény érzékeny a kiindulási adatokra. Számos olyan tényező, résztényező van, amely önmagában jobban befolyásolja az eredményt, mint az 1973 és 1989 közötti időszak alatti teljes túlfogyasztás.

A legérzékenyebbnek tűnő tényezők:

- Devizaszerkezet
- Folyó fizetési mérleg adatok (1978 és 1986)
- Valódi kötési árfolyamok és kamatszintek
- Bruttó mínusz nettó állomány devizaszerkezete

Általánosságban elmondhatjuk, hogy az eredmény érzékeny a kiindulási adatokra. Számos olyan tényező, résztényező van, amely önmagában jobban befolyásolja az eredményt, mint az 1973 és 1989 közötti időszak alatti teljes túlfogyasztás.

3. EREDMÉNYEK

3.1. ELSŐDLEGES SZÁMÍTÁS KIIGAZÍTÁSA

Láttuk, hogy az eredmény mennyire érzékeny a devizaszerkezetre, néhány folyó fizetési mérlegre vonatkozó adatra, valamint további adatok megváltoztatására. Ennek tükrében már nem is tűnik annyira érthetetlennek, hogy hogyan jött ki a részek összegére nagyobb érték, mint az egészre.

Térjünk most vissza a fejezet első részében feltett kérdésre: hogyan lehet az, hogy az adósságnövekedés 18,6 milliárd dollár volt, míg az egyes tényezők hatásának összege 24,9 milliárd dollár. Az érzékenységvizsgálatban megismertek, valamint a korábban bemutatott ismeretek alapján azt gondoljuk, hogy a túlbecslés oka az alábbi tényezőkben, illetve ezek kombinációjában lehet:

1. Árfolyamveszteség túlbecslése

Elképzelhető, hogy a feltételezett devizaszerkezet kedvezőtlenebb képet mutatott, mint a valódi. Mint láttuk, a devizaszerkezetre nagyon érzékeny az eredmény. Szintén elképzelhető, hogy a jegybank éven belüli időzítései kedvezők voltak, így az átlagos értéknél kedvezőbb kötések születtek.

2. Túlfogyasztás túlbecslése

Nem tartjuk kizártnak, hogy hiba lehet a folyó fizetési mérlegre vonatkozó statisztikákban, és ez okozza a túlfogyasztás értékének a túlbecslését. Különösen megnyugtató lenne, ha az 1978-as és 1986-os kiugróan magas hiány részleteiről további információk állnának rendelkezésre.

3. Hitelkihelyezési veszteségek túlbecslése

Tekintve, hogy nagyon kevés információ van a hitelkihelyezési veszteségekről, nem tartjuk kizártnak, hogy ez az érték túlbecsült.

Logikusnak tűnhet azt gondolni, hogy a folyó fizetési mérleggel valamint a hitelkihelyezési veszteségekkel kapcsolatos adatok stabilabbnak mondhatók, és tekintve, hogy amúgy is a legnagyobb bizonytalanság a devizaszerkezettel kapcsolatban van, a túlbecslés legvalószínűbb helye az árfolyamveszteség túlbecslése.

Valójában amellet is lehet érvelni, hogy az árfolyamveszteségekre vonatkozó számítások egyáltalán nem túlzóak. A jegybank által közölt adatok – amelyek nagyjából megegyeznek a számításban felhasznált adatokkal – inkább a jegybank számára kedvezőek. Ha lett volna a jegybank számára jónak mondható esemény, mint például rendkívül sikeres

Visszatérve a korábbi kérdéshez: hogyan lehet az, hogy az adósságnövekedés 18,6 milliárd dollár volt, míg az egyes tényezők hatásának összege 24,9 milliárd dollár? Azt gondoljuk, hogy a túlbecslés oka az alábbi tényezőkben, illetve ezek kombinációjában lehet:

- árfolyamveszteség túlbecslése,
- túlfogyasztás túlbecslése,
- hitelkihelyezési veszteségek túlbecslése.

A rendelkezésre álló adatok alapján nem lehet a túlbecslés okát egyértelműen azonosítani.

éven belüli időzítés, akkor azt a jegybank közölte volna annak érdekében, hogy az árfolyamvesztés bemutatott nagyságát csökkentse. Ezt nem tette, következésképpen logikus azt gondolni, hogy az árfolyamvesztések ekkorák, sőt akár ennél is nagyobbak lehettek. Ebben az esetben az eltérés oka a túlfogyasztás (és/vagy a hitelkihelyezési veszteségek) túlbecslése. Elképzelhető, hogy a túlfogyasztás (vagy/és a hitelkihelyezési veszteségek) valójában a jelenleginél is kisebb mértékben járultak hozzá az adósság növekedéséhez.

Úgy látjuk, hogy a rendelkezésre álló adatok alapján nem lehet sem egyik, sem másik pontot végérvényesen elutasítani.

3.2. A SZÁMÍTÁS KIIGAZÍTOTT EREDMÉNYE, VÉGEREDMÉNY

Láttuk, hogy nem egyértelmű, hogy hol a hiba: az árfolyamváltozás vagy a túlfogyasztás (esetleg a hitelkihelyezési veszteség) lett túlbecsülve? Mindezek tükrében hogyan csökkentjük az adósságnövekedéshez hozzájáruló részeket úgy, hogy a valódi adósságnövekedés értékét megkapjuk? Úgy döntöttünk, hogy a számítás folytatásánál a csökkentést az árfolyamvesztésre és a túlfogyasztásra terheljük arányosan.²⁵

A kiigazítás után az eredmények az alábbiak szerint módosulnak.

18. táblázat: Korrigált számítás, végeredmény

				Mrd USD
Nettó államadósság növekedése				18,6
Okozó tényező	Közvetlen	Kamatok	Összesen	
Túlfogyasztás	0,5	3,2	3,7	
Árfolyamvesztés	5,5	4,4	9,8	
Kezdeti állomány kamatai	0,0	2,0	2,0	
Hitelkihelyezési veszteség	3,0	0,0	3,0	
ÖSSZESEN	9,0	9,6	18,6	
Fiktív tétel	Közvetlen	Kamatok	Összesen	
Kamatnyereség	3,8	3,3	7,1	

Kiigazított számítás, végeredmény

- Túlfogyasztás: 3,7 milliárd dollár (közvetlen túlfogyasztás 0,5 milliárd dollár);
- Árfolyamvesztés: 9,8 milliárd dollár;
- Kezdeti állomány kamatai: 2,0 milliárd dollár;
- Hitelkihelyezési veszteségek: 3,0 milliárd dollár.
- Fiktív kamatnyereség: 7,1 milliárd dollár, az árfolyamvesztés 72 százaléka.

²⁵ A hitelkihelyezési veszteséget nem csökkentjük, de fenntartjuk a lehetőséget, hogy valójában ez az érték is revízióra szorulna.

EREDMÉNYEK ÉRTELMEZÉSE

1. MI OKOZTA AZ ADÓSSÁGNÖVEKEDÉST?

A természetes kérdés, ami mindenkiben megfogalmazódik, hogy akkor végül is mi vagy ki a felelős az államadósság megnövekedéséért: a „reálszféra” vagy pedig a „pénzügyi szféra”? Az eredményt többféleképpen lehet értelmezni annak függvényében, hogy ki hol húzza meg a reálszféra vs. pénzügyi szféra határát, illetve annak függvényében, hogy az eredményt önmagában értékeli valaki, vagy pedig az alternatív forgatókönyvhöz képest.

Három értelmezési változatot mutatunk be. Szeretnénk meghagyni a szabadságot, hogy mindenki ízlése szerint válasszon.

Akkor végül is mi vagy ki a felelős az államadósság megnövekedéséért: a „reálszféra” vagy pedig a „pénzügyi szféra”?

- Ha a reálszféra alatt a közvetlen túlfogyasztást értjük, akkor az adósságnövekedést szinte 100 százalékban a pénzügyi szféra okozta.
- Ha a túlfogyasztás kamatait a reálszférához társítjuk, akkor a pénzügyi szféra hozzájárulása 74 százalékra mérséklődik.
- Ha az adósságnövekedést az alternatív forgatókönyvhöz mérjük, akkor a pénzügyi szféra hozzájárulása 44 százalékra csökken.

A ÉRTELMEZÉS: REÁLSZFÉRA = KÖZVETLEN TÚLFOGYASZTÁS

Értelmezhetjük az eredményt úgy, hogy a reálszféra kizárólag a közvetlen túlfogyasztás. A közvetlen túlfogyasztás legfeljebb 1 milliárd dollár lehetett. A jelenleg rendelkezésre álló adatok alapján nem kizárt, hogy semmilyen túlfogyasztás nem volt. Így mondhatjuk, hogy az államadósság növekedését szinte 100 százalékban a pénzügyi szféra okozta.

B ÉRTELMEZÉS: REÁLSZFÉRA = TÚLFOGYASZTÁS ÉS KAMATAI

Értelmezhetjük az eredményt úgy, hogy a túlfogyasztás kamatait²⁶ is a reálszférához társítjuk. Ebben az esetben azt kapjuk, hogy az adósságnövekedés kb. háromnegyed részét a pénzügyi szféra okozta.²⁷

²⁶ vagy legalább az inflációval megegyező kamatokat

²⁷ A kezdeti állomány kamatainak felét a pénzügyi szféra számlájára írjuk fel. Ebben a dolgozatban nem kerül részletesebb kifejtésre, de a kezdeti adósságállományt jelentős részben olyan tételek alkotják, amelyek reálszférához társítása – véleményünk szerint – megkérdőjelezhető. Egyrészt már a 30-as évek előtti állomány egy része sem köthető a reálszférához. Másrészt a jegybank a II. világháború után és még a 70-es években is újraélesztett olyan adósságokat, amire az ország már egyszer csődöt mondott a 30-as években. A hivatalos narratíva szerint erre az export-import finanszírozás újraélesztése miatt volt szükség. Azonban ez a narratíva megkérdőjelezhető. Harmadrészt pedig a jegybank indokolatlanul magas kamaton vett fel rövid lejáratú hiteleket az árufinanszírozáshoz.

19. táblázat: Adósságnövekedés – reálszféra vs. pénzügyi szféra

Okozó tényező	Közvetlen	Kamatok	Összesen	Reálszféra	Pénzügyi szféra
Túlfogyasztás	0,5	3,2	3,7	3,7	
Árfolyamveszteség	5,5	4,4	9,8		9,8
Kezdeti állomány kamatai	0,0	2,0	2,0	1,0	1,0
Hitelkihelyezési veszteség	3,0	0,0	3,0		3,0
ÖSSZESEN	9,0	9,6	18,6	4,7	13,8
				26%	74%

C ÉRTELMEZÉS: ÖSSZEVETÉS AZ ALTERNATÍV FORGATÓKÖNYVVEL

Értelmezhetjük az eredményeket úgy, hogy az adósságnövekedést nem önmagában vizsgáljuk, hanem az alternatív forgatókönyvhöz képest. Azaz azt mondjuk, hogy igaz, hogy rendkívül nagy volt az árfolyamveszteség, de indokoltabb azt kérdezni, hogy mennyivel lett nagyobb az államadósság ahhoz képest, mintha a jegybank a tisztán dollár alapú eladósodást választotta volna. Mint láttuk, az árfolyamveszteséggel szemben kb. annak 72 százaléka fiktív kamatnyereség volt.

Ebben az értelmezésben a pénzügyi szféra hozzájárulása az adósságnövekedéshez jelentősen lecsökken, mivel azt feltételezzük, hogy 7,1 milliárd dollár veszteség így is, úgy is keletkezett volna. Ebben az értelmezésben a jegybank kedvezőtlen devizaválasztása a korábbiánál jóval kisebb, 2,7 milliárd dollár többletnövekedést okozott. A 7,1 milliárd dolláros növekményt pedig visszaosztjuk a túlfogyasztás, illetve a kezdeti állomány kamataira.

Így az alábbi értékek adódnak:

20. táblázat: Adósságnövekedés – korrigált reálszféra vs. pénzügyi szféra

Okozó tényező	Közvetlen	Kamatok	Összesen	Korrekció	Új érték	Reálszféra	Pénzügyi szféra
Túlfogyasztás	0,5	3,2	3,7	4,3	8,1	8,1	
Árfolyamveszteség	5,5	4,4	9,8	-7,1	2,8		2,8
Kezdeti állomány kamatai	0,0	2,0	2,0	2,7	4,8	2,4	2,4
Hitelkihelyezési veszteség	3,0	0,0	3,0		3,0		3,0
ÖSSZESEN	9,0	9,6	18,6			10,4	8,2
						56%	44%
Fiktív tétel	Közvetlen	Kamatok	Összesen				
Kamatnyereség	3,8	3,3	7,1	-7,1	0,0		

Amennyiben az adósságnövekedést az alternatív forgatókönyvhöz képest számoljuk, akkor azt kapjuk, hogy az adósságnövekedés 44 százalékban róható fel a pénzügyi szférának. A jelentős különbség abból ered, hogy az árfolyamveszteség jelentős részét (kamatnyereség) átcsoportosítottuk a túlfogyasztásra és a kezdeti állomány kamataira, így növelve a reálszféra hozzájárulását.

Ebben a forgatókönyvben felvetődik a kérdés, hogy vajon nem terheli-e a jegybankot a (piaci árak alapján) várható árfolyamveszteségről, így a hitelfelvétel valódi költségéről való tájékoztatás elmulasztása. Ha igen, akkor mégsem teljesen jogos visszaosztani a kamatnyereséget a túlfogyasztásra.

2. ÁLTALÁNOS NARRATÍVÁK VITATÁSA

Az általánosan elfogadott narratívák újragondolásra, illetve további kutatásra szorulnak.

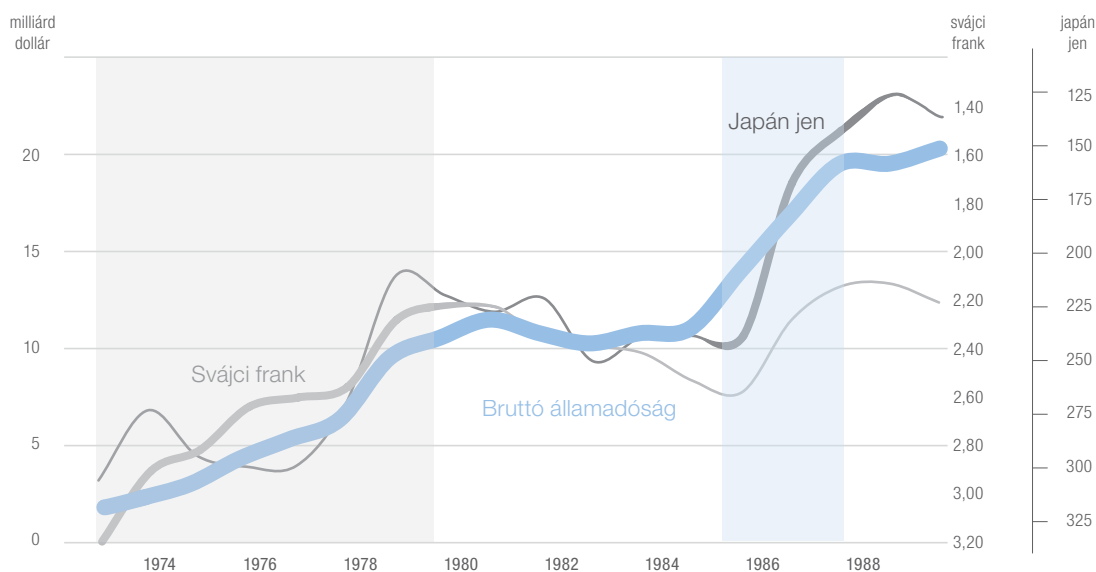
„A Kádár-rendszer túlfogyasztása”

Viszonylag nagy biztonsággal megállapíthatjuk, hogy az államadósság emelkedését elsősorban nem a Kádár-rendszer túlfogyasztása okozta, hanem árfolyamveszteségek. Mint láttuk, a közvetlen túlfogyasztás 0,5 milliárd dollár körül lehetett. A túlfogyasztás kamataival együtt sem több, mint közel 4 milliárd dollár. Nem tartjuk kizártnak, hogy a folyó fizetési mérleg adatok túlbecsültek. Ebben az esetben, elképzelhető, hogy semmilyen túlfogyasztás nem volt.

„Első és második eladósodási hullám”

Az „eladósodási hullámok”, azaz azok az időszakok, amikor az államadósság gyorsan növekszik, valójában azok az időszakok, amikor az alacsony kamatozású devizák erősödnek a dollárral szemben. Az „első eladósodási hullám” nem más volt, mint a svájci frank erősödése a dollárral szemben. Az 1979-től kezdődő adósság megfékezésének fő meghatározója a dollár erősödése. A „második eladósodási hullám” pedig nem más, mint a japán jen és a német márka erősödése a dollárral szemben.

3. ábra: Államadósság növekedésének hullámai



„Kamatok kamatok”

Bár a kamatok (leginkább az árfolyamveszteség kamatai) jelentősen, közel 10 milliárd dollár értékben hozzájárultak az állomány növekedéséhez, valójában ennek nagy részét kompenzálta a dollár inflációja. A reálkamat számításunk szerint az összes kamat 37 százaléka lehetett. Emellett megállapítható, hogy a kamatok nem voltak igazán magasak. A jegybank – igaz más devizában – alacsonyabb kamatokkal vette fel az adósságot, mint a dollár alapkamat.

„Dollár likviditásbőség”

Bár nincs jelentősége az adósság változását illetően, de szintén nem tűnik helyesnek az az állítás, miszerint a kőolajexportáló országok dollártöbblete okozta likviditásbőség találtta volna meg a helyét Magyarországon. Tekintve, hogy az adósságfelvétel első sorban svájci frankban történt, nem látjuk az erős kapcsolatot a világ dollár likviditásbősége, és a magyar államadósság felvétele között.

„Cserearány-romlás 1973-tól”

Elbizonytalanodtunk azt illetően, hogy a „cserearány-romlás” pontosan milyen csatornákon keresztül hat a dolláregyenlegekre. Két kérdés merült fel bennünk, ezek megválaszolása azonban a jelen dolgozat keretein túl mutat:

- Belátható, hogy a kőolajárak megemelkedése rontotta Magyarország külgazdasági cserearányait. Azonban az olajár-emelkedés csak késéssel érkezett az országba.²⁸ Értelmezésünk szerint az 1974-es évet csak korlátozottan érintette a világgpiaci olajár emelkedése, így nem győződünk meg arról, hogy az adósság 1973-as és 1974-es emelkedése az olajárhoz köthető.
- Értelmezésünk szerint az olaj elszámolása ebben az időszakban döntő részben²⁹ rubelben történt. A rubelelszámolások pedig zárt rendszert alkottak, és nem érintkeztek a dollárelszámolásokkal.³⁰ Ezért nem értjük pontosan, hogy a rubelegyenlegek romlása pontosan hogyan befolyásolja a dollárhiányokat.

²⁸ A „bukaresti árelv” értelmében a KGST országok az olajárát a tőkés világgpiaci ár alapján, de a „konjunktúrális időszaktól megtisztítva”, öt éves átlagár alapján, kétoldali megállapodás kereteiben határozták meg ötévente egyszer, majd ez az ár marad érvényben öt éven át. Ez az elv módosult 1974/1975 körül. Ezt követően a „csúsztató árelv” kerül előtérbe, amely részben hasonló, azonban nem a korábban rögzített öt éves perióduson alapul, hanem mindig az elmúlt öt év árain. Az áremelkedés azonban csak csúszva érkezik be az országba. Az olajár-emelkedés 1973 év végén történt. Ez alapján úgy tűnik, hogy a Szovjetunióból importált olaj árát illetően, az 1974-es olajárakat csak korlátozottan érinthette a világgpiaci olajár-változás.

²⁹ Az olajár a kontingensekben meghatározott mértékig transzferálbilis rubelben került elszámolásra. A kontingens feletti szállításokat piaci áron, dollárban kellett elszámolni (Kőrösi, 2014). A kontingensek értelmében a szállítások a hazai igény túlnyomó részét fedték.

³⁰ Bár volt többoldali elszámolási rendszer a KGST-n belül 1964-től, a gyakorlatban a KGST-n belüli külkereskedelem elsősorban kétoldali elszámolási számlákon történt. Az elszámolás devizája a rubel, illetve 1964-től a transzferálbilis rubel (Botos, 1978). A KGST-n belüli ki nem elégített egyenlegek átmenetileg a számlákon maradtak, és tárgyalások útján igyekeztek megállapodni a jövőbeni szállításokról úgy, hogy az egyenlegek hosszabb távon kiegyenlítésre kerüljenek. A transzferálbilis rubel egyenlegeket nem fogadták el nyugati országok, azaz ezt nem lehetett dollárra váltani.

3. A KUTATÁS FOLYTATÁSA

Láttuk, hogy az árfolyamvesztés volt a legfőbb államadósság-növelő tétel, és azt is, hogy a túlfogyasztásnak kis szerepe volt az adósság növekedésében. Azonban a rendelkezésre álló adatok alapján nem tudtuk pontosan megállapítani, hogy pontosan mennyi volt a túlfogyasztás és az árfolyamvesztés. Mint láttuk, ennek tisztázása azért is lenne érdekes, mert elképzelhető, hogy semmilyen túlfogyasztás nem volt az időszak alatt. A kérdés megválaszolása érdekében az alábbi irányban tartjuk érdemesnek folytatni a kutatást:

- Folyó fizetési mérleg adatok felülvizsgálata, különös tekintettel az 1978-as és 1986-os, valamint az 1973–1974-es évekre.
- Adósságfelvétel részletes adatainak (devizaszerkezet, kötési árfolyam és kamatértékek) megismerése.
- Hitelkihelyezési veszteségek részletes megismerése.
- Rubelelszámolású olajár-emelés dolláregyenlegekre való hatásának megismerése.

HIVATKOZÁSOK

ÁKK [2015]: <http://akk.hu/hu>

Bank of Japan [2015]: <http://www.boj.or.jp/en/statistics/boj/other/discount/index.htm/>

Bloomberg [2015]: www.bloomberg.com

Bureau of Labor Statistics [2015]: <http://www.bls.gov/data/#prices>

Boros Imre [2014]: *Árulkodó háttérképek pénzügyekről*

Botos Katalin [1978]: *Pénzügyek a KGST-ben*

Bozai Rita – Farkas Zoltán [1990]: *Hitelválság (Adósságaink története)*

Deutsche Bundesbank [2015]: https://www.bundesbank.de/Navigation/EN/Statistics/Money_and_capital_markets/Interest_rates_and_yields/interest_rates_and_yields.html

Federal Reserve Bank of St. Louis [2015]: <https://research.stlouisfed.org/fred2/series/FEDFUNDS>

Fekete János – Benda László [1999]: *Fekete Bárány?*

Földes György [1995]: *Az eladósodás politikatörténete 1957–1986*

Kőrösi István [2014]: *Világ gazdasági korszakváltás – 40 éve és napjainkban*

Lóránt Károly [1989]: *A magyar gazdaság eladósodásának okai*

Mihályi Péter [2013]: *A magyar gazdaság útja az adósságválságba*

MNB [1993]: *Külső eladósodás és adósságkezelés Magyarországon*

MNB [2012]: *Fizetési mérleg- és külfölddel szembeni befektetési pozíció statisztikái*

Mong Attila [2012]: *Kádár hitele – A magyar államadósság története 1956–1990*

Schweizerische Nationalbank [2015]: http://www.snb.ch/en/i/about/stat/hiszt/id/statpub_hiszt_actual

