

Az állampapírok forgalmazásának szerepe
Magyarország finanszírozásának szempontjából

2014

Jelige: „Stabilitás”

Lezárva: 2014. 11. 2.

TARTALOMJEGYZÉK

	Bevezetés.....	4
I.	Fogalmak	
	1. A szuverenitás.....	6
	2. Az államfinanszírozás forrásai.....	7
	3. Az államadósság, államadósság-kezelés.....	8
	4. Az állampapír.....	10
II.	Az állampapír, mint befektetési konstrukció magyarországi története	
	1. Az államjegyek.....	11
	2. A békekölcsön.....	14
	3. Összegzés.....	15
III.	A magyar adósságcsapda	
	1. Az adósságállomány alakulása.....	16
	2. A központi költségvetés adósságállományának összetétele, változásai.....	18
	2.1 A forintadósság.....	18
	2.2 A devizaadósság.....	19
	2.3 A forint és devizahányad változásai.....	20
	3. Az adósság-kezelés jogi fundamentumai.....	22
	4. Az adósság-kezelés – finanszírozás intézményi alapjai	
	4.1 Az Államadósság Kezelő Központ.....	23
	4.2 A Költségvetési Tanács.....	24
	4.3 A Magyar Nemzeti Bank.....	24
IV.	Az állampapír, mint gazdasági szuverenitást elősegítő eszköz térnyerése	
	1. A fejlődő országok intézkedései.....	25
	2. A magyar állampapír piac fellendülése.....	27
V.	Nemzetközi kitekintés	
	1. Szlovákia és Románia.....	30
	2. A német Alaptörvény.....	32
VI.	A háztartási szektor megtakarításainak átalakulása: Lakossági portfólió- átrendeződés.....	33

VII.	Valós negatív hatás a bankszektorra?	
1.	A kiszorítási hatás és a kamatverseny.....	35
2.	Állampapír vs. bankbetét.....	36
3.	A hozam – kockázat – likviditás vizsgálata és a befektetési alapok.....	37
VIII.	Népszerű állampapírok = stabil államháztartás?	
1.	Az állampapír forgalmazás jövője, távlati lehetőségei.....	40
2.	Az állampapír forgalmazás a fenntartható államháztartás eszköztárában.....	43
IX.	Összegzés.....	45
	Irodalomjegyzék.....	47

BEVEZETÉS

Dolgozatomban az állampapírok központi finanszírozásban betöltött szerepével kívánok foglalkozni. A mai modern államok szinte egyike sem tudja magát önállóan bevételeiből, így például az adókból befolyt összegekből finanszírozni.¹ Ezért bizonyos mértékű tőkebevonásra, így például hitelek felvételére vagy ennek alternatívájaként állampapírok kibocsátására kényszerülnek. Az elmúlt években egyre többet lehet találkozni a pénzügyi konstrukcióval különféle magyarországi médiumokban, melyből világossá válik, hogy a kormányzat ösztönözni kívánja az állampolgárokat az állampapír vásárlásra. Azonban nem volt ez mindig így: a konstrukció térnyerésének csak bő két éve, 2012 óta lehetünk szemtanúi. Ezért felvetődik a kérdés, hogy milyen nemzetgazdasági érdek fűződik a belföldről (főképp természetes személyektől) való tőkebevonáshoz? Kedvezőbb-e Magyarország költségvetésének szempontjából a pénzpiaci hitelek helyett a belföldi finanszírozás felé fordulás, és ha igen, milyen összetevői vannak a jelenségnek? Hordoz-e a lakossági értékesítésű állampapírok növekvő aránya önmagában valós pozitívumot a költségvetést tekintve, vagy csupán egy hangzatos szlogenről van szó? Milyen esetleges negatív hatásai lehetnek a jövőben a forint-alapú kötvények túlsúlyának? Úgy gondolom, e kérdések jogosan merülhetnek fel az állampapírok szerepével kapcsolatban, így időszerű az állami értékpapírok pozíciójának tisztázása, több szempontból való láttatása is.

Fontos megjegyezni, hogy az általam körüljárt terület komplex az érintett tudományágakat figyelembe véve gazdaságtani alapokkal rendelkezik, ugyanakkor az államháztartástan és a pénzügyi jog is markánsan felfedezhető benne. Kutatásom alapja egy interdiszciplináris kontextus leírása s egyben elemzése, így a dolgozat elkészítése során igyekeztem az érintett tudományágak követelményeinek megfelelni, ugyanakkor a különféle látásmódokat nem egymástól izolálva bemutatni, hanem egy egységes képet alkotva ábrázolni.

Elengedhetetlennek tartom a témakörrel kapcsolatban néhány alapvető fogalom tisztázását, ezért munkámat elméleti alapozással kezdem. Dolgozatomban kitérek a lakossági szerepvállalás jelentőségére az állampapír-piacon és felvázolom Magyarország finanszírozásának s adósságkezelésének jogi illetve intézményi hátterét. Hasznosnak tartottam kikutatni a szóban forgó befektetési konstrukció történetét hazánkban, mely segít megérteni annak változásait a majd' két évszázados horizonton. Tanulságos volt számomra az

¹ CHRISTIAN JAHNDORF: Grundlagen der Staatsfinanzierung durch Kredite und alternative Finanzierungsformen im Finanzverfassungs- und Europarecht, Verlagsgruppe Hüthig Jehle Rehm, 2003.

is, hogy az Európai Unió egyes tagállamai, különösképpen a Magyarországgal szomszédos államok milyen szerepet szánnak az állampapírnak az állami finanszírozásban, ezért dolgozatomban ezt a kérdéskört is körüljáróm.

Úgy vélem, az általam felvetett kérdéseket fontos tisztázni annak érdekében, hogy az állampapírt, mint pénzügyi jogi instrumentumot értékelni tudjuk mind befektetési lehetőségként, mind eszközként az államfinanszírozásban. Kiterjedt szerepkörére tekintettel hazánk jövőbeli gazdálkodásának kikerülhetetlen tényezőjeként is szükséges forgalmazása velejáróinak tisztázása, dolgozatomban ebben kíván iránymutatást adni.

I. FOGALMAK

1. A szuverenitás

Az államtan felfogása szerint a szuverenitás, mint fogalom az állam hatalmi és jogi jellegének leírására használt kifejezés, mely különösen nagy fogalom- és eszmetörténetre tekint vissza.² Austin szerint legfőbb jellemzője a szuverenitással bíró, vagyis a szuverén „jogi nem kötöttsége”, vagyis véleményem szerint tevékenységének szabad megválasztása, nem korlátozhatósága. Hans Kelsen és Carl Schmitt a szuverén hatalom jogát a döntési képességben látja, amit lényegében bármiről és akár bárhogyan meghozhat.³ Kelsen maga tovább differenciálja a fogalmat: jogi fogalomként az állami jogosítványok bizonyos mértéke lehet a szuverenitás, mely belső és külső egyaránt lehet. Előbbit államjogi értelemben, utóbbit a nemzetközi jogi kontextusban lehet értelmezni. Ha egy állam belső szempontból szuverén, politikailag „berendezheti” magát, saját alkotmányt, törvényeket készíthet és ezeket végre is hajthatja. A külső szuverenitásból fakad a nemzetközi szerződéskötésre vonatkozó jog, de az egyenlőséghez, tiszteletben tartáshoz való jogosultság is.⁴ A szuverenitás és az állam összekapcsolásakor beszélhetünk az államhatalomról, mely feltételezi azt, hogy az állami feladatokat általános felhatalmazottságánál fogva teljesítse a megválasztottak köre. A kormányzat a társadalom céljaihoz kötve végzi feladatait, köteles a közjavak biztosításával a közjó előmozdítására.⁵

A fogalom eddig feltárt jelentései nyomvonalán haladva a gazdasági értelemben vett szuverenitás az állam azon képességét takarja, hogy gazdasági döntéseit más államok illetőleg szervezetek befolyásától mentesen hozhassa meg.⁶ A kormányzat úgy képes dönteni gazdasági kérdésekben, hogy nem kell bizonygatnia a nemzetközi közvélemény számára lépéseinek jogosságát, nem kell érvelnie döntéseinek helyessége mellett sem.⁷ Ha a gazdasági-pénzügyi világot nézzük, a szuverenitás, mint fogalom használatát nehezíti, hogy interdependens területekről beszélünk, melyben a kölcsönös függés és az önkéntes szerződéses kötelelem

² TAKÁCS PÉTER – H. SZILÁGYI ISTVÁN – FEKETE BALÁZS (szerk.): Államelmélet, Szent István Társulat, 2012 249. oldal

³ TAKÁCS PÉTER – H. SZILÁGYI ISTVÁN – FEKETE BALÁZS (szerk.): i.m. 258. oldal

⁴ TAKÁCS PÉTER (szerk.): Államtan - írások a XX. századi általános államtudomány köréből, Szent István Társulat, 2013. 611. oldal

⁵ TAKÁCS PÉTER – H. SZILÁGYI ISTVÁN – FEKETE BALÁZS (szerk.): Államelmélet, Szent István Társulat, 2012 262. oldal

⁶ RAINER PROKISCH: Die Justiziabilität der Finanzverfassung, Nomos, 1993. 16. oldal: „az állam gazdasági szuverenitása a sarokpontja az állami szuverenitásnak.”

⁷ SÍKLAKY ISTVÁN: Létbiztonság és harmónia – Egy zöld fordulat programja –A pénzürgalmi rendszer alternatívája, Éghajlat könyvkiadó, 2003.

rendkívül gyakori.⁸ Ha a nemzetközi térben Magyarország önrendelkezési képességét vizsgáljuk, azt több szereplő és tényező is befolyásolja. Az Európai Unió tagjaként szuverenitásunk egy részét átruháztuk a nemzetközi szervezetre, így bizonyos gazdasági kérdésekben az EU-nak, mint jogalanynak van beleszólása hazánk döntéseibe. A hitelminősítő szervezetek tevékenységének⁹ is van kihatása Magyarországra, mint szuverén adósra, s a minősítések és változások egyfajta sorvezetőként is megjelennek hazánk megítélésében.¹⁰ A Nemzetközi Valutaalap (IMF) fizetési mérleggel, pénzügyi-finanszírozási problémákkal kapcsolatos kölcsönadási tevékenysége körében a nagyhatalmi befolyás sem elhanyagolható, hiszen a Kormányzótanács szavazatai részvételi kvóták alapján súlyozódnak.¹¹ Szuverenitásunk körében az állam azon tárgyalásai sem mellékesek, melyek során multinacionális cégekkel vitatja meg esetleges letelepedésük feltételeit, a velük szembeni elvárásokat.¹²

2. Az államfinanszírozás forrásai

Egy ország államháztartásának¹³ elsődleges forrásai többek között a számára befizetett adók, járulékok, kamatbevételek, de a nemzetközi szervezetektől (EU) lehívott támogatások is e körbe tartoznak.¹⁴ Az állam gazdálkodása során működteti a szociális ellátórendszert, egészségügyet, támogatja a kultúrát és az oktatást egyaránt.¹⁵ Ha az állam egy nagyobb beruházást szeretne végrehajtani, vagy csak egyszerűen meghaladják a kiadásai bevételeit, több út áll előtte a tőkebevonásban: csökkentheti kiadásait (pl. bizonyos támogatások mértékét), vagy éppen növelheti bevételeit, például adóemelések útján. Gyakran igénybe vett alternatíva a hitelek felvétele nemzetközi szervezetektől¹⁶, bankoktól, vagy akár más államoktól, s lehetőségként jelentkezik az államkötvények képében történő adósság-kibocsátás is.¹⁷

⁸ BOD PÉTER ÁKOS, 2010. 10. 03. <http://goo.gl/dTBVf5> (letöltve: 2014. 10. 30.)

⁹ A hitelminősítő szervezetek tevékenységével kapcsolatban kritikák fogalmazódtak meg a pénzügyi világválság idején, többek között a Lehman Brothers bukását sem jósolták meg, illetve az elképesztő mértékű (kb. 70 trilliárd dollárnyi) államadósság-tömeggel rendelkező Egyesült Államok kedvező besorolása is kétségeket ébreszthet. In.: BÁNFI TAMÁS – KÜRTHY GÁBOR – BÁNFI ATTILA: Szabályozás a pénzügyi válság(ok) után (között): kényszer és lehetőség.

¹⁰ A nemzetközi minősítő, értékelő és véleményalkotó szervezetek háttéréről és nemzeti szuverenitásra gyakorolt hatásáról, PI-NET, 2013

¹¹ <http://goo.gl/pliDqv> (letöltve: 2014. 10. 20.)

¹² BOD PÉTER ÁKOS, 2010. 10. 03.

¹³ <http://goo.gl/ZqRjq3> (letöltve: 2014. 10. 22.)

¹⁴ <http://goo.gl/mOtIH3> (letöltve: 2014. 10. 31.)

¹⁵ SIMON ISTVÁN (szerk.): Pénzügyi jog I., Budapest, 2007. 124-125. oldal

¹⁶ ld. később a devizaadósság összetevőit.

¹⁷ Amint azt később államadósságunk szerkezetének tárgyalásakor leírom, mára adósságunk nagy részét a kötvénykibocsátások teszik ki.

Fontosnak tartom megjegyezni, hogy amennyiben egy államot adósság terhel, annak kihatása van az államfinanszírozásra is, ugyanis a költségvetések összeállításakor számolni kell a hitelek lejáratával, megújításával, a kamatterhekkel egyaránt. Az államfinanszírozás keretében forrásnövelő intézkedésként az állami javak privatizációja, értékesítése is szóba jöhet, azonban a továbbiakban a finanszírozást, mint fenntartható és tudatos adósság-csökkentési folyamatot tartom az államadósság-kezelés leginkább használható eszközének. Megjegyzendő, hogy az államadósság-kezelés lehetséges eszközeinek taglalása elegendő kérdést vetne fel további tanulmányok elkészítéséhez is, jelen esetben munkámban az államfinanszírozás kérdéskörére szorítkozom.

3. Az államadósság, államadósság-kezelés

Államadósságról akkor beszélhetünk, ha egy adott ország költségvetési egyenlegében több a kiadás, mint a bevétel, s így a költségvetések évről-évre deficitet termelnek az országnak.¹⁸ Az összegyűjtött hiányok alkotják az adósságterhet, melynek kezelése, kamatainak törlesztése hosszabb távon különös odafigyelést kíván meg a döntéshozóktól.¹⁹ Az államadóssági jogviszonyban az állam, mint adós vesz részt, a hitelezők pedig lehetnek belföldi vagy külföldi természetes személyek, jogi személyek, de külföldi államok, nemzetközi szervezetek egyaránt.²⁰

Az adósságteher törvényi fogalmát, számításának módját a Magyarország gazdasági stabilitásáról szóló 2011. évi CXCV. törvény (Stabilitási törvény) 2. §-ában találjuk, melyben egy hányadosként kerül a mutató kifejezésre. A hányados számlálójában az államháztartás központi alrendszerének, önkormányzati alrendszerének, és a kormányzati szektorba sorolt egyéb szervezetek konszolidált (egymással szembeni tartozásaik kiszűrésével számolt) adóssága, a nevezőben a bruttó hazai termékek értéke található. A magyar szabályozás tehát egy olyan mutatót hozott létre, mely az állami szervek összességének adósságát a bruttó hazai össztermék (GDP) arányában láttatja.

Amint a törvény is deklarálja, adóssága egy államnak rendszerint hitelfelvétellel keletkezik, amit a pénz- és tőkepiac, nemzetközi szervezet, esetleg más állam nyújt neki.

¹⁸ HALUSTYIK ANNA (szerk.): Pénzügyi jog II., Pázmány Press, Budapest, 2013.

¹⁹ Az Egyesült Államok szövetségi kormánya adóbevételei nem fedezik annak kiadásait, így a hiányzó összegeket hitelekkel pótolják. MEIR KOHN: Bank- és pénzügyek, pénzügyi piacok, Osiris kiadó, Budapest, 1998.

²⁰ SIMON ISTVÁN (szerk.) Pénzügyi jog I., Budapest, 2007. 203. oldal

Nagy Tibor szerint: „Az államadósság a modern piacgazdaságokban az állami költségvetés állandó tényezője.”²¹ Mint minden hitelnek, az államadósságot alkotóknak is van lejáratuk, s ezeket a lejáró hiteleket meg kell időről-időre újítani. Az államadósságokkal a fő probléma tulajdonképpen a mértékük: akkora összegeket ölelnek fel, melyeket nem lehet pár év alatt visszafizetni, tudatos, hosszú távú koncepcióval lehet csak legyűrni és törleszteni őket. Napjainkban már nem is beszélünk visszafizetésről – ez hiú ábránd lenne. Ma már az adósság GDP-arányos szintjének stagnálása, de inkább csökkentése a cél nem csak Magyarországon, Európa többi államában is.

Ha az államadósság-kezelést az azt végző intézmények céljain keresztül kívánjuk definiálni, akkor az nem más, mint a mindenkori költségvetés finanszírozása hosszú távon, végezve ezt minél alacsonyabb költségekkel és a kockázatok figyelembevételével. A kezelésnek, mint komplex tervezetnek rövid távú tervei is vannak, s úgy gondolom, ezek közé tartoznak az állampapírok forgalmazásával kapcsolatos elképzelések is. Az adósságtömeg kezelési stratégiái annyiban különböznek egymástól, hogy az adósság-portfólió optimális összetételeként más és más benchmarkot, értékeket (elfogadási tartományt) adnak meg.²² A számítások során a fő kockázati faktor a piaci kockázatok köre, melyben a hozamok optimális megválasztása a legfontosabb feladat.

²¹ NAGY TIBOR: Az államadósságügy költségvetési joga In.: Simon István (szerk.) Pénzügyi jog I., Budapest, 2007. 202. oldal

²² BÁTAYI TAMÁS LÁSZLÓ: Államadósság-kezelési stratégiák In.: Hitelintézeti szemle, 2008. hetedik évfolyam, 4. szám 335. oldal

4. Az állampapír

Az állampapírok azok az állam által kibocsátott értékpapírok, melyek révén az azt megvásárlók és az állam között sajátos hitelviszony jön létre. Ha a törvényi megfogalmazásra tekintünk: „a magyar vagy külföldi állam, az MNB, az Európai Központi Bank vagy az Európai Unió más tagállamának jegybankja által kibocsátott, hitelviszonyt megtestesítő értékpapír”.²³

A papírok megvásárlásával a vevő tulajdonképpen az államnak ad kölcsönt, aki cserébe meghatározott kamatot fizet az előre meghatározott futamidő leteltével.

Az állampapír, mint befektetési forma általában rendkívül biztonságosnak tekinthető, hiszen maga a Magyar Állam vállal felelősséget a kifizetések teljesítéséért. A futamidő lejártakor tehát a papírok kibocsátója garantálja a tőke teljes összegének valamint az esedékes kamatoknak a kifizetését.

Az állampapírok aukció, adagolt kibocsátás, jegyzés és folyamatos értékesítés útján kerülnek a forgalomba. Futamidejük alapján két csoportra oszthatjuk az állampapírokat: beszélhetünk a kincstárjegyről, mely 1 év vagy annál rövidebb idő alatt jár le, és az államkötvényről, mely 1 évnél hosszabb lejáratú idővel rendelkezik.²⁴ Kamatozás szerint megkülönböztetünk fix és változó kamatozású papírokat, emellett diszkont áron kibocsátott papírok is léteznek.²⁵

Az értékpapírokról, azok általános szabályairól és csoportjairól hazánk 2014. március 15.-étől hatályos új Polgári Törvénykönyve, a 2013. évi V. törvény rendelkezik.²⁶ A törvény normatív módon írja körül az értékpapír fogalmát, annak tartalmi ismérveit veszi számba a fogalom-meghatározásnál. A jogszabály két csoportra osztja az értékpapírokat azok előállítási módja szerint, és külön címben (XXX., XXXI.) írja le a rájuk vonatkozó szabályokat.

Manapság az értékpapírok zöme dematerializált módon kerül a forgalomba. A törvény²⁷ meghatározza, hogy az értékpapírokat értékpapírszámlákon tartják nyilván.

²³ 2001. évi CXX törvény a tőkepiacról

²⁴ <http://goo.gl/ZtEW5h> (letöltve: 2014. 10. 26.)

²⁵ <http://goo.gl/8cNNUu> (letöltve: 2014. 10. 26.)

²⁶ A vonatkozó szakaszok az ötödik rész XXIX., XXX., és XXXI. címében találhatók meg.

²⁷ Ld. Ptk. XXXI. cím

II. AZ ÁLLAMPAPÍR, MINT BEFEKTETÉSI KONSTRUKCIÓ

MAGYARORSZÁGI TÖRTÉNETE

1. Az államjegyek

A pénznyomtatás, papírpénz-kibocsátás kezdete Magyarországon akkorra tehető, mikor országunk még a Habsburg Birodalom része volt. Mária Terézia idejében, 1762-ben bocsátották ki a birodalom bécsi állami bankja (Wiener Stadt Banco²⁸) közreműködésével az első papírpénzt, több címletben, összesen 12 millió Ft értékben.²⁹ II. József is folytatta a papírpénz elterjesztését, elfogadásának kiterjesztését, így az 1700-as évek vége felé Magyarországon is kötelező volt elfogadni a bankjegyeket.

Mérföldkőnek tekinthető az 1848-as szabadságharc egyik vezetőjének, Kossuth Lajosnak a tőkebevonásra irányuló próbálkozása: fedezet nélküli államjegyeket bocsátott ki. Az ily módon kiadott kincstári utalványokból összesen 61 millió Ft-os összeget szavazott meg a forradalmi országgyűlés. A fedezet nélküli értékpapírok konstrukciója elodázta a kialakított alkotmányos magyar állam összeomlását. A szerzők³⁰ szerint egy „békeidős” gazdasági helyzetben igenis lett volna lehetőség a „lebegő” adósság visszafizetésére. Kossuth felfedezte, hogy a pénzgazdálkodás jövője miben áll, ez az államjegyek megszavaztatása előtti beszédeiből is kitűnik:

„Én azt gondolom hogy el kelt az időnek következni, mikor a csereeszköz nem nehéz forgású és vitelű ércpénzben, hanem oly biztosítékokban fog állani, melyek szinte annyit, vagy többet nyomjanak [...]”³¹

A forradalmi kormánynak nem volt sem ideje, sem lehetősége más eszközhöz nyúlni az államjegyek kibocsátásán kívül, hiszen Jellasics serege egyre közeledett, nemzetközi kölcsön felvételére pedig nem volt lehetőségünk. Ez persze nem azt jelenti, hogy Kossuth Lajos pénzügyminiszterként meggondolatlanul döntött volna a kibocsátás mellett, habár Faragó Miksa 1871-es könyvében³² így idézi Lukács Bélát:

²⁸ korabeli bankjegyek: <http://goo.gl/5D7HWD> (letöltve: 2014. 10. 31.)

²⁹ <http://goo.gl/QTdhcU> (letöltve: 2014. 10. 20.)

³⁰ LUKÁCS BÉLA, FARAGÓ MIKSA művei az 1848-as pénzügyekről

³¹ FARAGÓ MIKSA: A Kossuth-bankók kora, a szabadságharc pénzügyei, Nyugat irodalmi és nyomdai R.T. nyomása, 1911. Budapest archívum: <http://goo.gl/ggWC06> (letöltve: 2014. 10. 21.)

³² uo.

„[...] politikai eszméinek diadalát korántsem tette attól függővé, vajjon elbirja-e azt az országos kincstár vagy sem. Ő a körülményeket úgy vette, amint voltak, s miután ezek rendkívüliek voltak, rendkívüliek valának pénzügyi műveletei is.”³³

Ezen véleményt nagymértékben árnyalja, hogy Kossuth '48. augusztus 29.-ei beszédéből kitűnik: felmerült benne a kétely, hogy nem terheli-e túlzottan a nemzetet az államjegyekkel, s kételyei csak akkor oszlottak el, mikor megállapította, Magyarország még így is a legkevésbé terhelt állam lesz Európában.³⁴

1849 júliusában már Szegeden ülésezett a képviselőház, s a kormány pénzügyminiszterének beszédéből tudjuk: a korábban megszavazott 61 millió Ft-os keretből 59 milliónyi került kibocsátásra. Duschek Ferenc kijelentette, a 11 hónapnyi háború finanszírozása példátlanul kis összegből valósult meg, ezek után a képviselőház egyhangúan újabb 60 millió Ft-os hitelre adott felhatalmazást. A második keretösszeg már nem került felhasználásra, a forradalmat leverték, majd a megtorlás pénzügyi téren is megmutatkozott: az ún. Kossuth-bankókat értéktelenné nyilvánították.

Összességében tehát elmondható, hogy a szabadságharc kormánya tulajdonképpen fizetőeszközként bocsátotta ki az államjegyeket, ám azok beváltása a forradalom bukása miatt elmaradt, a követelések pedig a fedezet hiányában nyilvánvalóan kifizetetlenek maradtak.

Az államnak adott hitel, mint afféle befektetési forma először az Osztrák-Magyar Monarchia pénzgazdálkodásában fordult elő. A kiegyezés után megnyílhatott az út a magyar pénzügyi szektor modernizációja felé, erről tanúskodik 1878. évi XXV. törvénycikk is, mely „az osztrák-magyar bank létesítéséről és szabadalmáról” szól. A jogszabály 110. cikke deklarálja, hogy az államjegyek kényszerforgalomban részesülnek, vagyis az, hogy a pénzforgalom részei eme értékpapírok, állami döntés.

A közös bank nem csak előnyöket hordozott magában, ugyanis az 1860-as években Ausztria nagymértékben eladósodott az itáliai háború miatt, s az abból maradt 312 milliós államjegy tömeget, - mely egyet jelentett a fedezet nélküli államadóssággal – a kiegyezés után Magyarországgal közösen viselte.

³³ <http://goo.gl/yFiYTJ> (letöltve:2014. 10. 21.) hivatkozik: LUKÁCS BÉLA: Az 1848/49-i Pénzügy, Athenaeum, Pest, 1871

³⁴ A 61 millió államjegy megszavaztatásának országgyűlési tárgyalása alkalmával érdekes beszédeket tartott Kossuth, ezeknek egyes részeiből arra a következtetésre jut Faragó Miksa, hogy a „a jegykibocsátást illetőleg mélyreható tanulmányokat végzett s eszméi jelentékenyen közelebb állnak a mai modern bankrendszerhez, mint a korabeli felfogáshoz” – HALÁSZ IMRE: A Kossuth-bankók kora. Elérhető: <http://goo.gl/VCH8vn> (letöltve: 2014. 9. 22.)

Az államjegyek teljes kivonása a Monarchia területéről 1899-ben történt meg, a császár szeptember 21-i rendeletében határozott erről, emellett a koronát, mint nemzeti fizetőeszközt is bevezette.

A következő markáns választóvonal már az első világháború utáni időszakra tehető, mikor is hazánk vesztes félként a trianoni békediktátum után önálló jegybankot hozott létre. A pénzforgalom ideiglenes szabályozásáról szól az 1921. évi XIV. törvénycikk, melynek célja az átmenet elősegítése volt a nemzeti jegybank felállításáig. A jogalkotó az első fejezetben kijelenti, hogy az államjegyek az állam függő adósságát jelentik, melyért az állam vagyona és jövedelme a biztosíték.

A Magyar Királyi Állami Jegyintézettől feladatait 1924. június 24.-én vette át a Magyar Nemzeti Bank. A Magyar Nemzeti Bank létesítéséről és szabadalmáról az 1924. évi V. törvénycikk rendelkezik. A jogfolytonosság elősegítése érdekében a törvénycikk 4.§-a rögzíti, hogy a m. kir. állami jegyintézet államjegyforgalmát a Bank átveszi. A 7. szakasz alapján a Bank jogosult a már fentebb hivatkozott ideiglenesen szabályozó törvény államjegyeivel azonos kiállítású jegyek kibocsátására, a korábban kibocsátott államjegyek pedig a Bank által kibocsátottnak tekintendők.

Az 1920-as éveket áttekintve azt láthatjuk, hogy az államjegy, mint fogalom nem csak és kizárólag az ideiglenes, kényszerforgalmazott értékpapírt jelentette, hanem a papíralapú bankjegyek szinonimájaként is megjelenik. Ennek oka az lehet, hogy fizetőeszközként is előfordult a mindennapokban.

A bankjegyek illetve államjegyek egymástól való elkülönülésére leszünk figyelmesek az 1933. évi XI. törvénycikkben, mely „a pénzhamisítás elnyomásáról szóló nemzetközi egyezmény becikkelyezése tárgyában” született. A 14. cikk szabályozza a nemzeti hivatalok közlési kötelezettségét a központi hivatalok felé a hamis pénz felfedezése tárgyában. Hamis pénz alatt a jogalkotó a bankjegyet vagy államjegyet érti, így e passzus értelmezése során is arra jutunk, hogy bár elméletben elvált egymástól a két intézmény, a gyakorlatban a pénz kifejezés alatt mindkét pénzügyi eszközt lehetett érteni.

2. A békekölcsön

A második világháború után találkozunk az államnak való kölcsön-nyújtás különös módjával, a békekölcsönnel. A szocialista tervgazdaság 1949. októberétől 1954-ig tartó 5 éves ciklusához kapcsolódott ez a megtakarítási forma, mely a gazdasági fejlesztések költségeit volt hivatott viselni. Az első kibocsátáskor a minisztertanács 750 millió Ft értékben adott ki tervkölcsönt:

„A BÉKEKÖLCSÖN a mai nappal 750 millió forint értékben kerül kibocsátásra. Mindenki szabadon választhat nyeremény és kamatozó kölcsönkötvények között. Minden kölcsönfajtát 10 év alatt minden kötvényterjesztő maradéktalanul visszakapja.”³⁵

Sajátos jellegzetességei közé tartozott, hogy szinte kötelező volt évente kb. egy havi munkabért felajánlani békekölcsön-jegyzés formájában. Az emberek a felajánlott összeget készpénzzel vagy jövedelmükből részlettörlesztéssel is teljesíthették. A készpénzes jegyzésért a helyi tanácsok feleltek, a részlettörlesztést a munkáltató 10 hónap alatt vonta le a munkabérből. Kvázi-kötelező jellegéből adódóan a békekölcsön bújtatott adónak is tekinthető. A propaganda a kölcsönjegyzés céljaként a békéért való küzdelem segítségét állította be, valójában azonban csupán a kereslet mesterséges csökkentése volt a cél, emellett az erőltetett nehéziparra, és a hadseregére fordították a befolyt pénzüsszeget. Azt terjesztették, hogy a jegyzés egyben népszavazás is, s aki nem vásárol kötvényt, az Rákosi és a népi demokrácia ellensége is. Nagy nyomás nehezedett a társadalomra a mindennapokban, hiszen aki kis összeget ajánlott fel, annak nevét bemondták az üzemi rádióban, kitették a faliújságra. Ezzel párhuzamosan indultak felajánló-versenyek is.³⁶

Felmerül a kérdés, hogyan nevezhető ez a konstrukció egyáltalán befektetésnek? A jegyzésért kamat nem járt, viszont a befizetők sorsolásokon vettek részt, ahol nyereményekben részesülhettek. A nyeremények 200 Ft-tól a 100 ezer Ft-os összegig terjedtek. A ki nem sorsolt kötvényeket részletekben (10, 15, 20 év alatt) fizette vissza. A visszafizetésre jobbára már elértéktelenedett a betett pénzüsszeg, az emberek névértéken kapták vissza a pénzüket. Léteztek kamatozó kölcsönök is, melyekre a kincstár a visszafizetésig évi 5%-os kamatot fizetett.

Több hullámban kerültek kiadásra a békekölcsönök, szám szerint 6 alkalommal. Az utolsó három békekölcsönt közvetlenül az életszínvonal emelésére fordították: élelmiszeripari, könnyűipari, mezőgazdasági fejlesztések valósultak meg belőle.

³⁵ RÁKOSI MÁTYÁS, DOBI ISTVÁN – Szabad Nép, 1950. szeptember 28.

³⁶ BOZSIK SÁNDORNÉ: Szakszervezeti munka a borsodi bányákban 1950-53 között. kézirat: 1982.

Nem meglepő, hogy az emberek (még ha csak titkon is) rendkívül elégedetlenek voltak ezzel a tőkebevonási gyakorlattal, számukra nemhogy megtakarítás, inkább kényszerűségből nyújtott ingyen-kölcsön volt a jegyzés. A békekölcsön-jegyzés ideje alatt mintegy 7 milliárd Ft-ot kölcsönöztek az államnak az állampolgárok.

A közhangulatot hűen tükrözi az alábbi dalocska:

<i>„Ki hazáját szereti,</i>	<i>De nem nyugszik a kulák,</i>
<i>Új kölcsönt jegyez ma,</i>	<i>Súg-búg az ellenség,</i>
<i>Készíti forintjait</i>	<i>Kendnek is, az országnak is,</i>
<i>Minden dolgot gazda</i>	<i>Okozná ma vesztét.[...]”</i>

37

3. Összegzés

Ha az állampapír fogalmát onnan közelítjük meg, hogy az egy állam által kibocsátott értékpapír, akkor ebbe a keretbe beleillik az államjegy illetve a békekölcsön is. Ha az azt használó polgárok szemszögéből szemlélődünk, azt látjuk, hogy az „állampapír” használata számukra szinte kötelező volt, hiszen az 1850-es években a bankjegyekhez hasonlóan majdhogynem fizetőeszközként használták az államjegyeket, egy évszázaddal később pedig az állam a polgárok megtakarításait gyűjtötte be ily módon. Ez a fajta megegyezés – úgy gondolom – távolról sem volt önkéntes alapú.

Ha mint pénzügyi konstrukciót szemléljük az államjegyet, annak kibocsátása egy fedezet nélküli bankjegy forgalomba hozatalának feleltethető meg. A békekölcsön azon válfaja, melyet kamatozó kölcsönnek nevezünk, állt legközelebb a mai értelemben vett állampapírokhoz, hiszen a befektetés után kamatozott is a jegyzett összeg, s annak visszafizetésére az állam vállalt garanciát. Az állam persze visszafizette a többi kötvény értékét is, viszont részletekben, hosszabb idő alatt és névértéken, tehát megtakarítása a befektetőknek nem jelentkezett, emellett a valuta devalválódása miatt még kisebb vásárlóerejű pénzhez jutottak.

Véleményem szerint tehát bizonyos mértékben, - természetesen fenntartásokkal, de - a fenti jogintézmények megfeleltethetőek a modern, mai állampapírok elődjének. Amint a későbbiekben azt bemutatom, ma már az állampolgároknak is valós érdeke fűződik az állampapírok útján való befektetéshez, nem csak és kizárólag az állam számára szükséges az értékpapírok útján való tőke-bevonás.

³⁷ <http://goo.gl/HfJwgM> (letöltve: 2014. 10. 31.)

III. A MAGYAR ADÓSSÁGCSAPDA

1. Az adósságállomány alakulása

Előjáróban, nagy vonalakban áttekintve Magyarország adósságának alakulását is láthatjuk: a mai magyar állampapír-forgalmazás, mint finanszírozási forma, s így adósságkezelési módszer a belföldi részarány (nem deviza-adósság) növelésén keresztül merőben más irányt képvisel, mint az eddigiek.

Mint tudjuk, adósságunk jó része még a rendszerváltás előtti kormányzatok külföldről történő hitelfelvételeinek köszönhető, akik így az adósságspirálba kerülés árán hoztak jóléti intézkedéseket. Aggasztóvá főleg az 1984-88 közti időszak felelőtlen gazdaságpolitikája tette hazánk helyzetét, hiszen a gazdaságunkat övező recessziót is finanszíroznunk kellett.³⁸ Az egyre súlyosabbá váló eladósodást tetézte az, hogy adósságállományunkat devizában halmoztuk fel (csak 1984 és 87 között közel 9 milliárd dollár konvertibilis adósságunk keletkezett), így az ország árfolyamkitettsége kirívóan nagymértékű lett. A rendszerváltáskor már a GDP-arányos adósságunk meghaladta a 60%-ot, mely főleg devizában állt fenn.³⁹ Az Antall-kormány az adósságteher leküzdésének kihívására gyorsított privatizációval, majd a 90-es évek közepének kormányzata a „Bokros-csomag” formájában szociális visszavágással és inflációserkentéssel válaszolt. Ez utóbbi intézkedéssorozat az adósságállományt konszolidálta, ugyanakkor a gazdasági növekedést visszavetette és szociális terhet rótt a lakosságra. Országunk gazdasága az 1998 és 2002 közötti ciklusban talpra állt, így a nominális adósság-bővülés mellett is a gazdasági növekedésnek köszönhetően csökkent a GDP-arányos mutató. Megemlítendő, hogy emellett az adósság devizahányada is számottevően csökkent, 39-ről 25%-ra.

A 2002-t követő 8 év újra az adósságnövekedésé: Magyarország adósságrátája 25%-kal, 12 ezer milliárd Ft-tal nőtt. Az ily mértékű adósság-elfutásnak több oka is volt, a szerkezeti reformok elmaradása mellett a kormány olyan beruházásokat finanszírozott, melyek nem-terméktermelőek voltak, azaz nem ösztönözték a munkaerőpiac, a foglalkoztatottság előre mozdítását. A gazdaság szerkezeti megújításának elmaradása a gazdasági növekedés

³⁸ HOFFMANN MIHÁLY – KÓCZIÁN BALÁZS – KOROKNAI PÉTER: A magyar gazdaság külső egyensúlyának alakulása: eladósodás és alkalmazkodás. In.: MNB Szemle Különszám, 2013. október. 71. oldal
Elérhető: <http://goo.gl/iOS4NP> (letöltve: 2014. 10. 11.)

³⁹ „sem Németh Miklós, sem Antall József miniszterelnök nem kérte az államadósság könnyítését a nyugati hatalmaktól, amely a rendszerváltást követően bruttó 21,2 milliárd, nettó 16 milliárd dollár volt.”- a képet tehát árnyalja, hogy vannak olyan vélemények, melyek szerint a rendszerváltást követő miniszterelnökök esetlegesen sikerrel kérhették volna államadósságunk elengedését, de ezt nem tették meg.

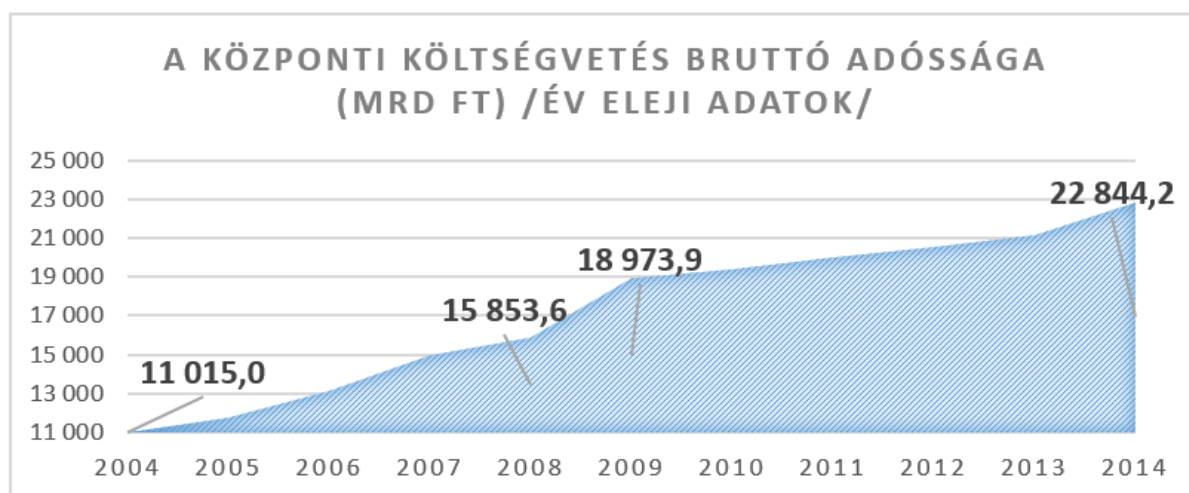
ÁRVA LÁSZLÓ: Külföldi beruházások, fizetési mérleg egyensúly, adósságtörlesztés. Közgazdasági szemle, 1995, XLII. évf 12. sz. 1147-1156. oldal

kerékkötője is volt, az államháztartás pedig évről-évre magas hiányt produkált. A 2008 őszen Magyarországra is élesen begyűrűző pénzügyi válság meglehetősen nehéz, csőd közeli helyzetbe hozta hazánkat, melytől csak nemzetközi hitelekkel tudtunk szabadulni.⁴⁰

A korábban említett nagy nominális növekedés mellett sajnálatos módon a devizakövetelések aránya a korábbi 25%-ról 47%-ra módosult a nemzetközi hitelfelvételek eredményeként.

A negatív szempontból vízvázasztó 2002-es év után két választási ciklussal, 2010-ben is új korszakot határolhatunk el: a kormányzat a nem konvencionális eszközökkel való adósságkezelést választotta megoldásként.⁴¹

A lenti diagramon a bruttó adósság alakulása látható, sajnálatos módon egyre növekvő adósságtömeg terheli Magyarországot. A képet árnyalja, hogy a bruttó hazai termék (GDP) volumenváltozása az előző év azonos negyedéhez képest 2014. I. negyedévében 3,7%-ot, majd a következő időszakban 3,9%-ot mutat, ezzel a gazdasági növekedés beindulása visszafogja az államadósság GDP-arányos mutatójának elszaladását.⁴²



43

A Kormány által útjára indított Széll Kálmán terv kiemelt prioritású feladatként kezeli hazánk adósságának minél hatékonyabb kezelését.⁴⁴ A programalkotók szerint adósságunk a versenytárs államokkal való összevetésben is magasnak mondható, ezen belül a külső adósság szintje is magas a deviza-alapú hitelezésnek és a külső forrásból történő finanszírozásnak köszönhetően.

⁴⁰ HOFFMANN MIHÁLY – KÓCZIÁN BALÁZS – KOROKNAI PÉTER: A magyar gazdaság [...]

⁴¹ <http://goo.gl/GCyeZM> (letöltve: 2014. 9. 17.)

⁴² <http://www.ksh.hu/> „fontosabb adatok” GDP fül, A bruttó hazai termék volumenváltozása

⁴³ ÁKK: A központi költségvetés bruttó adóssága <http://goo.gl/NdEuh4> (letöltve: 2014. 9. 17.)

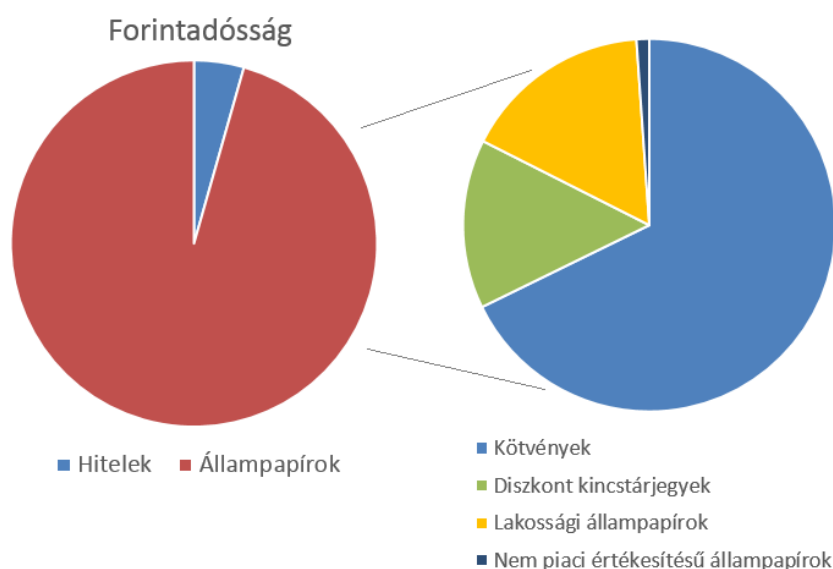
⁴⁴ Széll Kálmán terv 2010-2014

2. A központi költségvetés adósságállományának összetétele, változásai

Hazánk bruttó adósságállományában alapvetően két nagy rész különböztethető meg: Adósságelemeink nemzeti valutánkban és devizákban állhatnak; ennek megfelelően e két részterület szerint fogom a hazánkkal szemben fennálló követeléseket részletezni. Az ÁKK 2014. októberi adatai⁴⁵ szerint Magyarország összadóssága 24 736 milliárd forintot tesz ki. Az összeg forintban álló fele megközelítőleg 15 ezer milliárd forint, a devizákban fennálló rész pedig több, mint 9500 milliárd forintnyi összeget ölel fel.

2.1 A forintadósság

Valutánkban fekvő adósságunk a hitelekre (külföldi illetve belföldi hitelekre) és az állampapírokra (piaci és nem piaci értékesítésű) oszlik. Ha az arányokra tekintünk – mint az alábbi ábrán is látszik – az állampapírok teszik ki az adósságtömeg szinte egészét (14 307 milliárd forint), míg a hitelek részaránya még az 5%-ot sem éri el. Az állampapírok adósságelem azonban összetételét tekintve differenciálható, közel háromnegyedét a kötvények adják, majd ezt a diszkont kincstárjegyek és a lakossági állampapírok (2353 milliárd forint) követik egyenként több, mint kétezer milliárd forintnyi állománnyal, s végül a nem piaci értékesítés „elenyésző” összege, 158 milliárd forint.⁴⁶



⁴⁵ <http://goo.gl/mxg2Tg> (letöltve: 2014. 10. 21.)

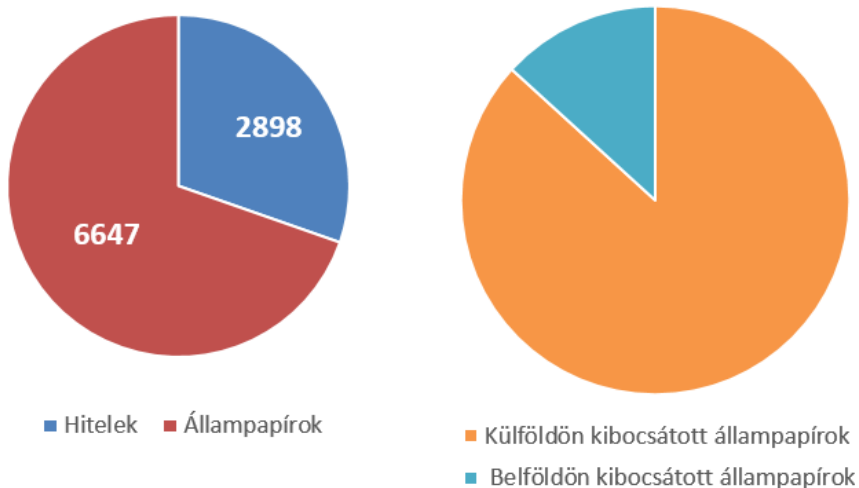
⁴⁶ uo.

Az ország forint- és devizaadósság állományának gerincét adó államkötvényeknek egyik legnagyobb birtokosa a Franklin Templeton Alapkezelő, amely az összádósság több mint 10%-ával rendelkezik.⁴⁷ A kiemelkedő részarány jelentőségét a kormányzat és az ÁKK is felismerte, ennek körében Borbély László, a Központ vezérigazgató-helyettese,⁴⁸ továbbá a kormány részéről Varga Mihály Nemzetgazdasági Miniszter is tárgyalt⁴⁹ az intézmény illetékeseivel. Az adósságteher ily nagy szeletének birtoklása mind az alapkezelőre, mind az ország stabilitására nagy hatással van, lévén kiemelt kockázatot jelenthet a piacra nézve a nagy kötvénymeg esetleges eladása. Ugyanakkor előnye lehet, hogy az alapkezelő is érdekelt az ország gazdasági kilátásainak, stabilitásának javulásában.

2.2 A devizaadósság

A Magyarországgal szembeni devizakövetelések szintén a hitelek (külföldi és belföldi) és az állampapírok (külföldön és belföldön kibocsátott) elemekre oszlanak.⁵⁰ A forintadóssághoz hasonlóan a devizaadósság nagy része is állampapírban áll, pontosabban külföldön kibocsátott állampapírokban, amely a jobb oldali diagramon is látszik.

Devizaadósság (milliárd forint)



⁴⁷ <http://goo.gl/1F308i> (letöltve: 2014. 10. 21.)

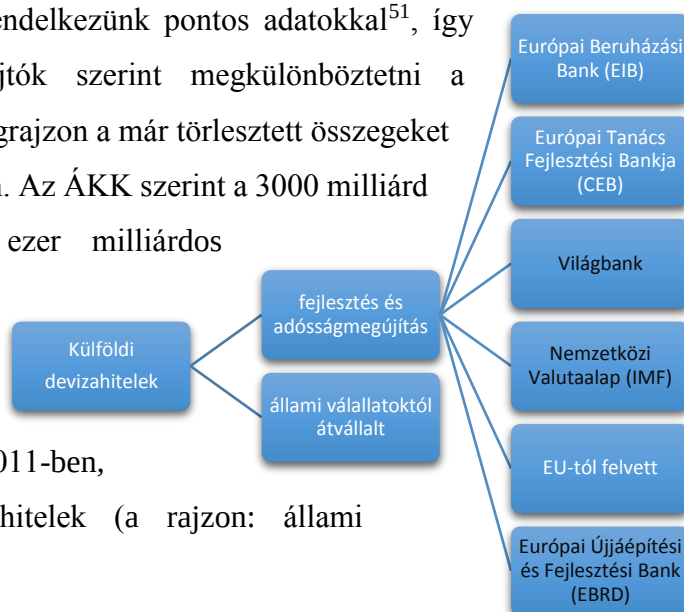
⁴⁸ <http://goo.gl/Kvb6Ri> (letöltés: 2014. 10. 21.)

⁴⁹ <http://goo.gl/2N0a3g> (letöltés: 2014. 10. 21.)

<http://goo.gl/rmNEIB> (letöltve: 2014. 10. 21.)

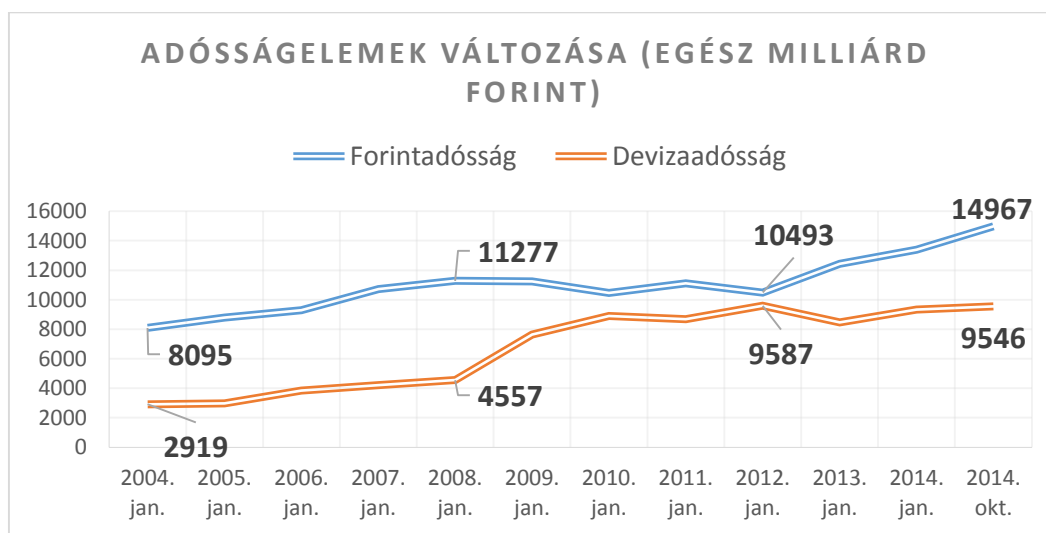
⁵⁰ <http://goo.gl/ePhQRl> (letöltve: 2014. 10. 21.)

A külföldi hitelezőket tekintve is rendelkezünk pontos adatokkal⁵¹, így érdemesnek tartom a hitelt nyújtók szerint megkülönböztetni a törlesztendő pénzköveteléseket. Az ágrajzon a már törlesztett összegeket nyújtott hitelezőket feketével szedtem. Az ÁKK szerint a 3000 milliárd forintnyi devizahitelből egy-egy ezer milliárdos szeletet foglal el az Európai Beruházási Banktól és az EU-tól felvett összeg, illetve markáns részt ölel fel az önkormányzatoktól 2011-ben, 2013-ban és 2014-ben átvállalt hitelek (a rajzon: állami vállalatoktól átvállalt) értéke.



2.3 A forint- és devizahányad változásai

Az adósságelemek önállóan és egymás arányában is változáson mentek keresztül az ábrázolt időszakban. 2004-től kezdődően állnak rendelkezésünkre adatok, ez évtől kezdve egészen 2008-ig a forint és devizaelem is növekedést produkál, 2008-ban azonban a forint-tömeg stagnálása mellett a devizahányad kiugró értéket vett fel. Ez a tendencia folytatódik 2012-ig, amikor is a deviza-elemek csökkenése mellett a forintadósság kezd növekedésbe.⁵²



Felhívnom a figyelmet a 2008-as gazdasági világválság hatására, melynek makrogazdasági hatásait Giday András fejti ki tanulmányában⁵³: „A külső eladósodás egy kisebb ország makrogazdaságának egyik legérzékenyebb mutatója.” Ekkor ugyanis nem csak az adott ország

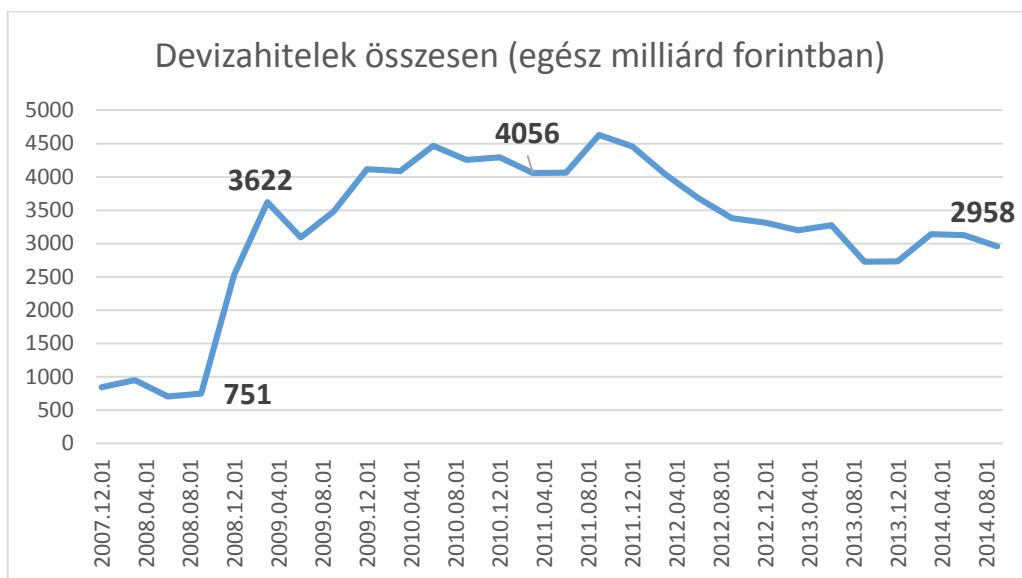
⁵¹ <http://goo.gl/iaU5sr> (letöltve: 2014. 10. 21.)

⁵² uo., Az ÁKK adatai alapján

⁵³ GIDAY ANDRÁS (ÁSZ): Kelet-Közép Európa eladósodása

jövedelem-mutatói befolyásolják az eladósodást, hanem a külvilág is. A fenti vonaldiagramon is a devizahányad megugrása tapasztalható a válság időszakában, a forintban álló követelésen stagnálnak, vagy csökkenő trendet követnek.

A 2012-es év elejétől tapasztalt forintadósság-növekedés a forintkötvények kibocsátására vezethető vissza, a devizaarány-csökkenést pedig az államadósság forintosítását magával hozó nemzetközi hitel-leépítés, melynek irányát az alábbi diagram hivatott demonstrálni.



Az ÁKK negyedéves adatai alapján a devizahányad-törlesztésben 2011 IV. negyedéve volt a fordulópont, akkor ugyanis 600 milliárd forintnyi követelést teljesített az EU számára Magyarország.⁵⁴ Az IMF-hitel törlesztése 2012 III. negyedévétől a 2013-as év végéig tartott. A Világbank felé pedig az ország 2010-re fizette vissza felvett hitelét.

A még élő devizahiteleket szemlélve elmondható, hogy kiemelt prioritású gazdaságpolitikánkban annak csökkentése, ennek körében az évek során több nemzetközi szervezet felé teljesítettük adósi köteleességünket. Napjainkban hazánknak még több, Európai Unióhoz köthető forrás felé van törlesztési feladata, melyek teljesítése bizonyosan az államadósság forint-arányának további növekedését hozza magával.

⁵⁴ <http://goo.gl/WBHGc3> (letöltve: 2014. 10. 31.)

3. Az államadósság-kezelés jogi fundamentumai

A Magyarország fenntartható finanszírozása iránti igény már a legmagasabb szinten betagozódik a magyar jogrendszerbe.⁵⁵ A 2012. január elsejétől hatályos Alaptörvényünk „Az Állam” című fejezete „A közpénzek” címe alatt a 36. cikk 4. bekezdése kimondja:

„Az Országgyűlés nem fogadhat el olyan központi költségvetésről szóló törvényt, amelynek eredményeképpen az államadósság meghaladná a teljes hazai össztermék felét.”

Alaptörvényünk ezzel arra kötelezi a parlamentet, hogy mikor az adott tervére vonatkozó költségvetést elkészíti, azt úgy tegye, hogy annak eredményeként az államadósság ne haladhassa meg a teljes hazai össztermék felét.

Az (5) bekezdés így folytatja: „Mindaddig, amíg az államadósság a teljes hazai össztermék felét meghaladja, az Országgyűlés csak olyan központi költségvetésről szóló törvényt fogadhat el, amely az államadósság a teljes hazai össztermékhez viszonyított arányának csökkentését tartalmazza.” A fentiek alapján tehát a mindenkori Országgyűlésnek mindaddig kötelessége az államadósság csökkentésére figyelemmel elkészítenie a költségvetést, míg annak mértéke meghaladja teljes hazai össztermék 50%-át.

Alaptörvényünk 36. cikkének (6) bekezdésében kapnak helyet az MNB gyakorlatában összefoglalóan csak „mentesítő záradék”-ként hivatkozott esetek, melyek bekövetkezésekor el lehet térni a 4-5. bekezdés által meghatározottaktól. Így például különleges jogrend idején vagy a nemzetgazdaság tartós és jelentős visszaesése esetén el lehet térni a tételes szabályoktól a nemzetgazdasági egyensúly helyreállításához szükséges mértékben. A nemzetgazdaság visszaesése a gazdasági növekedés negatív értékét takarja, melyre (az Alaptörvény hatályba lépése előtti, 2008-2009 közötti recessziót ide nem számítva) 2012-ben már volt hazánkban példa. Akkor (2012. I. negyedév) 0,6%-kal szűkült a bruttó hazai termék volumene az előző év azonos negyedéhez képest, a következő negyedévekben 1,6-1,7%-os csökkenésnek lehettünk szemtanúi, mígnem 2012 utolsó negyedévében következett a mélypont a 2,7%-os csökkenéssel.⁵⁶

Hazánk adósság kezelésének körében a Stabilitási törvény II. fejezetének 2. pontja szól az adósságcsökkentésről, mely kijelenti, a mindenkori központi költségvetésről szóló törvénynek összecszerően meg kell határoznia a költségvetési év utolsó napjára vonatkozó adósság tervezett értékét. A számítás alapja a viszonyítási év államadósság-mutatója és bruttó hazai terméke valamint a költségvetési év várható adóssága illetve bruttó hazai terméke.

⁵⁵ RÁTH OLIVÉR ZOLTÁN: Az Alaptörvény közpénzekről szóló része, különös tekintettel az államadósságra 1. oldal

⁵⁶ www.ksh.hu főoldal: fontosabb adatok ablak, „A bruttó hazai termék volumenváltozása” fül

Az államháztartás adósságáról szót ejt még a 2011. évi CXCV. törvény az államháztartásról (Áht tv.) is: A jogszabály 5.§-a a költségvetési kiadások körébe sorolja az „államháztartás alrendszereinek adósságával kapcsolatos kiadások”-at. A törvény több helyen visszautal a Stabilitási törvényre, többek között az államadósság-mutató csökkenésének szükségességénél, majd az adósságot keletkeztető ügyletekre is kitér. Az Áht tv. megerősíti az ÁKK Zrt. jogállását, gazdálkodásban elfoglalt pozícióját, mikor a 75.§-ban az államháztartás alrendszerei költségvetése végrehajtásának pénzügyi lebonyolításával és finanszírozásával megbízott szervként írja le.

Ha a jogi garanciákat vesszük sorra, úgy az Alaptörvény rendelkezései mellett a Maastrichti konvergencia-kritériumokra⁵⁷ is ki kell térnünk, hiszen az Európai Unió tagjaként hazánkban sem haladhatja meg az éves hiány a GDP 3%-át, illetve a bruttó államadósság a GDP 60%-át.⁵⁸ Az Európai Unión belül a tagállamok költségvetési fegyelmének betartásáért, a túlzott hiányok elkerüléséért a Stabilitási és Növekedési Paktum felel.⁵⁹ A tagállamok többek között vállalják, hogy a Tanács által intézett ajánlásokat közzéteszik, illetve a stabilitási és konvergencia-programjukat szükség esetén korrigálják.⁶⁰

4. Az adósságkezelés – finanszírozás intézményi alapjai

4.1 Az Államadósság Kezelő Központ

Az államháztartás központi alrendszere finanszírozását, így az állampapírok kibocsátását is Magyarországon az Államadósság Kezelő Központ (a továbbiakban: ÁKK) végzi a Magyar Államkincstár fiókhálózatán keresztül. Ezen tény is mutatja, hogy az állampapíroknak illetve a velük való gazdálkodásnak kitüntetett szerep jut hazánk államadósságának kezelésében, hosszú távon annak csökkentésében is.

A Stabilitási törvény⁶¹ az intézmény jogállására is kitér: Az ÁKK Zrt. tulajdonosa az állam, a tulajdonosi jogok gyakorlója pedig az államháztartásért felelős miniszter, aki nem vonhatja el az igazgatóság jogkörét.

A törvény a 13. §-ban felsorolja az államháztartásért felelős miniszter a központi költségvetés hiányának finanszírozása érdekében ellátandó feladatait, melyeket az ÁKK-n keresztül lát el:

⁵⁷ EUMSZ 140. cikk

⁵⁸ <http://goo.gl/IVEkWn> (letöltve: 2014. 10. 30.)

⁵⁹ <http://goo.gl/fDva7F> (letöltés: 2014. 10. 30.)

⁶⁰ <http://goo.gl/9U9hzD> (letöltés: 2014. 10. 30.)

⁶¹ 2011. évi CXCV. törvény 11.§ (3)

- „szervezi az államháztartás központi alrendszere adóságának [...] terhére elszámolandó állampapír kibocsátást⁶², hitelfelvételt és adósságátvállalást”,
- gondoskodik az adósság terheinek kifizetéséről,
- szervezi a másodlagos állampapír-piacot, ezzel kapcsolatban műveleteket végez, ügyleteket köt.

Ha tehát a teljesség igénye nélkül áttekintjük az ÁKK Zrt. törvény által megszabott feladatait, láthatjuk, hogy azok között az államadósság-kezelés, ezen belül az állampapír-piaci szabályozás kitüntetett helyet foglal el.⁶³

4.2 A Költségvetési Tanács

Az ÁKK mellett a Költségvetési Tanács (Tanács) szerepe sem elhanyagolható finanszírozási szempontból, ugyanis a Tanácsot szintén a Stabilitási törvény ruházza fel különböző jogkörökkel. A Tanács testületként eljárva részt vesz a költségvetési törvény előkészítésében és az államadósság mértékére vonatkozó előírások betartását is ellenőrzi.⁶⁴ A Tanács tevékenységének függetlensége törvényi szinten rögzül: az kizárólag az Alaptörvénynek és a törvényeknek alárendelve munkálkodik.⁶⁵

4.3 A Magyar Nemzeti Bank

A Magyar Nemzeti Bankról szóló 2013. évi CXXXIX. törvény (Jegybanktörvény) írja le a jegybank feladatait, jogköreit, szervezetét, s ebben a jogszabályban találhatóak az MNB államháztartásban betöltött szerepére vonatkozó szabályok is. A 145.§-ből megtudjuk, hogy a jegybank vezeti az ÁKK Zrt. pénzforgalmi számláját, ám ami ennél fontosabb: a bank az állam megbízása alapján az állam tulajdonában lévő értékpapírok tekintetében az értékpapírpiacra eljárhat.⁶⁶ A jegybanktörvény ugyanezen paragrafusának 2. bekezdése szerint a bank közreműködhet az állam deviza-hitel felvételében is, a külföldi értékpapír-kibocsátásokban és a külföldi követelésekkel kapcsolatban egyaránt.

⁶² Az állampapírokhoz az ún. elsődleges és másodlagos befektetői kör juthat hozzá, méghozzá többek között az ÁKK nyilvános ajánlattétele utáni aukción. BOD PÉTER ÁKOS: Bevezetés a pénzügyek és a pénzügyi világába, Budapest, 2008

⁶³ Az ÁKK Zrt. jövőbeni elképzelései (stratégia) <http://goo.gl/i9kHHT> (letöltve: 2014. 9. 2.)

⁶⁴ Stabilitási tv. 15.§ (1)

⁶⁵ Stabilitási tv. 15.§ (2)

⁶⁶ Jegybanktörvény, 148.§ (1)

IV. AZ ÁLLAMPAPÍR, MINT GAZDASÁGI SZUVERENITÁST ELŐSEGÍTŐ ESZKÖZ TÉRNYERÉSE

1. A fejlődő országok intézkedései

A 2008-ban kirobbant gazdasági világválság rávilágított a túlzott globalizáció hátulütőire: a fejlett országokon végigsöpört a recesszió, megállíthatatlan gazdasági következmények sora következett be a gazdasági fejlettségben a világ elitjéhez tartozó országokban is.⁶⁷ Vitathatatlan, hogy a globalizációs folyamatok során nagy lehetőségek nyílnak a kevésbé fejlett országok számára a világgazdaság centrumához való közeledéshez, létrejöhet a transznacionális munkamegosztás, integrálódhat az adott nemzetgazdaság egy nagyobb, tőkeerős térbe. A globalizáció következtében azonban óhatatlanul csökken a nemzetgazdasági döntéseket övező mozgástér, így kimondható: csökken a nemzetgazdasági szuverenitás, hiszen a világgazdaságban „csak” egy szereplőnek számító ország nem tudja teljes mértékben érdekeit érvényesíteni. A globalizálódó világgazdaságban a gazdasági környezet is egyre inkább univerzálissá válik, értendő ez a jogszabályi keretek rendszerére is, mely szintén lehet, hogy nem kedvező egy adott nemzetgazdasági szempontból.⁶⁸

Nem mehetünk el szó nélkül a fejlődő országok, feltörekvő piacok (BRIC – országok: Brazília, Oroszország, India, Kína) szükséges újrapozicionálása mellett sem, mely ma, a válságból kilábalva elengedhetetlen. Azért szükséges a világ gazdaságpolitikai térképének átrajzolása, mert míg az Egyesült Államokat és az Európai Unió országait a válság súlyosan megrendítette, addig a BRIC – országok kilábalása gyorsabban történt kiemelkedő teljesítményüknek köszönhetően.

Ha Brazíliára tekintünk, igaz ugyan, hogy a válság 2009-es tetőzésekor a korábbi 5,1%-os GDP növekedés helyett 1,8%-os csökkenést szenvedett el, ám ez az érték 2010-re már 7,5%-os növekedésbe csapott át.⁶⁹ A kormányzat válság-csillapító eszközei hatásosnak bizonyultak: visszafogták az inflációt és a munkanélküliséget, növelték a pénztartalékokat emellett megerősítették az árfolyam stabilitását is. Hasonlóan előremutató megoldásokhoz folyamodtak Indiában is: gazdaságstimuláló mentőcsomagot dolgoztak ki, melynek részeként csökkentették a hitelkamatokat, állami támogatással fejezték be az infrastrukturális beruházásokat és a kis-és középvállalatok finanszírozásában is segítettek.⁷⁰

⁶⁷ CSÁKI GYÖRGY: Globalizáció és gazdasági szuverenitás In: Magyar Tudomány, 2013/4 392-400. o

⁶⁸ uo.

⁶⁹ <http://goo.gl/nR5u1a> (letöltve: 2014. 10. 31.)

⁷⁰ uo.

Röviden szeretnék kitérni hazánk azon gazdasági (a BRIC – országokéval egyértelműen rokon) intézkedéseire, melyek környezetébe beilleszthetőnek vélem a lakossági értékpapírok forgalmazását. A Monetáris Tanács előrejelzéseinek megfelelően mérsékelt szinten marad az inflációs nyomás, melyet főképp a kihasználatlan gazdasági kapacitások és a szabályozott árak többlepcsős csökkentése idéz elő.⁷¹ A Tanács 2014. július 22.-i ülésén a jegybanki alapkamatlábat korábbi gyakorlatához hasonlóan – bár kisebb ütemben – csökkentette (20 bázisponttal 2,10%-ra).⁷² A statisztikai adatok szerint 2014 II. negyedévben az egy évvel korábbinál 2,3%-kal csökkent a munkanélküliségi ráta, így 8%-ra (359 ezer fő) mérséklődött.⁷³ Az ily mértékű rátacsökkenés az állami beavatkozásnak is köszönhető, hiszen a kormány a gazdasági válságot övező növekvő munkanélküliségnek a közfoglalkoztatás (Startmunka) útjára indításával vette elejét, melynek célja az álláskeresők munka világába való visszaintegrálása, egyfajta tranzitfoglalkoztatás az álláskeresők jobb munkaerő-piaci helyzetének elősegítéséért.⁷⁴ A részben állami támogatású beruházások növelik az ipar, építőipar teljesítményét. A Magyar Nemzeti Bank elindította a Növekedési Hitelprogramot (NHP), mellyel a kis-és középvállalkozások hiteligényét kívánja kielégíteni.⁷⁵ A magyar állam bankszabályozási politikája keretében közvetlen hatást gyakorlóként lép fel.⁷⁶ A Nemzetközi Valutaalaptól (IMF) felvett hitel előtörlesztése is csökkentette az ország sebezhetőségét, gazdasági függetlenségét ugyanakkor növelte, az adósságalakulásra pedig nem gyakorolt számottevő hatást.⁷⁷

⁷¹ közlemény a Monetáris Tanács 2014. július 22.-i üléséről, Indoklás

⁷² uo., 1. pont

⁷³ KSH gyorstájékoztató, közzététel: 2014. július 30.

⁷⁴ <http://goo.gl/QjR5Sg> (letöltve: 2014. 10. 31.)

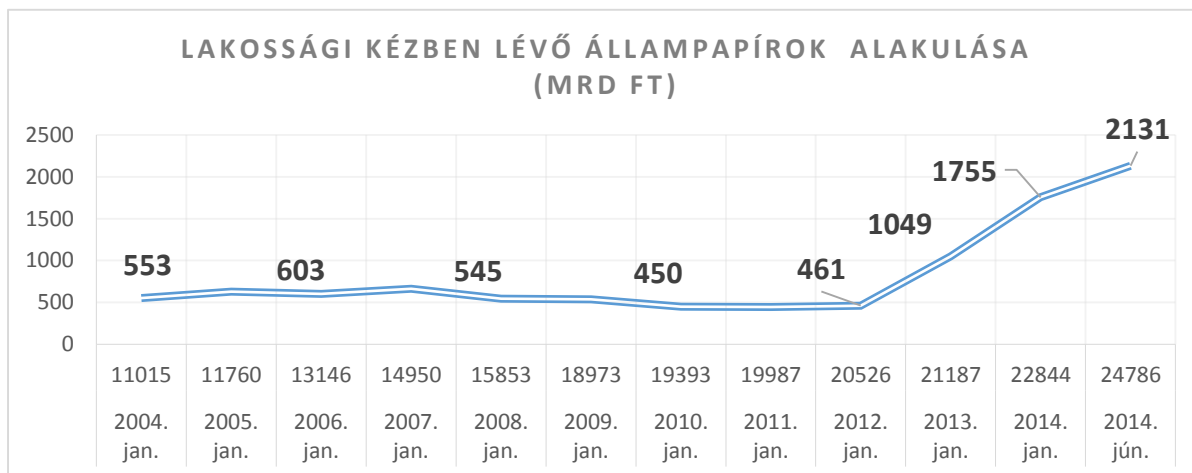
⁷⁵ MNB Terméktájékoztató <http://goo.gl/LlGVCn> (letöltve: 2014. 9. 11.)

⁷⁶ LENTNER CSABA (szerk.): Bankmenedzsment, Budapest, 2013. 66. oldal

⁷⁷ ÁKK Sajtóközlemény: IMF hitel előtörlesztéssel is stabil és terv szerinti az adósságalakulás. 2013. 02. 13. (letöltve: 2014. 9. 12.)

2. A magyar állampapír piac fellendülése

Úgy gondolom, a fentebb felsorolt intézkedések, tendenciák által körülhatárolt gazdasági intézkedés-csomagba pontosan beleillik a Kormány 2012. április 5.-ei határozatában⁷⁸ kinyilvánított szándék a lakosság állampapír állományának növelésére vonatkozóan. A határozat a nemzeti fejlesztési, nemzetgazdasági illetve a közigazgatási és igazságügyi miniszter számára fogalmaz meg (többek között a közbeszerzési, államháztartási, költségvetési törvénnyel összhangban) végrehajtandó feladatokat, melyek a lakosság számára történő értékesítés könnyítését tűzték ki célul. A kormányzati célok ily módon való egyértelmű kinyilvánítása az ÁKK szerint is „heves médiavisszhangot”⁷⁹ váltott ki, a lakosságot eme megtakarítási forma felé orientáló törekvés hasznosságát illetően. A fentebb idézett sajtóközleményben írja le az Államadósság Kezelő Központ véleményét a lakossági forgalmazás hasznosságáról. A rövid írásból kitűnik, hogy a visszaeső belföldi finanszírozás és a külföldi befektetők nagyarányú részesedése egyértelmű kockázati tényező a befektetők, elemzők, hitelminősítők szemében is. A finanszírozási stabilitásban tehát kulcsfontosságú elemként jelenik meg a hazai befektetők minél nagyobb részesedése, hiszen „[...] a belföldi befektetői állomány adja meg igazán a stabilitást a finanszírozásban.”⁸⁰



Az ábrán a lakosság kezében lévő állampapír-állomány méretét kísérhetjük figyelemmel az ÁKK adatai alapján, 10 éves időtávban. Jól látható, hogy 2004-től egészen 2012-ig nagyrészt átlagosan 500 milliárd Ft körüli részesedés állandósul, majd a Kormány 2012-es elhatározásának eredményeként a következő évben már az előző összeg több mint kétszeres emelkedést mutat be. A bővülés üteme a 2014-es évben is megmaradt, hiszen a 2013-as évhez

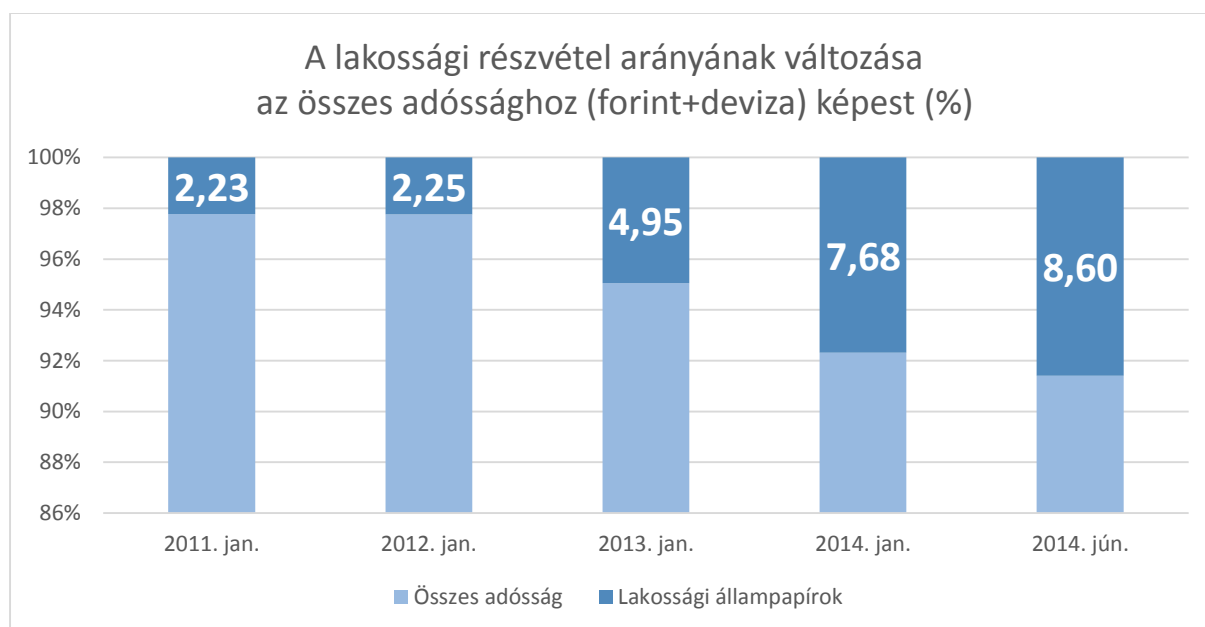
⁷⁸ 1101/2012. (IV. 5.) Kormányhatározat a lakosság állampapír állományának növeléséhez szükséges intézkedésekről

⁷⁹ ÁKK Zrt. közleménye 2012. május 7: A lakossági állampapír forgalmazás jelentősége az államadósság finanszírozásában

⁸⁰ uo.

képest 67%-kal nagyobb a magyar háztartások által birtokolt befektetések mértéke. A diagram alatt található táblázat felső sora a bruttó államadósság változását mutatja az adott évek januárjában. Tanulságos összevetnünk a két számsor által kirajzolt trendet, mely szerint a 2004-től 2012-ig tartó időszakban bár növekvő államadósság-tömeggel van dolgunk, úgy ezen intervallum alatt a lakossági állampapírban fekvő adósság stagnál, így annak aránya az összadósság függvényében csökken.

A 2012-től kezdődő, ma is tartó időszakban a lakossági részesedés lépést tart a bruttó adósság növekedésével, sőt, a lakossági szerepvállalás, - mint az alábbi ábráról kivehető- évről-évre, hónapról-hónapra növekszik.



A lakossági részvétel arányának ily drasztikus növekedése hozzájárulhat hazánk gazdasági stabilitásának fenntartásához, és a külföldi piaci szereplők általi megítélésben is egyértelműen pozitívan jelenik meg.

Az ÁKK bizonyos időközönként közleményben számol be a lakossági értékesítésben zajló folyamatokról, 2013 júliusában „nyári” forgalomként hivatkozik a júniusban értékesített 38 milliárd Ft-os forgalomról⁸¹. A 2013-as évet és a 2014-es év elejét összegző közleményben⁸² is kedvező hírekről számol be a Központ, hiszen 2013-ban 700 milliárd forintos befektetést realizált a lakosság, és a növekedés üteme 2014 januárjában sem állt meg: 66,2 milliárd forinttal növekedett a lakossági állomány. A júliusi adatok még az azt megelőzőket is túlszárnyalják: 80 milliárd forintnyi államkötvényt jegyeztek az állampolgárok⁸³, és egyre

⁸¹ ÁKK közlemény: „Nyári” forgalom a lakossági állampapír értékesítésben, 2013. július 8.

⁸² ÁKK közlemény: Jól indult az év a lakossági állampapír piacon, 2014. február 13.

⁸³ ÁKK közlemény: Egyre kedveltebbek az államkötvények, 2014. augusztus 11.

inkább favorizálják a hosszabb futamidejű befektetéseket az egy éven belüli kincstárjegyek helyett. A lakossági állampapírok teljes állománya így 2014 augusztusára 2211 milliárd forintra emelkedett.

A napjainkban is zajló folyamatok a (lakossági) állampapír-piacon jelzik, hogy a Kormányzat elérte célját: sikerült vonzó befektetési formává tennie az államkötvényeket-kincstárjegyeket, melyek biztonságosak és kedvező hozamot kínálnak a vásárlóknak. Visszautalnék az Államadósság Kezelő Központ szlogenjére: „Több, mint üzlet”- és valóban, amellet, hogy biztos hozamot adnak az állampapírok, hozzájárulnak Magyarország finanszírozásához is, méghez a növekvő mértékben.

Célszerűnek tartok egy rövid kitekintést arra vonatkozóan, mik azok a tényezők, melyek a kormányzatot az állampapírok előnyben részesítése felé vezették akkor, mikor tőke bevonását határozták el. Egy állam finanszírozási igényének teljesítéséhez több alternatíva áll rendelkezésre: felvehető hitel a nemzetközi tőkepiacról, így bankoktól, más államoktól is, de fordulni lehet nemzetközi szervezetekhez, a Nemzetközi Valutaalaphoz és a Világbankhoz egyaránt.⁸⁴ Az állampapírok kibocsátása önmagában nem egyedi vagy ritkán igénybe vett eszköz: szinte minden állam bocsát ki nemzeti valutában vagy devizában denominált kötvényeket. A lakosság megnyerése az állampapír-piac számára viszont (mint a következő fejezetben azt leírom) korántsem bevett gyakorlat. Véleményem szerint a belföld felé fordulást többek között az ország gazdasági szuverenitásának a lehető legkisebb megsértése felé való törekvés vezérelte. Kétségtelen, hogy a szupranacionális, hitelezéssel is foglalkozó intézményekhez való kötődés egy olyan alternatíva, amelyben az ország döntési szabadsága nem teljes körű, esetleges lépései behatárolódhatnak. Úgy gondolom, túlzó azt mondani, hogy bármiféle politikai-gazdasági mozgásteret szűkítő körülmény csak és kizárólag negatív hozadékú lehet, ugyanakkor az ország valós gazdasági érdekeivel ellentétes magatartásra szorító megállapodásokat lehetőleg el kell kerülni.

⁸⁴ Az adósságállomány összetételéért, annak változásaiért lásd a III. fejezet 2-es alpontját.

V. NEMZETKÖZI KITEKINTÉS

Az állampapír-forgalom más országokban, főleg az Európai Unióban való működéséről⁸⁵ nem, vagy csak érintőlegesen találhatunk információkat a magyar szakirodalomban, így az adott ország pénzügyi gazdálkodó szervének beszámolóí, közzétett információi alapján hasonlóságokat, különbségeket keresni igen hasznos lehet számunkra. A bemutatott országok hazánkkal azonos geopolitikai térben helyezkednek el, továbbá a rendszerváltás előtt a Szovjetunió „fennhatósága” alatt álltak. A továbbiakban tehát két ország napjainkra jellemző állami értékpapír-forgalmazási politikáját fogom bemutatni, különös figyelmet fordítva a magyarországi gyakorlattal hasonló illetve attól különböző elemekre, emellett egy Németország Alaptörvényében található különleges jogi garanciát is szeretnék áttekinteni.

1. Szlovákia és Románia

A hazánkat északról határoló Szlovákiában az Adósság és Likviditás Kezelő Központ (Debt and Liquidity Management Agency, szlovákul: ARDAL) végzi az adósságkezelést és az ezzel összefüggő műveleteket.⁸⁶ Amint a Központ 2014-ig végrehajtandó stratégiájában áll, a kisméretű és nyitott gazdasággal rendelkező Szlovákia nem tudta elkerülni a pénzügyi válság negatív hatásait, ugyanakkor az ország gazdasági növekedésének üteme az EU élmezőnyébe tartozik. A 2010-es években az ország adósságállománya a GDP 15%-ával növekedett, ezzel új kihívások elé állítva a kormányzatot. Az állam elkezdte visszafogni a kevésbé transzparens módon való kölcsönfelvételeket, és egyre inkább az államkötvények felé fordult, melyekre az érdeklődés a jegyzési küszöb feletti volt. A befektetők elkezdtek megkedvelni a rövid lejáratú papírokat is.⁸⁷ Érdekesség, hogy a szlovák állam az első feltörekvő piac, aki norvég koronában (NOK) is bocsátott ki kötvényeket, s tette ezt a közelmúltban, 2014 március végén. A papírokat egyének, vállalatok, államok is megvásárolhatják, és viszonylag hosszú, 10-12 éves (2024, 2026) lejáratúak. Az ARDAL vezetője elmondta, céljuk a nem megszokott kibocsátással befektetői bázisuk bővítése, sokszínűsítése.⁸⁸

Szomszédságunkban a Közpénzügyi Minisztérium (Ministry of Public Finance) végzi Románia pénzügyi stabilitásának biztosítását, s ezzel együtt az államadósság kezelését is. A román kormányzat 2015-ig előretekintő előrejelzésében találkozhatunk az alábbi ábrával, mely

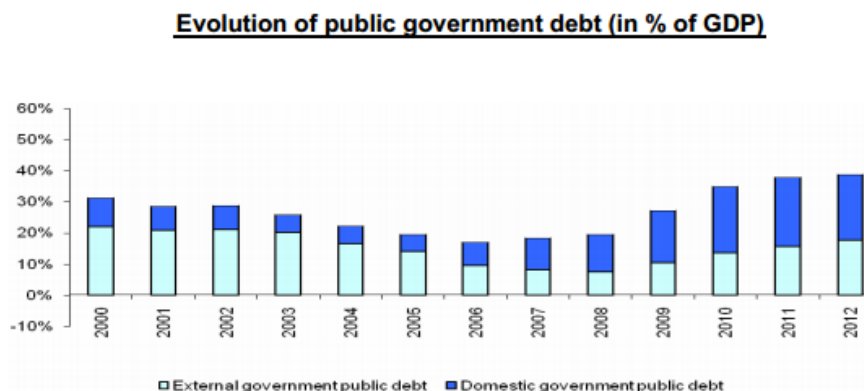
⁸⁵ <http://goo.gl/ofUM5R> (letöltve: 2014. 10. 10.)

⁸⁶ State debt management strategy for the years 2011 to 2014 <http://goo.gl/hpL2C5> (letöltve: 2014. 10. 14.)

⁸⁷ uo.

⁸⁸ Bloomberg Businessweek – Slovakia 1st Emerging Market to Sell DEBT IN Norwegian Krone <http://goo.gl/sERzpr> (letöltve: 2014. 10. 31.)

a hazai és külföldi tulajdonban lévő adósságállományt különíti el egymástól, egyúttal az összádósságot a GDP arányában is láttatja. A diagramról leolvasható, hogy a külső részesedést (nemzetközi tőkepiacról beszerzett ill. kereskedelmi bankoktól felvett kölcsön) a 2006-os évtől kezdi visszaszorítani a főképp befektetési jegyből és állampapírból álló román lej (RON) és euró alapú értékpapír-portfólió.⁸⁹



Az adóssággal kapcsolatos stratégiai irányról azt gondolja az illetékes szerv, hogy a hitelpiacot a nemzeti valutában érdemes működtetni, hiszen az az árfolyam-ingadozásokra is figyelemmel léve a finanszírozási kockázatokat kedvezőbb irányba mozdítja.⁹⁰

A felvillantott két ország gazdálkodásában kivétel nélkül markáns szerepet tölt be az állampapírok kereskedelme, és azt is elmondhatjuk, hogy általánosságban főként az adott nemzeti valutában való kibocsátást favorizálják a devizák helyett. A fentebb jellemzett államok ezek szerint Magyarországhoz hasonlóan felismerték a deviza-állampapírok árfolyamkitettsége kockázatát, s a nemzeti valuta alapú papírok nemzetközi megítélésben játszott pozitív szerepét. Mindenhol az államháztartással-pénzügyekkel foglalkozó kormányzati szerv (minisztérium) irányítása alá tartozó hatóság (néhol ügynökség, központ) végzi az ország egyenlegeinek kezelését, s szinte mindig az államadósságot kezelő intézmény szárnyai alá tartozik az állampapír-kibocsátás is. Értékpapír-jegyzésre havonta több alkalommal van lehetőség a tagállamokban, emellett a papírok másodlagos piacát is szervezik több államban. Az EU tagországaiban a kibocsátók kevés kivétellel célcsoport szerint különböztetik meg a papírokat (külföld, belföld, egyéb). A megvizsgált országokban az állami értékpapírok egyértelmű alternatívái az államadósság megújítását célzó tőkebevonásnak, s ehhez igazodik is általában a kiadási naptár ütemezése is. Meggondolandónak tartom az elsőre indokolatlannak tűnő szlovákiai példát, amikor is egy Közép-Európa értékpapír-piacára nem

⁸⁹ Ministry of Public Finance, Government public debt management strategy 2013-2015 5. oldal
<http://goo.gl/uOAxmr> (letöltve: 2014. 10. 31.)

⁹⁰ uo.

jellemző pénznemben (NOK) bocsátott ki két konstrukciót, s ezzel egyértelműen a befektetői figyelem is rá irányult.

Találunk egy egyértelműen magyar sajátosságot: bár vannak államok, ahol a hazai cégek, vállalatok számszerűen is magas arányban vásárolnak bizonyos kiadású befektetéseket, a lakosság széles körű bevonására nem lelünk hazánkon kívüli példát. A magyar állampapír-portfólió szélesnek mondható az Unió tagországokéval való összehasonlításban, mind futamidőben, mind céljukat (különféle megtakarításokra) tekintve, emellett a kibocsátási pénznemeket nézve is jóval több alternatíva adott a potenciális befektetőknek.

2. A német Alaptörvény⁹¹

Az államháztartás egyensúlyának megbomlása Európa gazdasági szempontból egyik legerősebb államát, Németországot sem kerülte el, a föderáció GDP-arányos államadósága 1970 és 2010 között több, mint négyszeresére emelkedett. A német költségvetési politika prociklikussá vált az elmúlt két évtizedben, számos Unió ország viselkedéséhez hasonlóan hol megszorító, hol pedig lazító politikák váltották egymást. A fenti trend annak ellenére rajzolódott ki, hogy egy ún. fiskális arany szabályt⁹² alkalmaztak 1969 óta, ami tiltotta a folyó kiadások hitelből történő finanszírozását. A szabály nem tiltotta teljesen a deficitfinanszírozást, ám azt kizárólag az állami tőkeberuházásokra engedte. A szabályozás indoka az volt, hogy a kormányzati hitelfelvétel kizoríthatja a magánberuházásokat, emellett a közberuházások hitelből finanszírozása feltételezhetően pozitív hatásokat generál a gazdasági növekedésre. Az arany szabály alkalmazásában problematikus volt a kivételes esetek meghatározásának nehézsége, a beruházások értékcsökkenésének és a ciklus egészén teljesítendő egyensúlynak figyelmen kívül hagyása is gyengeségei közé sorolható.⁹³

A korábbi tapasztalatok nyomán Németország 2009 nyarán új szabályrendszert fogadott el: az alkotmányban az arany szabályt felváltotta a strukturális egyenlegre vonatkozó hiányérték, vagyis az adóssághék.⁹⁴ Ezzel a kivételek köre jelentősen leszűkült.⁹⁵ Az új szabály értelmében a GDP-arányos hiány szövetségi szinten legfeljebb 0,35% lehet, mely feltétel szigorúbb a Stabilitási Paktumban a német strukturális hiányra vonatkozólag meghatározott 0,5%-os határértéknél.

⁹¹ A németországi példa bemutatása azért tanulságos, mert a hatályos szabályozás az eurozóna országaira vonatkozó Stabilitási Paktumnál is alacsonyabb határértéket állapít meg.

⁹² A Német Szövetségi Köztársaság Alaptörvénye (Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland) 1949. 05. 23. 115. § (1)

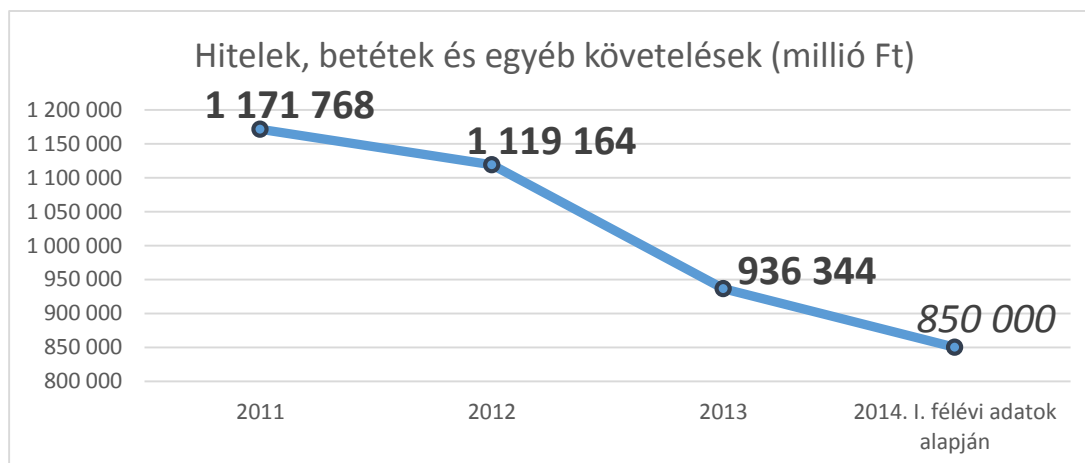
⁹³ BENCZES ISTVÁN – VÁRADI SZILVIA: Arany szabály helyett adóssághék: a német példa.

⁹⁴ Adóssághéket vezetett még be Svájc, Lengyelország, Bulgária is. Hazánkban a már említett Széll Kálmán terv részeként ígérte a kormány az intézményesítést.

⁹⁵ Természeti katasztrófák, szükséghelyzetek esetén lehet eltérni.

VI. A HÁZTARTÁSI SEKTOR MEGTAKARÍTÁSAINAK ÁTALAKULÁSA: LAKOSSÁGI PORTFÓLIÓ-ÁTRENDÉZŐDÉS

Ha a bank- illetve hitelintézeti szektor utóbbi két éves és friss (2014. I. félévi) auditált eredményeit⁹⁶ összevetjük, kétségtelenül megmutatkozik a hitelezés, betétek és egyéb követelések folyamatos csökkenése.



Az ábrán a jegybank adatai alapján ábrázoltam a bankszektor éves eredményeit és a 2014-es év végi várható eredményt, feltételezve, hogy a 2014-es II. félév eredménye hasonlóképpen alakul, mint a 2013-as III. ill. IV. negyedévé. Az állampolgárok készpénz-megtakarításainak nagy bővülése mellett az sem kétséges, hogy a lakosság leépíti hiteleit, s megtakarításainak nyilván más befektetési lehetőségeket keres. A fenti tendenciának több oka lehet, bizonyos, hogy a bankszektorba vetett közbizalom megrendült a pénzpiaci válságnak, a hitelek sorozatos „bedőlésének” eredményeként, emellett a hitelezési feltételek sem oly kedvezőek, mint pár évvel ezelőtt – egyértelműen csökkenő hitelkereslettel találkozunk.

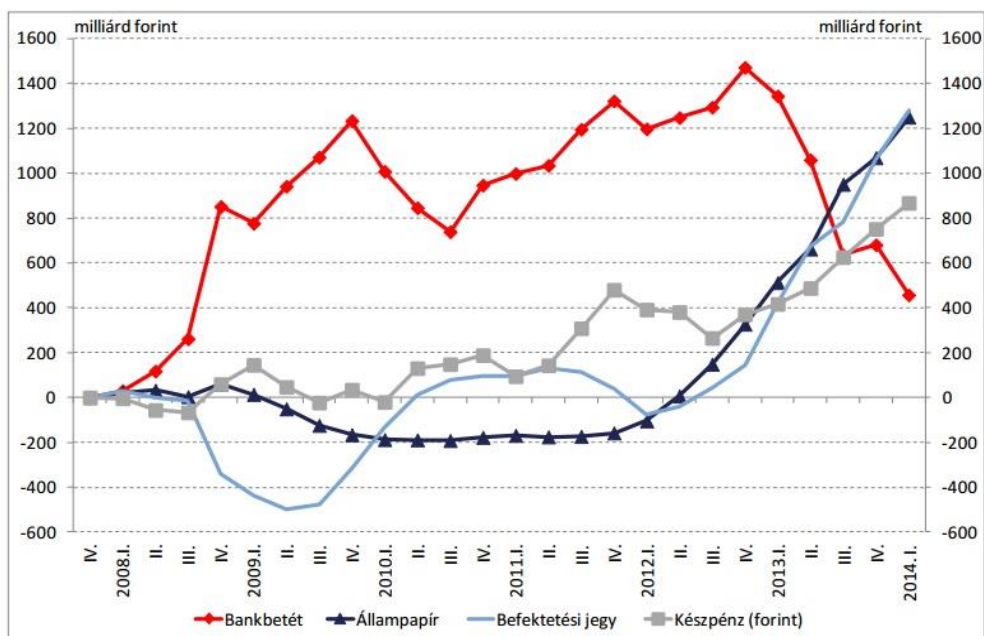
Míg korábban a bankbetétek hegemoniája volt megfigyelhető a lakossági megtakarítások piacán, addig mára az értékpapír-kereskedelem kezdi átvenni a főszerepet a befektetési lehetőségek között.⁹⁷A jelenséget több tényező egyszerre erősítheti: az állampapírok és a befektetési jegyek versenyképessége ugrásszerűen megnőtt az utóbbi években sőt, jövedelmezőségben a piac nagy részét maguk mögé utasítják. A Nemzeti Bank munkatársai által publikált szakmai cikkben kijelentésre kerül: „a lakosság tulajdonában levő értékpapírok állománya hamarosan meghaladhatja a bankbetétek nagyságát”.

⁹⁶ A hitelintézeti szektor 2012. és 2013. évi, illetve 2014. év I. félévi eredménye (auditált, millió Ft), az MNB illetve a Felügyelet részletes adatai <http://goo.gl/jusqOc> (letöltve: 2014. 10. 22.)

⁹⁷ KÉKESI ZSUZSA – KÓCZIÁN BALÁZS: Értékpapír vs. bankbetét – Miben takarít meg a lakosság? 1. oldal

Ezen pozícióváltás azért lehet ily rövid idő alatt végbemenő és drasztikus, mert a lakosság 2012-höz képest már nem csak az új megtakarításait fekteti állampapírba, hanem a korábban bankbetétben elhelyezett megtakarításainak is az állampapírok-befektetési jegyek között talált megfelelő helyet, mint azt a lenti ábra mutatja.

A lakosság pénzügyi eszközeinek változása (kumulált tranzakciók)



98

Az ábra az említett két megtakarítási forma negyedévre lebontott változását mutatja be, mely alapján a közeljövőben bekövetkező „helycserére” lehet következtetni. A bankbetétek és állampapírok trendvonala mellett a befektetési jegyek keresletének növekedését és a készpénzkereslet felfelé ívelését is nyomon követhetjük. A készpénzkereslethez kapcsolódó lakossági preferenciák változását okozhatta a tranzakciós illeték bevezetése is, emellett a csökkenő kamatlábak sem elhanyagolhatóak ebből a szempontból. Az ábrázolt befektetési formák mellett még mindig sokan preferálják a bankbetétben történő megtakarítást is. A bankbetétek felé irányuló, a korábbiaknál kisebb kereslet azért nem okoz komoly feszültséget a bankrendszerben, mert a fennálló hitelek az adósok fokozatosan törlesztik. Az is elmondható, hogy bár az elmúlt időszakban betétkivonás jellemzi a bankszektor, a lakosság megtakarításainak oroszánrészét még mindig a bankbetétben elhelyezett pénzügyi eszközök teszik ki.

VII. VALÓS NEGATÍV HATÁS A BANKSEKTORRA?

1. A kiszorítási hatás és a kamatverseny

Az állampapírok kedvelt lakossági befektetési formává válása természetesen ütközött-ütközik bizonyos piaci szereplők érdekeivel, így például a bankszektor kritikai megjegyzéssel illetve az ÁKK Zrt. intézkedéseit a szabad versenyt torzító, esetlegesen kiszorítási hatása, illetve a kamatverseny kialakulása miatt.⁹⁹

Felmerül a kérdés, vajon az állampapírok pénzpiaci részesedése akkora mértéket ölt-e, ami egyértelműen visszaveti a bankok hitelezését, s így tőkeerősségüket is veszélyezteti, illetve kialakul-e tényleges árverseny a szóban forgó piaci termékek között? A már említett ÁKK sajtóközlemény a kiszorítási hatás ellen a bankok 2011 és 2012 közötti drasztikus forráskivonásával érvel, lévén az MNB tájékoztatása szerint másfél év alatt 3500 milliárd Ft összegű külső kivonás valósult meg bankrendszerünkben. Az esetlegesen fennálló forráshiányt tehát nem a néhány százmilliárdos szeletet kitevő állampapír-állomány, hanem a források talán túlzott elvonása okozza.

A fenti állítás (nagyértékű külső forráskivonás) valóságtartalmát a PSZÁF 2011-es¹⁰⁰ és 2012-es¹⁰¹ éves jelentései, valamint a Magyar Nemzeti Bank ugyanezen éveket felölelő jelentései¹⁰² alapján ellenőriztem. A Felügyelet¹⁰³ 2011-es számvetésében a bankszektor forrásoldalával kapcsolatban megjegyzi, hogy abban csökkent az ügyfélbetétek részaránya, ezzel szemben az anyabanki finanszírozás nőtt.

Egy évvel később az MNB jelezte, hogy a magyar bankrendszerből dinamikusán áramlanak ki a külföldi források, ám ez nem okoz likviditási feszültséget. A külföldi forrásokra való ráutaltság a már PSZÁF által is említett mérséklődő hitelállománynak tudható be, ám a forráskivonás nem csupán következménye, okozója is lehet a csökkenő hitelezésnek. A jegybank a hazai hitelezés ösztönzését, a vállalati hitelezés beindítását kulcsfontosságú pozícióba emeli a gazdasági növekedésben betöltött szerepe miatt.

A másik, kritikával illetett pont a kamatverseny esetleges létrejötte a bankok betétei és az állampapírok, mint pénzügyi termékek között. A banki szféra úgy érvel, hogy a kialakuló

⁹⁹ ÁKK Zrt. közleménye 2012. május 7. i.m. 2. oldal

¹⁰⁰ „Éves jelentés 2011” PSZÁF kiadvány, <http://goo.gl/54qmIZ> (letöltve: 2014. 8. 25.)

¹⁰¹ „Éves jelentés 2012” PSZÁF kiadvány, <http://goo.gl/kNSTm7> (letöltve: 2014. 8. 25.)

„Éves jelentés – A Magyar Nemzeti Bank 2011. évről szóló üzleti jelentése és beszámolója” <http://goo.gl/xU8cXZ> (letöltve: 2014. 8. 27.)

„Éves jelentés – A Magyar Nemzeti Bank 2012. évről szóló üzleti jelentése és beszámolója” <http://goo.gl/HY2vnF> (letöltve: 2014. 8. 27.)

¹⁰³ 2013. október 1.-jétől a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletének jogköreit, köztük a pénzügyi közvetítőrendszer felügyeletét az MNB látja el.

kamatverseny miatt megnövekedett finanszírozási költségek nem fenntarthatóak.¹⁰⁴ Az ÁKK 2012-es közleményében úgy érvel a kamatverseny kialakulása ellen, hogy a szóban forgó két pénzügyi termék alapvetően eltérő futamidővel bír, így igazi árverseny közöttük nem alakul ki. Azonban már akkor is bővülőben volt az állampapírok palettája: megjelent például a Féléves Kincstárjegy, melynek bevezetésével valóban konkurenciát kaptak a hasonló futamidejű banki betétek.

A több mint két évvel ezelőtti pénzügyi helyzet napjainkig rendkívül nagy változáson ment keresztül, így érdemes a kamatverseny megítéléséről alkotott képet újragondolni. A 2012-es, 7%-os jegybanki alapkamat mára (az MNB 2014. július 23.-i döntése nyomán¹⁰⁵) 2,1%-ra változott, mely döntés értéke egyszerre van kihatással a bankok jegybanknál elhelyezett betéteire és egyfajta referenciakamatként szolgál a lakossági betétek esetében is. A kamatverseny a jegybanki alapkamathoz képesti felárban jelenhet meg a bankok, ill. az állampapírok között, mely egy szűknek mondható sávot jelent.

2. Állampapír vs. bankbetét

Amint már említettem, az állampapírok kínálata nagymértékben megnövekedett a 2012 óta eltelt időszakban, hiszen különböző futamidejű, kamatlábú értékpapírok próbálják kielégíteni a befektetők igényeit. Az ÁKK termékei közül a két népszerű, kedvező kondíciójú Kincstárjegyet, a Féléveset és a Kamatozót szeretném összehasonlítani a jelenleg elérhető (2014. szeptember 9.) banki betétekkel.

Bankbetétek	Futamidő	Kamatozás	Alapcímlet	További feltételek
Féléves Kincstárjegy ¹⁰⁶	6 hónap	2,25%	10 000 Ft	nincs, kamatadó (16%)
Kamatozó Kincstárjegy	1 év	2,5%	10 000 Ft	nincs, kamatadó (16%)
Bankbetétek	változó, általában 1 év	általában 2,5%	általában 100 000 Ft ¹⁰⁷	gyakori (pl. új forrás lekötése, rendszeres jóváírás a futamidő alatt ¹⁰⁸)

¹⁰⁴ ÁKK Zrt. közleménye 2012. május 7. i.m. 1. oldal

¹⁰⁵ <http://goo.gl/9hR8Lw> (letöltve: 2014. 8. 30.)

¹⁰⁶ <http://goo.gl/PUAdN2> (letöltve: 2014. 8. 30.)

¹⁰⁷ MagNet Magyar Községi Bank – HŰSÉG betét, DRB Dél-Dunántúli Regionális Bank – Tartós Befektetési Számla. <http://goo.gl/ETF01X>, <http://goo.gl/TIH1tk> (letöltve: 2014. 9. 2.)

¹⁰⁸ <http://goo.gl/47TwG4> (letöltve: 2014. 8. 30.)

Mivel a Kamatozó Kincstárjegy teszi ki a lakossági értékesítések közel háromnegyedét, ezért érdemes megvizsgálni azon tényezőket, melyek szerepet játszhatnak a konstrukció ily nagy térnyerésében: Az egyszerűség-biztonság és a világosan kivehető kamatelőny mellett a kamatbevételek egészségügyi hozzájárulás (Eho-6%) mentessége is a KKJ felé billentheti a leendő befektetők képzeletbeli mérlegét. Sokat nyomhat a latba a kiterjedt értékesítési hálózat is, hiszen a KKJ-et az Államkincstár hálózatán kívül online, emellett további nyolc bank fiókhálózatában is árusítják.¹⁰⁹

A fenti két állampapír és a fellelhető banki betétek tulajdonságainak összevetése nyomán világos, hogy kifejezetten versenyképesek a Kincstárjegyek a lakossági betétek piacán, vonzó alternatívák a befektetni kívánó állampolgároknak. Az áttekintett értékpapírok hozama az ajánlatok jövedelmezőségét tekintve a felső régióban található, emellett az állampapírok egyszerűsége, biztonságossága is nagy fegyvertény. A Kincstárjegyek által kínált kamatbevételek (2,25 és 2,50%) nem rugaszkodnak el túlságosan a jelenlegi (2014. szeptember 9.) jegybanki alapkamattól (2,10%), ugyanígy viselkedik a bankok többsége is. Összességében tehát az állampapírok az elmúlt bő két év során olyan lehetőséggé váltak, melyet egyre több és több ember választ ma is, így már középtávon megágyazva annak a megtakarítások közti újrapozícionálásnak, mely a kialakult trendből következtetve elképzelhető. A pozitívumok számba vétele mellett azonban ne feledjük: egy kevéssel nagyobb kockázatot vállaló befektető jóval nagyobb hasznot realizálhat a különböző befektetési alapok előnyeinek kiaknázásával. A következő részben egy befektetés elemzési módot és egy befektetési alternatívát fogok bemutatni.

3. A hozam – kockázat – likviditás vizsgálata és a befektetési alapok

Az állampapírt, mint a befektetési piacon jelen lévő tényezőt hasznosnak tartom vizsgálni és összevetni más termékekkel a hozam – kockázat – likviditás hármasságában, így rávilágítva pozitívumai mellett a versenytársak által kínált kedvezőbb feltételekre is.¹¹⁰

Az összehasonlítás alapját képező „háromszög” azt hivatott megállapítani, hogy az adott, befektetést kereső személy prioritásainak megfelelően mi a számára legoptimálisabb választás. A felhasználói igényeknek megfelelően egyes elemek túlsúlya jöhet létre, melyek nyomán a befektető választása is eldőlhethet. Esetünkben a hozam a kamatjövedelmet, a kockázat a hozam

¹⁰⁹ KÉKESI ZSUZSA – KÓCZIÁN BALÁZS: i.m. 3. oldal

¹¹⁰ <http://goo.gl/8gM3w1> (letöltve: 2014. 10. 5.)

változékonyságát-biztonságosságát, a likviditás a befektetést kezelő fizetőképességét, fizetőkészségét jelenti.¹¹¹ A tőkéletes befektetés persze olyan elemekből állna össze, mint a magas hozam, alacsony kockázat és azonnali hozzáférhetőség – de a való életben korántsem találkozunk efféle megoldással.¹¹²

A pénzügyi életben gyakran mondják: e hármashból egyszerre egy termék csak kettőnek tud megfelelni, s ha az állampapírokat szemléljük, a kockázatot (illetve annak a hiányát) illetve a likviditást választhatjuk ki, mint egyértelműen adott tényezőt. A hozamot szemlélve, - mint azt fentebb már érzékeltettem – ha a potenciális befektetők a bankbetétekkel hasonlítják össze a terméket, egy kifejezetten vonzó ajánlattal találkoznak. Mi történik azonban akkor, ha a befektető kis mértékben nagyobb kockázatot vállalna a nagyobb hozam elérése érdekében?

Amint már a dolgozatban említettem, az állampapírok mellett a befektetési jegyek iránti kereslet is megnőtt az elmúlt két évben, így kerültek látókörömbe a befektetési jegyek kibocsátásával létrehozott és működtetett befektetési alapok.¹¹³ Maguk a befektetési jegyek lehetővé teszik a megtakarítások egyszerű, költséghatékony módon való befektetését, s teszik ezt úgy, hogy a befektetők között a kockázat megoszlik a különböző piacokon. Az alapok révén az alapkezelő cég (bank) a befektetők tőkéjét a választott alap tulajdonságainak megfelelően fekteti be.¹¹⁴ A befektetések biztonságáért, az esetleges kártalanításért a befektető védelmi alap (BEVA¹¹⁵) felel legfeljebb 20 ezer euróig. A befektetési alapok tanulmányozásakor az egyik hazánkban is jelen lévő bank portfólióját fogom áttekinteni.¹¹⁶

Úgy vélem, az állampapírokkal való összehasonlításban az alacsony kockázatú termékekkel való összevetésnek van relevanciája, így a Kamat Prémium Rövid Kötvény Alap (Pénzpiaci alap), Likviditási Alap, a Tőke- és Hozamvédett Likviditási Alap (Garantált Pénzpiaci Alap) és az Euró Likviditási Alap lehet az állami értékpapírok közvetlen versenytársa.

A „versenytárs” szerep persze jóval árnyaltabb például az először említett Alap (Kamat Prémium Rövid Kötvény Alap) esetében, hiszen amint a konstrukció befektetési politikájában is olvasható: az alap elsősorban rövid futamidejű állampapírokba, emellett lekötött és lekötetlen banki betétekbe fektet.¹¹⁷ Ha tehát úgy tekintjük, az Alappal a befektetők közvetett módon az állampapírokba is befektetnek, hiszen az alap eszközeinek majdnem 40%-át 2014. második

¹¹¹ <http://goo.gl/TTQ3qX> (letöltve: 2014. 10. 15.)

¹¹² <http://goo.gl/Sx7gZV> (letöltve: 2014. 10. 5.)

¹¹³ Raiffeisen Befektetési Alapok 2014. második negyedév füzet 2. oldal

¹¹⁴ <http://goo.gl/5ye6rV> (letöltve: 2014. 10. 6.)

¹¹⁵ 1996. évi CXI. törvény az értékpapírok forgalomba hozataláról, a befektetési szolgáltatásokról és az értékpapírtőzsdéről

¹¹⁶ <http://goo.gl/Z8pIyd> (letöltve: 2014. 10. 6.)

¹¹⁷ <http://goo.gl/QT0MkK> (letöltve: 2014. 10. 6.)

egyedévében az Államkötvények és Kincstárjegyek adták.¹¹⁸ Az alábbi táblázatban összefoglaltam a potenciálisan versengő termékeket, s azok legfőbb konstrukcióbeli különbségeit.

Befektetési alapok	Futamidő	Kamatozás
Kamat Prémium Rövid Kötvény Alap	határozatlan, előre láthatólag 6 hónap	3,7% ¹¹⁹
Likviditási Alap	határozatlan, akár néhány nap	2,1%
Kamatozó Kincstárjegy	1 év	2,5%

Az alapokkal való megismerkedés után, az állampapírokkal való összevetésben több fontos következtetésre is jutunk. A hozamokat tekintve vannak valós, jövedelmező alternatívái az értékpapíroknak, a megnövekedett kamatbevételekért viszont ha minimálisat is, de kockázatot kell vállalni. A befektetési alapok mellett szól, hogy rendkívül könnyen mobilizálhatóak a befektetések, nincsenek kötött futamidők, mint az állampapíroknál (ahol viszont a másodlagos piac működik). Az állampapírokhoz hasonlóan az alapok is kínálnak euró-megtakarításra kialakított konstrukciót. A befektetési alapok árfolyama egy bizonyos intervallumon belül bár változhat, mondhatjuk, hogy stabil, és jól teljesítő lehetőséget kínálnak a lakossági ügyfeleknek. Az állampapírok helyzetét erősíti, hogy a befektetési alapok ismertsége nem oly magas, mint az állami értékpapíroké, illetve az értékesítési pontok száma, az országos lefedettség mértéke is az állampapírok malmára hajtja a vizet (bár több befektetési jegy jegyzésére az interneten is van lehetőség). A vizsgált bank konstrukciói jellemzésekor az állampapírokhoz, bankbetétekhez hasonlítja termékét, mely tovább erősítheti a helyettesíthetőség érzését a fogyasztókban.

¹¹⁸ Raiffeisen Befektetési Alapok 2014. második negyedév füzet 13. oldal

¹¹⁹ <http://goo.gl/4jbS3D> (letöltve: 2014. 10. 6.)

VIII. NÉPSZERŰ ÁLLAMPAPÍROK = STABIL ÁLLAMHÁZTARTÁS?

1. Az állampapír forgalmazás jövője, távlati lehetőségei

A korábbiakban kitértem az állampapírok történetéből kiindulva a szóban forgó értékpapírok jelenére, emellett az államadósság elleni küzdelem jogi-intézményi hátterével is foglalkoztam. Dolgozatom e pontján szeretném összekötni a két nagy jelentőségű tény: az állampapírok gyors ütemben növekvő lakossági népszerűségét és az államháztartás stabilitásának igényét, vagyis a mindenkori költségvetés fenntarthatóságának, az állam adóssága csökkentésének szükségességét. Mennyiben járulhat hozzá a jövőben az ország polgárainak egyre erősebb jelenléte a finanszírozáshoz, hordoz-e magában ez a tendencia olyan információt, mely javít hazánk gazdasági stabilitásának nemzetközi megítélésén? Biztosítani tudja-e a fenntarthatóságot hosszú távon az állami értékpapírok kibocsátása, mennyire foglal el kitüntetett helyet az állampapír-kibocsátás az államháztartás eszköztárában?

Evidencia, hogy az állampapírok befektetők számára való vonzóvá válása megkönnyíti az államadósságot képező hitelek megújítását, továbbgörgetését, s teszi ezt úgy, hogy az állam a futamidők lejártakor (a lakossági papírok esetében) nem a pénzpiac egy szereplőjének, hanem saját polgárának fizeti ki a kamatbevétellel megnövelt befektetett összeget, s így a belső kereslet is nőhet.

A képet nem árt azonban árnyalni, hiszen nem minden állampapír kizárólag lakossági értékesítésű, így a különböző konstrukciókból vásárolhatnak külföldi befektetők, vállalatok egyaránt. A deviza-adósság csökkentése, s így az (állampapírban is fekvő) adósságállomány nagy részének forintban való állása sem csak és kizárólag pozitívumokat vetít előre, ugyanis a külföldiek által tartott magas kötvényállomány is sebezhetőséget okozhat. Történhet ugyanis, hogy egy eladási hullám súlyos állampapír-piaci és árfolyambeli következményeket von maga után, mely esetek az adósság-állomány nagyobb heterogenitása esetén nem állnának be. A továbbiakban azon szempontokra szeretnék fokozott hangsúlyt fektetni, melyek szerepet játszanak-játszhatnak az állampapírok jövőképeben, illetve az állampapírt szeretném pozícionálni az ország további finanszírozásának tekintetében.

Vajon tendenciák befolyásolják az állami értékpapírok jövőjét? A fejlett országokhoz hasonlóan bizonyos demográfiai folyamatok is szerepet játszhatnak hazánkban az állampapírok felé való fordulásban, ugyanis az előregedő társadalmak inkább kockázatkerülők, s így a szinte kockázatmentes értékpapír a megfelelő döntés számukra. Az állam csődkockázata

meglehetősen alacsony, s sokan az aktív korúak közül is a részvények helyett állampapírban tesznek félre például a nyugdíj-megtakarítás céljából.¹²⁰ Mosolygó Zsuzsa (ÁKK munkatárs) szerint „A népesség növekedési ütemének változásai, valamint [...] az előregedés folyamata tehát hatnak az állampapír finanszírozási kapacitásra”¹²¹. A finanszírozási kapacitást Magyarország esetében azért nehéz mérni, mert jóformán három éve lett tényező a magyar állampapír a piacon, azelőtti piaci részesedése szinte nem is mérhető. Ez persze nem jelenti azt, hogy egy hosszabb időtávot szemlélve, több tízéves állampapír-kereskedelem mellett nem találkozoznánk az előregedéssel párhuzamosan felfutó értékesítéssel.

Az ÁKK és az MNB gyakorlatát szemlélve kitűnik, még mindig nagy prioritást élvez az ország deviza-adósságának „forintosítása”, s ez a jövőben is állandósulni látszik. A tézist támasztja alá, hogy a 2014-es év II. negyedévében a Nemzeti Bank ún. „önfinanszírozási” programot hajtott végre, melynek egyik célja az volt, a kéthetes jegybanki kötvények likviditásának egy részét az állampapír-piacra terelje. Az állami forint betétekből a nagyobb kereslet hatására többet értékesített az ÁKK, mely időlegesen növelte az államadósságot, ám a létrejött forint forrásból az állam devizaadósságát csökkentették. A konklúzió az, hogy a program az államadósság mértékét nem növeli, viszont a devizahányadot csökkenti.¹²²

A legfrissebb adatok alapján megállapítható, hogy a lakossági állampapír-állomány növekszik, azonban a növekedés üteme nagy differenciákat mutat a havi kimutatások szerint. Az ÁKK augusztusi beszámolója¹²³ szerint a hónapban csupán 11,5 milliárd forinttal növekedett a lakosság számára értékesített állomány. Ha az egy hónappal későbbi sajtóközleményre¹²⁴ tekintünk, már 101 milliárd forintos lakossági állománynövekedésről számol be az ÁKK, mely növekedés kizárólag államkötvények nettó értékesítéséből származott. A jelenség ugyanúgy visszavezethető az augusztusi eladások még „nyári” voltára, mint ahogy a kibocsátási naptár ütemének is betudható. A továbbiakban is elképzelhető még az ily mértékű eltérés is a havi értékesítésekben, hiszen az állami finanszírozási igény is változik, a hitelek lejáratja is folytonosan, de más-más időpontokban történik.

Pár szó az állampapír-állomány tulajdonosi szerkezetéről: Az elmúlt 2 évben a tulajdonosi szerkezet egyértelmű változáson ment keresztül, mely átalakulás tükrözi a kormányzat törekvésének célját: az ország sérülékenységeinek a külföldiek állományának lassú leépítésén

¹²⁰ MOSOLYGÓ ZSUZSA: Az államadósság hosszú távú tendenciáiról 442. oldal Elérhető: <http://goo.gl/WkVwFe> (Az adott dokumentumban a 8. oldal) (letöltve: 2014. 10. 17.)

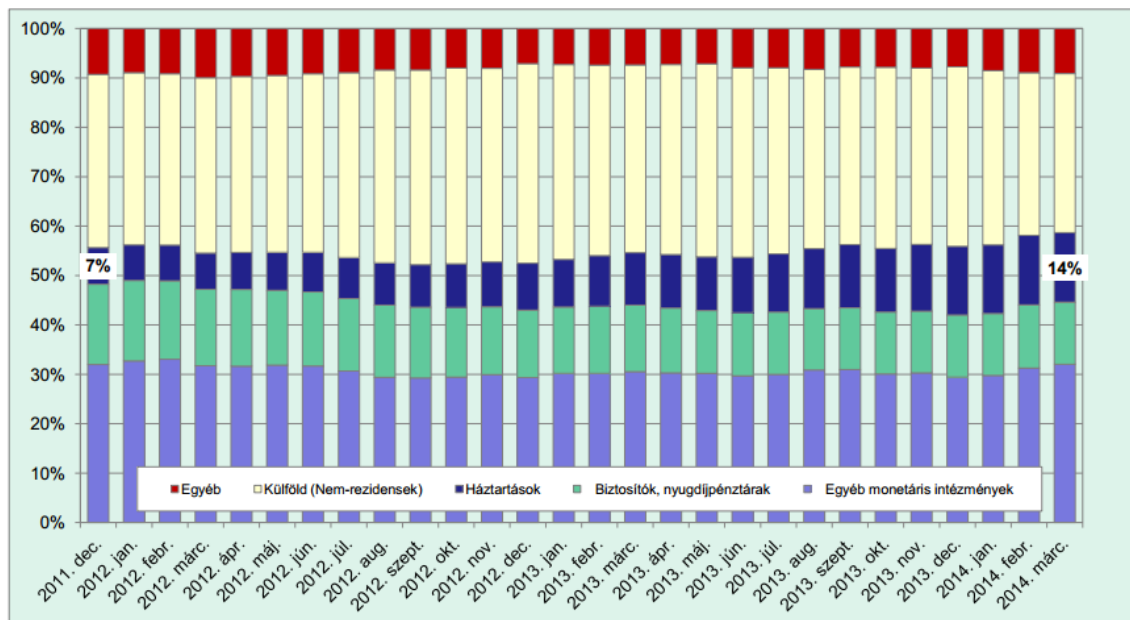
¹²¹ uo.

¹²² BAKSAY GERGELY-KICSÁK GERGELY: Az államadósság alakulása 2014 első félévében 1. oldal

¹²³ ÁKK – Lassult a növekedés, Budapest, 2014. szeptember 11.

¹²⁴ ÁKK – Továbbra is a kötvények a nyerők, Budapest, 2014. október 13.

át való csökkentése.¹²⁵ Mindezen magatartásra a válsággal kapcsolatos tapasztalatok adtak okot, mert bár a magas nem rezidens arány hozamcsökkentő hatású lehet, az fokozott volatilitást is magával hozhat.¹²⁶ Az ÁKK diagramján¹²⁷ szeretném érzékeltetni a tulajdonosi kör arányában bekövetkezett változásokat.



Forrás: MNB

Ha csak a két, a diagram időtávját keretbe foglaló időpontot nézzük (2011. december, 2014. március), egyértelmű és tendenciaszerűnek mondható változás vonul végig az ábrázolt intervallumban. A lakossági állomány megduplázódott, mely bővülés főképp a külföldi részarány rovására ment.

Habár nem a lakossági, hanem a banki részarányt növelné, a belső finanszírozás felé való fordulást erősíti a jövőben a Nemzeti Bank banki állampapír-vásárlást ösztönző eszközeinek kiterjesztése.¹²⁸ Az intézmény rámutat a külső adósság és a külföldi forrásokra való ráutaltság, mint sérülékenységi forrás veszélyeire, emellett a forintfinanszírozás felé való elmozdulás sikerességének eredményeit is megfogalmazza.

¹²⁵ HORVÁTH DÁNIEL-SZTANÓ GÁBOR: Kik tartanak magyar állampapírokat? 1. oldal

¹²⁶ HORVÁTH DÁNIEL-SZTANÓ GÁBOR: i.m. 6. oldal

¹²⁷ ÁKK prezentáció: A központi költségvetés és az államadósság módosított finanszírozása 2014-ben 9. oldal

¹²⁸ MNB (Háttéranyag): Az ország adósságszerkezete tovább javítható. A bankok az állampapírok vásárlásával segíthetik az ország önfinanszírozását 1. oldal

2. Az állampapír-forgalmazás a fenntartható államháztartás eszköztárában

A fentiek alapján úgy vélem nem kérdés, hogy az állampapíroknak milyen jövőt szán a kormányzat, hiszen a folyamatok azt mutatják: egy forrásbevonásra egyedi eszközt kereső és egy biztos befektetési forma után néző lakosság „egymásra talált”. Ami további gondolkodásra készíthet minket, az az, hogy elegendő-e az állampapír-forgalmazás az ország finanszírozásának egyenesben tartásához, akár az államadósság csökkentéséhez? Természetesen ennél jóval több tényező együttállása szükséges a cél eléréséhez: a stabil és nehezen sebezhető állami pénzügyekhez.

Szükséges a változatlan fiskális politika.¹²⁹ Nehéz a közép és hosszú távú tervezés akkor, mikor csak néhány éves horizonton látható előre a politikai szándék, az előrejelzéseket is nehéz elkészíteni a hatályos jogszabályok, költségvetési tételek alapján. A szakpolitikai szándékok sokszor csak a rövid távú következményeket tartják szem előtt, így azok hosszú távon fenntarthatatlanok, ezért a pályát előbb vagy utóbb módosítani kell.

Szükséges az államháztartás elsődleges egyenlegének¹³⁰ javulása, vagyis az adósságszolgálati kiadásokkal csökkentett, elméletben államadósság nélküli egyenleg ne duzzassza tovább az adósságot, törekedjen minél inkább a költséghatékony működésre, s ez jelenjen meg az éves költségvetésekben is. A kormány kilátásba is helyezett egy fokozatos, az államháztartás kiadási oldalát csökkentő intézkedés-sorozatot melynek során az újraelosztás mértékét is szűkítenék. A terveket Varga Mihály Nemzetgazdasági Miniszter jelentette be.¹³¹ A lépés indokaként a miniszter az állami kiadások GDP 50%-áról 45%-ra való levitelét hozta fel, emellett az államadósság folyamatos mérséklését is az okok közé sorolta. A kiadáscsökkentést bizonyosan szerkezeti reformokkal lehetne végrehajtani, melyek részletei egyelőre nem ismertek.

Szükséges a gazdasági növekedés ösztönzése, melyben szerepe lehet a Nemzeti Bank programjainak, de az állami beruházások is működhetnek katalizátorként. A dolgozatban korábban is megemlíttem, hogy a bruttó hazai termék (GDP) volumenváltozása kedvezően alakult az utóbbi negyedévekben (pl. 2014. II. negyedév: 3,9%), azonban arra kell törekedni, hogy ezen értékek állandósuljanak hosszú távon is, így érhető el a szignifikáns adósság-lefaragás (az adósság „kinövése”).

¹²⁹ MNB – Elemzés az államháztartásról, 2013. február 10. oldal

¹³⁰ Magyar Államkincstár: Közgazdasági és államháztartási fogalomtár. Elérhető: <http://goo.gl/L5jKeQ> (letöltve: 2014. 10. 20.)

¹³¹ <http://goo.gl/E6eZVt> (letöltve: 2014. 10. 20.)

Szükséges a finanszírozási költségeket is figyelembe venni, ami az állampapírok esetében a kamathozamok mértékét jelenti. Középtávon a devizaarány csökkenése eredményeként lehet az ország-kockázat csökkenésével számolni, így a forint állampapírok esetében a 3% körüli reálkamat kivetítése tűnik fenntarthatónak.¹³² Fontos lenne az adósság futamidejét hosszabbítani, hiszen nagy terjedelműek a rövid lejáratú forinttartozások (Kamatozó Kincstárjegy, Kincstári Takarékjegy). Meggondolandó ötlet a hosszabb futamidejű papírok kibocsátása (forintban és devizában egyaránt), melyeknek belföldi befektetési bázisa meglehetősen szűk.¹³³

Ha kritikusan szemléljük Magyarország gazdaságát, az még mindig sérülékeny bizonyos mutatók, például a sokat emlegetett 80% körüli adósságráta és a 100% körüli bruttó külső adósság miatt¹³⁴. Bruttó finanszírozási igényünk is magas, vagyis az állam jórészt adósság-kibocsátás révén tudja fenntartani fizetőképességét. Finanszírozásunkban a nagy külföldi részvétel is sebezhetőséget jelezhet, ugyanakkor a csak forintban álló adósság is veszélyeket rejt magában.

Láthatjuk, hogy megannyi körülmény nehezíti napjaink gazdaságpolitikájának kialakítását, melynek a stabilitás-teremtés évei után ma már a növekedés-serkentésről és a fiskális-monetáris egyensúly megtalálásáról kell szólnia. Bízom benne, hogy a jövőben egy olyan kiszámítható és az ország külső megítélésén is javító politika kerül alkalmazásra, amivel javulnak hazánk versenyképességi kilátásai a régiós versenytársakhoz képest is. Úgy látom, a komoly feladatok megoldásában az állampapír-forgalmazás is segítségünkre lehet, de csak akkor, ha azt tudatosan, összehangolva más eszközökkel, a magyar emberek javára használják.

¹³² MNB – Elemzés az államháztartásról, 2013. február 7. oldal

¹³³ MOSOLYGÓ ZSUZSA: Miért sérülékeny még mindig a magyar gazdaság? 4. oldal

¹³⁴ <http://goo.gl/QUEpIB> (letöltve: 2014. 10. 20.)

IX. ÖSSZEGZÉS

A feltárt folyamatokból és a hazánkban az elmúlt években dinamikusan zajló állampapír-piaci fejlődésből lehetségesnek tartom a konklúzió levonását a jövőre vonatkozóan.

Munkám elkészítése során különös figyelmet fordítottam az általam talált adatok naprakészségének biztosítására, hiszen a pénzpiaci-befektetési szektor változásait folyamatosan lekövetve lehet csak napjainkra és a közeljövőre is vonatkoztatható megállapításokat tenni.

Ha a dolgozatom alapvető problémájaként felfogható államadósság-tömeg keletkezésének és az ebből eredő kezelésnek a kezdetéig tekintek vissza, rendkívüli jelentőségűnek tartom a jogi szabályozás hiányát az államadósság keletkezésének okaira, az arról való döntéshozatal tekintetében. Az adósságtömeg az esetek többségében nem egy olyan beruházást szolgál, amely produktív lenne a gazdasági növekedés elősegítésében, hanem általában „szinten tartási”, megújító szerepet tölt be, vagy éppen az utolsó lehetőség a tőkebevonásra a kormányzat számára, hogy bizonyos közszolgáltatásokat biztosítson. Mivel a hitelek felvétele után azok velejárója, a hosszadalmas törlesztés hosszú évtizedek következetes munkáját kívánja meg, így elkerülhetetlenül szigorításra szorul a hazai jogrendben az esetleges hitelfelvételek feltételeinek meghatározása. Példaképpen tekintsünk a korábban bemutatott német adósságfékre, amely az ország adósságállományának bővülését hivatott megakadályozni. A fiskális szabályrendszer ily módon való megerősítését elengedhetetlennek tartom a költségvetési transzparencia és a többéves tervezés elvének való megfeleléssel együtt.¹³⁵

Az állampapírok, s azon belül is a belföldi piacra szánt termékek térnyerése, - mint dolgozatom korábbi szakaszaiban arra rámutattam- több szempontból is pozitívumokat hordoznak magukban az államfinanszírozásra gyakorolt hatásukat tekintve. Az államadósság devizaarányának illetve a külső finanszírozók részesedésének optimális szintre¹³⁶ csökkentése szükséges hazánk árfolyamkitettségének csökkentése érdekében.

„A bruttó külső adósság csökkentését a gazdaságpolitika az államadósság belső forrásokból történő finanszírozásának előtérbe helyezésével érheti el, amihez a forint államkötvény-kibocsátások felé fordulás a legadekvátabb rendelkezésre álló eszköz.”¹³⁷

¹³⁵ BENCZES ISTVÁN – VÁRADI SZILVIA: Aranyszabály helyett adósságfék: a német példa.

¹³⁶ Adósságunk devizaaránya a gazdasági válság éveiben ugrott meg, így a válság előtti időszak részaránya (közel 30%) iránymutató lehet az optimális mérték meghatározásakor. forrás: MNB háttéranyag

¹³⁷ MNB (Háttéranyag): Az ország adósságszerkezete tovább javítható 5. oldal

Így gazdasági szuverenitásunk megőrzése, pontosabban minél kisebb mértékű sérülése elérésében is hathatós eszközt látok a belföldi állampapír-piaci fellendülésben.¹³⁸

Kiemelném, hogy adósságtömegünk minél ideálisabb szerkezetének elérésében is használható az állampapír (így nem csupán a forint-deviza megkülönböztetésnek, hanem a tulajdonosi szerkezetnek¹³⁹ is van relevanciája), melyhez kapcsolódva a lakossági szerepvállalás növekedése a jövőre nézve is előnyös képet festhet.¹⁴⁰

Az állampapír-kibocsátás használatának esetleges negatív hatását a fentebb említett ideális szint túllépésében látom, nevezetesen az adósság forint-túlsúlyának olyan elszaladásában, mely miatt a gazdasági stabilitás nagymértékben függene valutánk árfolyamváltozásaitól.

Napjaink állampapírjai nem csökkentik elégséges mértékben adósságunk megújítási kockázatait¹⁴¹, így a jövőben elsősorban hosszabb futamidejű papírok kibocsátása lenne kívánatos.¹⁴²

Az állami értékpapírok szerepét a stabilitás biztosítását célzó eszközrendszer, lehetséges intézkedések viszonyában (a fiskális-monetáris politikai összetevőket) vizsgálva az jelenthető ki, hogy annak pozitív hozadéka elveszhetnek a többi intézkedés nem összehangolt és hosszú távon tudatos használata mellett.

A belföldi piacra szánt és lakossági állampapírok forgalmazása mellett tehát több kedvező hatás is felvonultatható annak értékelésekor, ugyanakkor véleményem szerint ezen eszköz hatásosságát szükséges a többi, hasonlóan hangsúlyos intézkedés fényében láttatni. A magyar állampapírok forgalmazásának útján az állam érdemben tudja befolyásolni adósságtömegünk forint illetve devizaarányát s tulajdonosi szerkezetét egyaránt, ezért úgy vélem, e gazdaságpolitikai eszközhöz való tudatos folyamodás hosszabb távon beválthatja a hozzá fűzött reményeket: a stabil és kiszámítható állami pénzügyeket. Bízom benne, hogy munkám segít árnyalni a magyar állami értékpapírok jelenét és jövőjét, emellett az államháztartásban betöltött növekvő szerepükre tekintettel hazánk finanszírozásának alakulásában vállalt részét is.

¹³⁸ „A gazdaságpolitikának célul kell kitűzni hogy az állam költségvetési hiánya fokozatosan csökkenjen, és ne külföldről, hanem a belföldi pénzpiacról finanszírozza hiányát kincstárjegyek, államkötvények kibocsátása stb. révén.” SIMON ISTVÁN (szerk.): Pénzügyi jog I., Budapest, 2007. 209. oldal

¹³⁹ „Lehetővé kell tenni, hogy külföldiek forintért vásároljanak állampapírokat, mert az árfolyamkockázatot így a befektetők viselik.” SIMON ISTVÁN (szerk.): Pénzügyi jog I., Budapest, 2007. 209. oldal

¹⁴⁰ Jelenleg a lakossági állampapírok kb. 10%-os részarányt képviselnek az összádóssághoz viszonyítva.

¹⁴¹ Rövid futamidejű értékpapírok lévén az azokban fekvő adósság 1-5 éven belül megújításra szorul, míg egy hosszabb futamidő esetében ez az intervallum kitolódhatna 5-10 évre is.

¹⁴² MNB (Háttéranyag): Az ország adósságszerkezete tovább javítható 8. oldal

IRODALOMJEGYZÉK

Hivatkozott jogszabályok, közjogi szervezetszabályozó eszközök

Magyarország Alaptörvénye (2011. április 25.)

2013. évi V. törvény a Polgári Törvénykönyvről

2011. évi CXCV. törvény Magyarország gazdasági stabilitásáról

2011. évi CXCV. törvény az államháztartásról

2013. évi CXXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bankról

2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról

2012. évi CCIV. törvény Magyarország 2013. évi központi költségvetéséről

2013. évi CCXXX. törvény Magyarország 2014. évi központi költségvetéséről

1101/2012. (IV. 5.) Kormányhatározat a lakosság állampapír állományának növeléséhez szükséges intézkedésekről

Maastrichti szerződés

Állami szervek közleményei

Közlemény a Monetáris Tanács 2014. július 22.-i üléséről

ÁKK Sajtóközlemény: IMF hitel előtörlesztéssel is stabil és terv szerinti az adósságalakulás.
2013. 02. 13.

ÁKK Zrt. közleménye 2012. május 7: A lakossági állampapír forgalmazás jelentősége az államadósság finanszírozásában

ÁKK közlemény: „Nyári” forgalom a lakossági állampapír értékesítésben, 2013. július 8.

ÁKK közlemény: Jól indult az év a lakossági állampapír piacon, 2014. február 13.

ÁKK közlemény: Egyre kedveltebbek az államkötvények, 2014. augusztus 11.

ÁKK közlemény: Lassult a növekedés, Budapest, 2014. szeptember 11.

ÁKK közlemény: Továbbra is a kötvények a nyerők, Budapest, 2014. október 13.

Éves jelentés 2011., 2012. – PSZÁF kiadványok

Éves jelentés – A Magyar Nemzeti Bank 2011, 2012. évről szóló üzleti jelentései és beszámolói

MNB – Elemzés az államháztartásról, 2013. február

Könyvek, folyóiratok, cikkek

- Faragó Miksa: A Kossuth-bankók kora, a szabadságharc pénzügyei, Nyugat irodalmi és nyomdai R.T. nyomása, 1911. Budapest
- Lukács Béla: Az 1848/49-i Pénzügy, Athenaeum, Pest, 1871.
- Rákosi Mátyás, Dobi István – Szabad Nép, 1950. szeptember 28.
- Csáki György: Globalizáció és gazdasági szuverenitás In.: Magyar Tudomány, 2013/4
- Raiffeisen Befektetési Alapok 2014. második negyedév füzet
- Baksay Gergely - Kicsák Gergely: Az államadósság alakulása 2014 első félévében
- Horváth Dániel - Sztanó Gábor: Kik tartanak magyar állampapírokat?
- Nemzetgazdasági Minisztérium: Államadósságunk története
- Ráth Olivér Zoltán: Az Alaptörvény közpénzekről szóló része, különös tekintettel az államadósságra
- Lentner Csaba (szerk.): Bankmenedzsment, Budapest, 2013.
- Simon István (szerk.): Pénzügyi jog I., Budapest, 2007.
- Bod Péter Ákos: Bevezetés a pénzügyek és a pénzügyi politika világába, Budapest, 2008.
- Giday András (ÁSZ): Kelet-Közép Európa eladósodása.
- Bátyi Tamás László: Államadósság-kezelési stratégiák In.: Hitelintézeti szemle, 2008. hetedik évfolyam
- Takács Péter – H. Szilágyi István – Fekete Balázs (szerk.): Államelmélet, Szent István Társulat, 2012.
- Takács Péter (szerk.): Államtan - írások a XX. századi általános államtudomány köréből, Szent István Társulat, 2013.
- Síklaky István: Létbiztonság és harmónia – Egy zöld fordulat programja –A pénzügyi rendszer alternatívája, Éghajlat könyvkiadó, 2003.
- Bod Péter Ákos előadása, 2010. 10. 03.
- A nemzetközi minősítő, értékelő és véleményalkotó szervezetek háttéréről és nemzeti szuverenitásra gyakorolt hatásáról, PI-NET, 2013.
- Christian Jahndorf: Grundlagen der Staatsfinanzierung durch Kredite und alternative Finanzierungsformen im Finanzverfassungs- und Europarecht, Hüthig Jehle Rehm, 2003.
- Rainer Prokisch: Die Justiziabilität der Finanzverfassung.
- Meir Kohn: Bank- és pénzügyek, pénzügyi piacok, Osiris kiadó, Budapest, 1998.
- Bozsik Sándorné: Szakszervezeti munka a borsodi bányákban 1950-53 között. kézirat: 1982.

Árva László: Külföldi beruházások, fizetési mérleg egyensúly, adósságtörlesztés.

Közgazdasági szemle, 1995. XLII. évf 12. sz.

MNB (Háttéranyag): Az ország adósságszerkezete tovább javítható.

Bánfi Tamás – Kürthy Gábor – Bánfi Attila: Szabályozás a pénzügyi válság(ok) után
(között): kényszer és lehetőség.

Hoffmann Mihály – Kóczián Balázs – Koroknai Péter: A magyar gazdaság külső
egyensúlyának alakulása: eladósodás és alkalmazkodás

Benczes István – Váradi Szilvia: Aranyszabály helyett adósságfék: a német példa.