

MAGYARORSZÁG KÜLFÖLDI ELADÓSODÁSA

UNGARNS AUSLANDSVERSCHULDUNG

Írta:
LADÁNYI DEZSŐ

*Különnyomat a Közgazdasági Szemle 1933. évi 1—2. számából.
Deutscher Inhaltsauszug s. Seite 73.
Tabelle mit deutschem Tecêt s. Seite von 30—41.*

BUDAPEST, 1933.
LÉGRADY TESTVÉREK NYOMDAI MŰNTÉZETE

Magyarország külföldi eladósodása.

I.

Magyarország hosszúlejáratú külföldi adósságairól több összeállítás jelent meg eddig, amelyek az adósságok összegének mai állása tekintetében többé-kevésbé egymással megegyező végeredményt, körülbelül 2.5—3 milliárd pengő főösszeget mutatnak ki.

A mellékelt összeállítás, amely az egyes, visszafizetést közvetlenül ígért adósok szerinti felsorolásban ismerteti az ország cimletesített külföldi adósságait, végeredményként 2798 millió pengős tőkeértéket jelez. (1931 dec. 31.)

Ennek főbb csoportonkénti megoszlása (ezer pengő):

Háború utáni adósságok	P	1,365.566	
Levonva az angol font árfolyamesése miatt		<u>142.051</u>	
	P	1,223.515	azaz 43.7%
Háborúelőtti felértékelt adósságok	„	1,324.106	azaz 47.3%
Jóvátétel és Hágai Egyezmény			
Magyarországra eső részének tőkésített értéke		250.000	azaz 9%
Összesen:	P	2,797.621	100%

Csak belföldi fizetési hellyel el látott, azaz nem zárt külföldi kibocsátás keretébe*

piacra hozott kötvények 157.265
Együtt: P 2,954.886

A 2.798 millió pengős főösszegben nem szerepel a részletes összeállításban *-gal megjelölt kölcsöntételek 157 millió pengős értéke, mert feltételezhető, hogy miután ezek a címletek nem zárt külföldi kibocsátás útján kerültek piacra, nagyrészüket a belföldi vásárlóknál (magánosok, biztosítók, nyugdíj- és gyámalapok, katonai óvadék, stb.) talált elhelyezkedést. Ezeknél a tételeknél az idegen fizetőeszközben meghatározott névérték inkább csak elszámolási segédeszközként minősíthető.

Lehetséges ugyan, hogy esetenkénti eladásokból számbavehető mennyiség került külföldre, viszont a másik oldalon

számos jel ugyanekkor arra mutat, hogy az eredetileg külföldön elhelyezett kötvényekből bizonyos mennyiség visszaáramlott az ország területére. Ennek arányáról pontos értesülést csak a Magyar Nemzeti Bank, illetve a Statisztikai Hivatal 2470.7 millió pengő végösszeggel záruló összeállítás tartalmaz, mert a Nemzeti Bank, illetve a Statisztikai Hivatal adatgyűjtése arra is kiterjedt, hogy a belöldi kibocsátásokból mennyi áramlott külföldre és viszont.¹

A kb. 330 millió pengős különbözet részletezéséből kitűnően² az eltérés oka tisztázódik, tehát elfogadható az a vélemény, hogy 1931 december 31-én, az összeállítás időpontjá-

¹ Magy. Stat. Szemle 1934. évf. 8. sz. 639. és köv. old. (Dr. Szigeti Gyula és dr. Wälder Gyula.)

Millió pengőben	Stat. Hiv. szerinti többlet	Saját összeállítás szerinti többlet	Az eltérés oka
Jóvátétel és Hágai Egyezmény	—	250	Tökésített érték. A Stat. Hiv. összeállításából hiányzik.
Angol clearing ..	2.3	—	Stat. Hiv. a fontsterlinget a tényleges árfolyamnál magasabban számította át.
Népszövetségi kölcsön	13.8	—	Stat. Hiv. a fontsterlinget a tényleges árfolyamnál magasabban számította át.
Dólivasut	—	88.1	A megváltásról szóló egyezményben elvállalt évi törlesztési részösszeg tökésített értéke a Stat. Hiv. összeállításából hiányzik.
Dunántuli Villamosági R.-T. ...	—	8.6	A Bank of England kezességével kib. címlet névértékét a Stat. Hiv. papirfontban szerepelteti.
Budapest Szföv. 4.5%-os ostendei felért. kötv. ...	—	16.2	Döntőbirósági ítélet szerint aranyértékben fizetendő, tekintet nélkül a fontsterling árf. esésére. Stat. Hiv. papirfontban szerepelteti.
Vármegyei (Rothschild) kölcsön	1.5	—	Angol font árfolyamkülömbözet.
Egyéb	15	—	
	32.6	362.9	
		32.6	
		330.3	

ban, a külföldről visszaszivárgott kötvények névértéke nagyjából fedi a csak belföldi fizetési hellyel ellátott címletekből külföldre került tételek névértékét. Nem gyengíti ezt a feltevést a Stresai Tárgyalásoknak a magyar hosszúléjaratú külföldi adósságokról elfogadott 2.626 millió pengős adata sem (Sfrcs. 2366 millió), mert az a jóvátételek 250 millió pengős értékének hozzáadása után mindössze kb. 80 millióval (3%) haladja meg a jelen fejtegetések alapjául felvett 2798 milliós alapösszeget.³

Idősorrendi felsorolás szerint a külföldi tartozások megoszlása a következő:

Ezer pengőben	Háboru előtti adósság	Háboru utáni adósság	Összesen	%-ban
Államadósság	1,073.013	260.752	1,333.765	52.4%
Állami jellegű adósság ...	—	275.775	275.775	10.8%
Törvényhatóságok	233.260	223.800	457.060	17.9%
Bankzáloglevelek és községi kötvénytételek	13.690	249.015*	262.705	10.3%
Altruista pénzüzetetek ..	—	115.772**	115.772	4.6%
Ipari kölcsönök	4.143	68.401***	72.544	2.8%
Egyéb kölcsönök	—	30.000	30.000	1.2%
Összesen	1,324.106	1,223.515	2,547.621	100%

* Ezenfelül P 143,765.000 nem zárt külföldi kib.

** " " " 12,800.000 " " " "

*** " " " 700,000 " " " "

II.

A háború utáni tényleges külföldi kötvénytartozás átszámított értéke tulajdonképpen 1.366 millió pengő lenne, ebből azonban a font-sterling árfolyamesése folytán az Angliában elhelyezett címletek közül az aranyzáradékkal el nem látott kötvényeknél előállott árfolyamkülönbözet címén 142 millió pengő levonandó. így jelentkezik valóságos külföldi adósságként 1.224 millió pengő végösszeg, amely az 1931 december 31-én fennállott külföldi hosszúléjaratú tartozás főösszegének csak 43.7%-át alkotja.

A külföldi kötvényadósságok második része a háború előtti felértékelt adósságokra esik. Ez az 1324 millió pengőnek megfelelő tétel túlzott terheket ró a megcsonkított Magyarországra, amely a békeszerződés miatt egyes külföldön megszerzendő nyersanyagok folytán különben is elvesztette egyszersmindenkorra a kiegyensúlyozott fizetési mérleg reményét.

³ Report by the Stresa Conference for the Economic Restoration of Central and Eastern Europe. Series of League of Nations Publications. C. 666. M. 321. 1932. VII/C. E. U. E. 77., 7. old.

A háborúelőtti terhek 80%-a az államkincstárra, 18.5%-a Budapest székesfővárosra esik, míg a hátralevő 1.5% megoszlik az egyes pénzintézetek és iparvállalatok felértékelt kötelezettségei között. A végösszeg még meg is haladja a háború utáni kölcsönökből származó adósságunk december 31-i árfolyamok alapján kiszámított értékét: a háborúelőtti tételekre az összes hosszúlejáratú adósságoknak 47.3%-a esik.

Ez annál inkább figyelemreméltó, mert míg a háború utáni kölcsönöknél a font-sterling árfolyamesésének megfelelő összeggel kevesbedhetett az angol adósság pengő-ellenértéke, addig például Budapest székesfőváros 1914. évi 4.5%-os felértékelt kölcsönénél döntőbírói Ítélet kötelezi az adóst arra, hogy eredeti aranyértéken átszámított svájci frank ellenértéket fizessen.

A háborúelőtti terhek tőkeértékének megállapításánál tekintetbe kell venni, hogy az 1324 millió pengő összegből 805 millió jut azokra, a köztudatban Caisse Commune gyűjtőfogalom által takart államadósságokra, amelyek kamatszolgálata ezidőszerint az eredetinek csak kb. %-át teszi. Így tehát a 805 millió pengőt képviselő Caisse Commune tételek járadékszerű tőkeértéke a valóságban csak mintegy 250 millió pengő lehet. A jóvátételből és a Hágai Egyezményből folyó terhek 9%-kal részesednek a hosszúlejáratú kötelezettségek sorában. Célszerűnek látszott ezt a tételt is belefoglalni a hosszúlejáratú adósságok közé, mert a lausannei tanácskozásoknak a német jóvátétel rendezésére vonatkozó határozata Magyarországra egyelőre nem érvényes és ennek a tehernek a fizetése mai felosztásában ugyancsak fizetési mérlegünkre nehezedik.

Az összes külföldi adósságok megosztásának további tanulmányozása során kitűnik, hogy az összes tartozások 52.4 százalékát alkotja az államkincstár közvetlen tartozása (1334 millió pengő). Az állami jellegű kötelezettségekre 10.8%, a törvényhatóságokéra pedig 17.9% jut, Összevetve ezt a három részösszeget, megállapítható, hogy a közületi tartozások együttesen a címletesített külföldi adósságok 81.1%-át képviselik. Összehasonlítás végett nem érdektelen annak ideiktatása, hogy Romániában a 4856 millió svájci frank hosszúlejáratú külföldi adósságból 96%-ot jelent az államadósság, Jugoszláviában a 2980 millió svájci frank teljes egészében állami kötelezettségekre esik, Bulgáriában 93%, Görögországban 92%, Lengyelországban pedig 94% a részesedési arány.⁴

A bankok és altruista pénzintézetek kötelezettségére, azaz záloglevelekre és községi kötvényekre 14.9% jut, míg az ipar közvetlen hosszúlejáratú adóssága a főösszegben 2.8%-kal részesedik.

Ezek szerint az összes külföldi adósságnak egyheted ré-

⁴ Stresai tárgyalásokról szóló id. jegyzőkönyv 7. old.

szét alkotja a pénzüzetek tényleges külföldi kötelezettsége, ami magábanvéve valóban tekintélyes összeg, de arányait tekintve, semmiesetre sem tölti be azt a szerepet, amivel az általánosításra könnyen hajló napi politika és napisajtó felruházta. A közhangulat, látszat szerint, abban a téves meggyőződésben él, hogy a külföldi hosszúlejáratú adósságok körébe kizáróan a bankzáloglevelek tartoznak, azaz egyedül a záloglevelek rendezésével a külföldi adósságok ügye megoldódnék.

III.

Annak a pontos megállapítása, vajjon a háború utáni kötvénykölcsonök jegyzésre bocsátásából mennyi külföldi fizetőeszköz folyt be, nehéz feladat, mert az egyes kölcsönszerződések bizalmas jellegénél fogva az egyetlen Népszövetségi kölcsöntől eltekintve, nem áll rendelkezésre megbízható adat arra vonatkozóan, hogy a piacot szerzett külföldi bankártól milyen elszámolási árfolyam alapulvételel folyt be az általa közvetített kölcsön ellenértéke. Az Összeállítás „ténylegesen befolyt külföldi deviza” című rovata ezért az elszámolási árfolyam helyett a kibocsátási árfolyamok alapján kiszámított ellenértéket szerepelteti, holott tudvalevő, hogy a kibocsátási és az elszámolási árfolyam közötti különbség a legjobb esetben is 5 pont. Erre nézve zsinórmértékül elfogadható a Népszövetségi kölcsön vonatkozó adata, mely 'szerint a két árfolyam közötti különbség a névértéknek kb. 5%-a.

Az 1924. esztendő óta felvett összes külföldi hosszúlejáratú kölcsön névértéke (angol font átszámítása az eredeti értékviszonylat alapján) 1.549 millió pengő.⁵ A kibocsátási árfolyam figyelembevétele mellett, (eltekintve az elszámolási árfolyamon szerepeltetett Népszövetségi kölcsöntől) a külföldi kötvényjegyzőktől ténylegesen 1421 millió pengő értékű idegen fizetőeszköz folyt volna be. A kibocsátási és elszámolási árfolyam fentemlített 5 pontos különbségét figyelembevéve tehát feltételezhető, hogy a külföldi hosszúlejáratú hitelműveletek révén a valóságban csak mintegy 1370 millió pengő értékű devizaköveteléshez jutott az ország.

Ebből is levonandó azonban még további 50 millió pengő átalányösszeg azon a címen, hogy a közvetítő és kezelést végzett külföldi bankár a kölcsönszerződések szokásos zára-

⁵ A Népszövetségi Pénzügyi Bizottság 1931 október havi vizgálatáról készített jelentésben (S. D. N., Genf kiadványa 22. old.) közzétett 1936-^30. évi egyesített fizetési mérleg hosszúlejáratú hitelműveletekből befolyt tőke címén 1092 millió pengőt jelez. Ehhez hozzászámítva az 1924. évi fizetési mérleg felhasználásával 307 millió pengőt (Népszövetségi kölcsön), 1925-ben 51 milliót, 1931-re pedig 93 millió pengőt, összesen 1&43 millió pengő főösszeg jelentkezik, amely megegyező az Összeállításban szereplő adattal.

deka alapján a legtöbb esetben fedezeti okokból fél- vagy egészévi törlesztési résznek megfelelő magasságú tartaléktőkét biztosítékul magánál tartott.*

Összegezvén az eddig elmondottakat: 1549 millió pengő adósság elvállalása fejében közgazdaságunk 1320 millió pengő értékű külföldi fizetőeszközt szerzett. Ez az összeg mintegy 46 millió pengővel kevesebb, mint amennyi tőkeadósság ugyanezekből a hosszúlejáratú kölcsönökből 1931 végén aranyértékviszonylat alapján számítva még fennállott (1366 millió pengő). Magyarázatul szolgáljon, hogy a fentebb emiitett 1224 millió pengő és az itt jelzett 1366 millió pengő közötti eltérés onnan származik, hogy a kölcsönök terhes fel-tételeinek ismertetésénél a tiszta kép elnyerése érdekében a font-sterling árfolyamcsökkenése joggal figyelmen kívül hagyható. Ez az angol belső viszonyokban gyökerező esemény Magyarországon kívül álló okokból következett be, azaz nem azzal a céllal, hogy az adós állam terhei enyhüljenek.

IV.

Az 1924. esztendő óta, az első háború utáni kölcsön kibocsátásának időpontjától 1931 december 31-ig, azaz az át-utalási moratórium hatályba lépésének idejéig a háború utáni kölcsönök kamat- és törlesztési szolgálatára a mellékelt táblázat szerint 644 millió pengő értékű visszafizetést teljesített nemzetgazdaságunk. Ebből az összegből csak 183 millió pengőnek megfelelő külföldi fizetőeszköz jutott tőketörlesztésre. A fennmaradó 461 millió pengő kamatokra esik. Hét év alatt tehát a felvett külföldi kölcsönök kölcsönszolgálatára címén a valójában befolyt devizakészletnek 50%-át fizettük vissza. Megjegyzésképpen ideiktatható, hogy 1924. január 1-én 3.5—4 százalékos kölcsönökhöz jut az ország, — tekintet nélkül arra, hogy e tételek legnagyobb része nem is 1924-beji, hanem 2—3 évvel később folyt be, azaz ezekre legfeljebb 7—8 félévi rész-törlesztést teljesítettünk — úgy kamatokban hozzávetőleg csak 230 millió pengőt fizettünk volna és a tőketörlesztés ösz-szege 183 millió pengő helyett 414 millió; a ma fennálló háború utáni adósság pedig kb. 1 milliárd pengő lenne a valójában fennálló 1224 millió helyett.

A háború előtti felértékelt külföldi adósságok szolgálá-tára 1924 óta 221 millió pengő értékű külföldi fizetőeszköz került. E tételeknél, tekintve, hogy az elmúlt időre azok nag'y-részét járadékszerű adósságnak minősítették, a tőkeadósság mindössze 20 millió pengővel kevesbedett,

* Ennek tulajdoníthat különben, hogy pl. a Speyer-, Rothschild-féle vármegyei, sőt magát a Népszövetségi kötvények szelvényét még 1—2 félévvel az átutalási moratórium kihirdetése után is külföldi fizetőeszközben kaphatták meg a kötvénytulajdonosok.

A háború utáni és háborúelőtti adósságok számára hét év alatt összesen 865 millió pengő értékű külföldi kölcsönszolgálatot teljesítettünk. Ez az összeg a háború után, befolyt kötvény kölcsönökből nyert 1320 millió pengőnek 65.5%-át alkotja, azaz hét év alatt a kölcsönökből befolyt devizakészletnek pontosan kétharmad részét fordította az ország kamat- és törlesztő szolgálatra.

A kérdéssel összefüggő kereskedelempolitikai szempontokra való tekintet nélkül sem érdektelen annak hangsúlyozása, hogy az ország kereskedelmi mérlege az 1924-től 1931-ig eltelt 8 év alatt hat esetben behozatali többlettel végződött és csak két esetben jelentkezett kiviteli többlet. Árubehozatali többlet (millió pengő):

1924-ben 148	1927-ben 375
1925-ben 17	1928-ban 385
1926-ban 64	1929-ben 25

Ennek a hat esztendőnek együttes áruforgalmi hiánya 1015 millió pengő. Árukiviteli feleslegek: 1930-ban 88, 1931-ben 18. A két év összes kiviteli többlete 106 millió pengő. Más szavakkal: az első külföldi kölcsön befolyásának ideje óta 900 millió pengő értékű külföldi fizetőeszközt kellett fordítania az országnak egyedül az áruforgalomból eredő tartozások céljára. Hozzáadva ehhez az összeghez a hosszúlejáratú külföldi kölcsönszolgálatra átutalt 865 millió pengőt, akkor — figyelmen kívül hagyva az időközben teljesített jóvátételi fizetéseket — nyilvánvalóvá lesz, hogy Magyarország az elmúlt 8 év alatt 1765 millió pengő feltétlen devizafizetési kötelezettséget teljesített. Ugyanezen idő alatt viszont hosszúlejáratú hitelműveletek révén csak 1320 millió pengő külföldi fizetési eszköz folyt be. Ez eléggé igazolja, vajjon a rövidlejáratú külföldi hitelek túlzott igénybevételére miért kellett sornak kerülnie.

A fizetési mérleg szétboncolása e helyen túlmessze vezetne, de felesleges is, hiszen annak külkereskedelmi, kamat- és tőkeforgalmi, idegenforgalmi, részvényérdekeltségi stb. adatai eléggé ismeretesek.⁷

Ettől függetlenül összehasonlításuképpen megemlíthető, hogy az 1838 millió pengő rövidlejáratú külföldi tartozásból, az állam, önkormányzatok, bankok, villamosági üzemek, továbbá a közlekedési és szállítási stb. vállalatok közvetlen adósságaira eső 712 millió pengő levonása után az árubehozatalból származó kötelezettségek összege mintegy 1130 millió pengőre becsülhető, ámbar ebben a keretben helyet foglal sok oly hitelszerző jellegű tartozás is, amely egyes vállalatok kül-

⁷ Szigeti Gyula dr. i. m. és Éber Antal „Devizagazdálkodás” c. műve a Közgazdasági Szemle 1932. évf. 8--9. szám, 501. old.

földi árueledő tevékenységének bankelfogadvánnyal lebonyolított hitelellátásaként szerepel.

V.

A középeurópai viszonylatban jellemző példaként⁸ elfogadható terhes magyar kölcsönfeltételek láttán kézenfekvő az az állítás, hogy devizajövedelmet hajtó beruházás nem végezhető oly 20—35 éves kölcsönökből, amelyek kétharmad része hét év alatt visszafizetésre kerül. Ha a magyar kölcsönnyújtási feltételek nem kerültek volna hátulsó rangsorba, úgy az ország külföldi fizetőeszközből fennálló készlete ma viszonylag nagyobb lehetne, sőt esetleg az átutalások felfüggesztése nélkül várhattuk volna be a világválság végét.

A szomszéd államokkal ellentétben Magyarország szabadon fordíthatta gyümölcsöző beruházásokra a befolyt külföldi tőkéket. Fegyverkezésre, vagy más, gazdasági jövedelmet nem hajtó befektetésekre Magyarországon nem került sor.

Még e terhes feltételek láttán is helytelen állítás lenne, hogy „a külföldi hitelezők uzsorások és visszaéltek a helyzettel”. A tőke mindenkor a lehető legkedvezőbb hozam elérésére törekszik és Magyarország, valamint a többi tulajdonsodott ország kölcsönkibocsátásánál a hitelezők nem vették figyelembe azt, hogy gazdasági termelő munkával évi 9—11 százalékos törlesztő részletet az adós egyénileg, illetve a szobanforgó ország fizetési mérleg szempontjából csak kiválóan előnyös gazdasági helyzet, a fogyasztás állandó emelkedése — a hitelező államok növekvő behozatali többlettel záruló kereskedelmi mérlegei — mellett bírnia kimunkálni.⁹

A tulajdonképpeni felelősséggel maga a magyar adós tartozik. Két nyomatékos érv menti eljárását:

I. az intéző körök (Popovics Sándor Jegybank-elnök, a

⁸ A Stresai Tárgyalások jegyzőkönyve szerint (8. old.) Magyarország, Románia, Jugoszlávia, Bulgária, Ausztria és Görögország külföldi adósságának végösszege 17.865 millió svájci frank, amelynek egy évi szolgálata 9(04 millió svájci frank.

⁹ A Neue Zürcher Zeitung 1932 nov. 4-i száma erre vonatkozólag megjegyzi, hogy „a háború befejezése után az USA nagyarányú kölcsönnyújtásokba fogott. Ennek lebonyolítása azonban annyira válogatás nélkül történt, hogy az USA által folyósított kölcsönök az egyidejű amerikai vámvédelemmel nem csekély mértékben hozzájárultak ahhoz, hogy a már korábban is zavaros nemzetközi egyensúly-helyzet gazdasági és pénzügyi szempontból jelentősen romlott”. Ugyanezen újság november 9-i számából: „Az USA vámvédelme lehetetlenné tette az adós államok részére, hogy kölcsönszolgáltatuk egy részét árukivitel alakjában fizessék. Ezért az USA arra kényszerült, hogy kamatjövendelmét és a tőketörlesztő részeket újból az adós államokban helyezze ki, aminek velejárója volt, hogy az USA tőkekihelyezése egészében véve nem tekinthető egészségesnek, vagy megszokottnak. A jó pénzt sokszor a rossz után vetette.”¹¹

pénzügyminisztérium stb.) az elmúlt években több ízben fel-emelték tiltakozó szavukat a külföldi kölcsönök túlzott igény-bevétele ellen. Ezeket a komoly érvekkel alátámasztott tiltakozásokat a hitelezőnek meg kellett volna hallania.

II. Az egyes magyar magánadós legalább oly jóhiszeműen vállalta magára a kölcsönt, mint amilyen könnyűen a hitelező azt megadta. Más kérdés, hogy az áruárak esése (a búza ára \$ 1.61-ről 0.53-ra, a cukoré \$ 4.52-ről 2.57-re stb. olcsóbbodott) következtében nem állott be a gyakorlatban az, amire az adós gazdaságok számítottak: a külföldi tőke többtermelő hatásánál fogva a kölcsönszolgálat által szükségelt összegnél több idegen fizetőeszközt szereznek majd árukivitel útján az országnak.

Mindezekon felül a háború, a megszállások és a korona romlása által elpusztított belső tőke hiányában végső szükségében kényszerítve lett volna az ország még a fennállóaknái is terhesebb kölcsönök igénybetételére.¹⁰ A történelemből ismert tény, hogy az USA mai magángazdaságának és állampénzügyeinek alapjait a múlt évszázad első felében külföldi tőkével teremtette meg. Ez a példa lebegett a minden erőforrástól megfosztott, háborúban vesztes államok előtt, amikor azt hitték, hogy az arany értékének a háború utáni első években bekövetkezett hanyatlása, illetve az áruárak emelkedése továbbra is a megkezdett irányvonalat fogja követni.

VI.

Mielőtt a terhes kölcsönfeltételek enyhítésével foglalkozó külföldi megnyilatkozások, illetve a vonatkozó multbani módszerek felsorolására kerülne sor, nem érdektelen annak vizsgálása, vajjon a tulajdonság akkor is bekövetkezett volna-e, ha történetesen az ország legfontosabb mezőgazdasági kiviteli cikkeinek árfolyama a három év előtti színvonalon marad és a külföldi piacok elzárkózása nem áll be.

A Statisztikai Hivatal megállapítása szerint¹¹ ugyanis az 1931. esztendei árukivitel értéke a valóságban elért 567 millió pengő helyett 856.8 milliót tett volna ki, ha a magyar árufeleslegék értékszintje az 1929. évi színvonalon marad, amivel szemben a behozatali oldalon hasonló számítással a tényleges 550 millió helyett 744.6 millió pengő jelentkezne. Amennyiben külföldi viszonylatban még ma is az 1929. évi árakkal számolhatnánk, az 1931. évi külkereskedelmi mérleg 112.2 millió pengő kiviteli felesleggel zárult volna a valóságban elért 17.5 millió pengő helyett. Feltételezve, hogy a fizetési mérleg bevételi oldalán található többi tétel fedezetet

¹⁰ V. ö. Kádár Gusztáv New-York Times aug. 3. sz. „The Hungarian Debt Problem”.

¹¹ Szigeti Gyula i. m. Stat. Szemle 1932 aug. 654—55. old.

nyújtana a kölcsönszolgáltatón kívül jelentkező egyéb teher-tételekre (idegenforgalom, osztalékok, biztosítási, díj stb.) a magasabb áruárak segítségével Magyarország külkereskedelme évente kb. 110 millió pengőt szolgáltatna a hosszú- és rövidlejáratú kötelezettségek céljára.

Ez magától értetődően arra az esetre vonatkozik, amikor árufeleslegünket a külföldi piacok szabadon beengedik és a három év előtti árak megfelelő ellenértéket nyújtanak — esetleg különféle előny-vámok eszközével. Igaz, a másik oldalon Magyarország is a három év előtti árakat fizetné behozatali cikkeiért; az erre a célra fordított összegek emelése azonban oly módon is történhetne, hogy drágább árak helyett Magyarország a különbözeti 195 millió pengő erejéig enyhébben kezelné a behozatali megszorításokat.

Visszatérve a hosszúlejáratú kölcsönök évi 155.2 millió pengős terhére, továbbá a rövidlejáratú tételekre, amelyek évi kamata mérsékelten számítva, legalább' 100 millió, kitűnik hogy az országot évi 255 millió pengő feltétlen kölcsönszolgálati kötelezettség terheli.¹² A külföldi kamat és törlesztési kötelezettség ezek szerint a három év előtti árak és akadálytalan külföldi értékesítés esetén is több mint kétszeresét teszi az elméletileg elképzelt külkereskedelmi feleslegnek.

Ennek az eszmefuttatásnak elméleti alapjából egyben az is következik, hogy maradéktalan megvalósításához vajmi kevés a remény. Akkor, amikor a Stresai Tárgyalások még az elméleti értékű Ajánlásban is csak egy-három svájci frank q-kénti gabonafelárat javasolnak az adós államok megsegítésére, a komolyabb segítséget jelentő előnyvámok, vagy az áruáraknak felvázolt arányú javulása gyakorlatilag nehezen illeszthető a legközelebbi jövő kilátásai sorába.

Már pedig a rendezés előfeltétele éppen a külkereskedelmi mérleg kiviteli többletének és a kölcsönszolgáltatás terhének egyensúlyba hozatala lenne. Ezért a külkereskedelmi többlet elérésére irányuló törekvésnek a kiviteli lehetőségek javítása mellett a behozatali oldalra is nagyobb figyelmet kell fordítania, mert a békeszerződés folytán különben is behozatali

¹² A Stresai Tárgyalásról szóló i. jegyzőkönyv (7. old.) vonatkozó adata ezen a címen 248 millió svájci frankot, azaz 276 millió pengőt jelez. Szigeti Gyula i. m. (Stat. Szemle 659—60. old.) megállapítása szerint 1930-ban a hosszúlejáratú kölcsönök szolgálatára 183 millió pengőt fordítottunk. Az eltérés részben a 64 millió pengő, Angliába irányuló kamat- és tőketörlesztésnél jelentkezik: a fontsterling időközi árfolyamesése miatt ez az összeg lib. 21 millió pengővel csökkent, azaz a főösszeg az érmeviszonylat alapján megállapított 183 millió pengőről 162 millióra hanyatlak. A rövidlejáratú kölcsönök kamata címén kimutatott 78 millió pengő ugyancsak helyesbítésre szorul, mert időközben a bankzárlatot megelőző időben végrehajtott tőkeelvonások miatt hanyatlott ugyan a rövidlejáratú kölcsönök álladéka, a kamat-teher viszont az 1931. évinél magasabb lett.

többlettel záródó külkereskedelem miatt rendes körülmények között sem tekinthető biztosítottnak a kölcsönszolgálat.

Egyedül a fabehozatal értéke Csonka-Magyarország kereskedelmi mérlegében annyit képvisel, mint a bnzakivitel teljes értéke, sőt egyes években még a liszt kivitelből befolyt ellenérték nagyrésztét is felemésztette.¹³ Ausztriának sincsenek ugyan belső nyersanyagerőforrásai megfelelő mértékben, ez-zei szemben nála jelentékeny segítséget jelent, az idegenforgalom, amely például az 1932. évben több mint 300 millió schilling értékű külföldi fizetési eszközt jövedelmezett. Ugyanakkor Magyarország fizetési mérlegét az idegenforgalmi kiadások címén 31 millió pengő terheli.

Feltétlen segítséget egyedül a békeszerződés területi rendelkezéseinek módosítása hozhat. Addig is, amíg a magyar eladósodás és a békeszerződés közötti szoros együvé tartozás eszméje nemzetközi vonatkozásban nem érik meg teljesen, sokak szerint helyes lenne, ha egyes elszakított országrészekkel — amelyek fontos behozatali nyersanyagainkat szolgáltatják — oly megállapodásokra kerülne sor, amelyek szabad vám- és érme-zónát teremtve, lehetővé tennék, hogy az áruküldemények kiegyenlítése a pengő értékállandóságának veszélyeztetése nélkül történhessen.

VII.

A közép- és kelet európai államok külföldi tartozásainak rendezésére irányuló törekvés ma már nemcsak elszigetelten az adós államok irányító gazdasági köreire szorítkozik. Mindinkább kezdenek ezzel maguk a hitelező államok is foglalkozni, aminek oka, hogy az esetek túlnyomó részében kereskedelmi mérlegük behozatali többlettel zárult és az így adódó hiányt fizetési mérlegüknek a külföldi kölcsönök kamatából származó jövedelmei fedezték. Az USA külföldi kölcsönökből származó bevétele 1930-ban 838 millió dollár volt, ami egy évvel később 653 millióra esett. Angliában ugyanez a tétel 250 millió fontról 165 millió fontra hanyatlott. Az elmúlt 1932. évben a visszaesés még nagyobb arányokat öltött.”

A magyar kormány 1931. december 23-án külön rendeletben hirdette ki a részleges átutalási moratóriumot, aminek következménye az volt, hogy a külföldi adósságfizetés két részből álló menete, azaz az adós által teljesítendő törlesztés és a tétel külföldi átutalása, a devizaínség folytán előállott kényszerhelyzetből következően különvált. Az adósok által fizetett törlesztési részeket azóta a külföldi tanácsadóval egyetértésben kezelt „Külföldi Hitelezők Alapja”-ban gyűjtik.

¹³ Kádár Gusztáv New-York Times 1932 aug. 3-i cikke.

¹⁴ Neue Zürcher Zeitung 1932 nov. 4. szám.

Az ország nagyarányú eladósodásából következett, hogy Európában elsőnek Magyarország ^ hozott ilyen rendelkezést. A Stresai Tárgyalások megállapítása szerint (i. m. 7. old.) a külföldi hosszú- és rövidlejáratú adósságokból egy-egy lakosra eső hányad svájci frankban kifejezve, a következőképpen alakul az egyes közép- és keleteurópai államokban:¹⁵

Magyarországon	432	Jugoszláviában	235
Ausztriában	361	Lengyelországban	139
Romániában	292	Csehszlovákiában	138
Görögországban	378	Bulgáriában	118

Az eladósodás tekintetében elfoglalt vezető szerep magyarázza, hogy míg Magyarországon külön rendelet hoztak az átutalások felfüggesztéséről, addig a hasonló helyzetbe nem sokkal később került szomszéd államok már nem is alkottak kimondottan törvényes rendelkezéseket a cél elérése érdekében, hanem egyszerűen hirdetményt bocsátottak ki a kötvénybirtokosok tájékoztatására. Ezeknek az államoknak sorába tartozik időrend szerinti felsorolásban Görögország, Bulgária, Ausztria, Jugoszlávia és részben Románia.

A londoni tőzsdén jegyzett különféle állami és városi kölcsönök közül 138 millió font sterling értékű kötvénycimletnél esett késelembbe az adós, évi 18 millió font sterling értékű kölcsönszolgálattal. Nemzetiség szerinti megoszlásban ebbe a csoportba a következő országok tartoznak: Ausztria, Brazília, Bulgária, Chile, Columbia, Equador, Görögország, Jugoszlávia, Kína, Magyarország, Mexiko, Peru, Románia, Törökország.

Az amerikai tőzsdéken jegyzett 7500 millió dollár értékű külföldi adósság-eimletből 1730 millió dollárt kitevő kötvénycimletnél esett késelembbe az adós. Ebből az összegből 830 millió dollár az 1932. évben beállott fizetési késelembre esik. (Az 1730 millió dollárnak több mint fele három amerikai államra esik: Brazília 331 millió dollár, Chile 326 millió dollár, Mexico 273 millió.)

¹⁵ Dr. Buday Kálmán (Wiener Wirtschafts-Woche 1932. nov. 16.) helytelennek minősíti ezt az összeállítást azon a címen, hogy míg Magyarország a Caisse Commune adósságokat névértéken szerepeltette a külföldi adósságok között, addig az Utódállamok saját adósságuknál annak csak 27%-át, illetve 32%-át tüntették fel. Szerinte, ha Magyarország is így járt volna el, úgy sfrcs. 374 lenne a magyar fejadósság, azaz négy sfrcs. többlettel (1%-kal) Görögország lenne a legeladósodottabb állam. Ez a felfogás nem fogadható el, mert mint fentebb kiderült, Stresában sem vették figyelembe a magyar jóvátételből és Hágai Egyezményből folyó, összesen 250 millió pengős tartozást, holott ezidőszerint az optánskérdés megoldásának szerkezete folytán ennek az adósságnak nagyrésze magánadósságnak számít, még a Hoover-moratórium sem vonatkozott rá. Sajnos, a szomorn valóság az marad, hogy a magyar túladosodás mértékét más államé nem éri el.

Tény, hogy most már a felforgató, vagy elméleti gondolkodás vádjának felidézése nélkül foglalkozni lehet a külföldi adósságok új rendelkezésének kérdésével, mert a hosszúlejárátú kölcsönszerződések módosításának szükségét világszerte elismerik. A hitelezői államok komoly szaksajtója, amelynek közvélemény-befolyásoló jelentősége a múltban talán sohasem érvényesült oly kézzelfogható módon mint ma, számos megnyilatkozásában igazolja, hogy a hitelező a fizetések elmaradását nem az illető bajbakerült adósállam lelkiismeretlen eljárásának vagy zsarolási szándékának tekinti, hanem a világ gazdasági helyzet egyenes függvényének, a deviza, állampénzügyi és általános gazdasági helyzetből folyó kényszerintézkedésnek fogadja el.

A hitelező államoknak ez a felismerése kettős irányú: a tulajdonképpeni végső egyéni, vagy közületi adós a termékek áresése miatt a három év előtti árszínvonalhoz mért teherbíróképessége mellett tartozását belföldi pénzben is csak nehezen bírja fizetni, vagy tömeges fizetéseketelenségekbe kerül; másrészt az adós állam jegybankja ugyancsak az áresés és a gazdasági elzárkózás folytán nem rendelkezik az átutalásokhoz elégséges külföldi követelésekkel. Különösképpen megérlelte ezt a felfogást az az értékes szak-vita, amely Angliának a hadiadósság kérdésében elfoglalt álláspontja körül fejlődött ki

A kérdés megérlelődését igazoló külföldi vélemények részben csak a bajok megállapításával, felismerésével foglalkoznak, részben azonban tág keretekben mozgó megoldásokat is ajánlanak a bajok enyhítésére, vagy megszüntetésére.

Az első csoportba tartozók sorából említésre érdemes többek között:

1932 július 18-án a Népszövetségi kölcsönkötvények ügyében az angol kötvényvédő egyesület, amely a Bank of England kezdeményezésére alakult és tagjai közé Sir Austen Chamberlain v. külügyminiszter, Lord Goschen, A. Jamieson, C. Lubbock, Sir Otto Niemeyer és Sir A. Salter tartoznak,¹⁶ emlékiratot adott át a Népszövetségnek. A Népszövetség-pénzügyi bizottsága október 6-án tartott ülésén tárgyalta az emlékiratot és „a tagok eszmecseréjén az a felfogás alakult ki, hogy a világválság és a hitelkamatok világszerte jelentkező esése miatt becsületes rendezést kellene keresni az adós és hitelezők között, hogy a Népszövetségi kölcsönök szolgálatát újból fel lehessen venni.”¹⁷ A Népszövetség Tanácsa a maga részéről az emlékirattal kapcsolatban „türelemre intette a kötvénytulajdonosokat, mert a hitelezők türelmetlensége nemcsak az adósoknak, de a hitelezőknek maguknak is árt-hat”.¹⁸ Ez annál lényegesebb, mert az emlékirat arra hivatkozott, hogy, miután a közönség a Népszövetség erkölcsi erejű ajánlására határozta el magát annak idején a kötvénykibocsátás támogatására, ha

¹⁶ Időközben nemzetközi Népszövetségi kötvényvédő bizottsággá alakult át, amerikai, olasz stb. megbízottak csatlakozása folytán.

¹⁷ Agence Economique et Financière 1932. okt. 7-i szám.

¹⁸ Korányi ny. pénzügyminiszter nyilatkozata a Pesti Napló 1932 szeptember 34-i számában.

most az adós késelembeséséért nem szereznek elégtételt, a Népszövetségbe vetett bizalom szélesebb rétegekben meginoghat.

Az angol kötvénytulajdonosok hangulatának megítélésénél figyelmet érdemel, hogy a Népszövetség ajánlása mellett kibocsátott összesen 79 millió font sterling névértékű népszövetségi kötvényből az angol közönség egymaga 38 millió font sterling névértékű címletet vett át és a nyolc kölcsöncímlet közül hat tételnél az adós máris késelembesébe esett.

Ezért különös fontosságú Sir A. Chamberlain-nek a Pester Lloyd 1932. okt. 11-i számában tett nyilatkozata: „a magyar Népszövetségi kölcsön kiméleti ideje tárgyában kiküldendő bizottságban a hangulat Magyarország iránt kedvező. Tudjuk, hogy az eredeti célnak megfelelően, megbízható beruházásokra fordították a befolyt tőkét. Vajha minden nemzetiségbeli hitelezőcsoport ilyen engedékeny lenne (mint az angol)”. A The Economist november 19-i számának véleménye: „A népszövetségi kölcsönök szolgálatára lekötött bevételekre vonatkozó kötelezettségüket az adós államok belső pénznemben rendben teljesítették. A kötvények fizetésében azonban nehézségek állottak be, nem a belső pénznemben letétbe helyezett kölcsönszolgálati összeg elégtelensége folytán, hanem kizáróan a külföldi fizetőeszközökbeni hiány végett.”

A Pester Lloyd szeptember 24-i számából: „Genfben kezdenek rájönni, hogy a hitelezői jogok betűszerinti érvényesítése beláthatatlan következményű társadalmi és politikai zavarokat okozna az adós államokban. Egyes bajbajutott államok külföldi adósságainak legalább ideiglenes rendezése most már nem várthat soká magára. Maguknak a hitelező államoknak kell kezdeményező lépést tenniük.”

A newyorki Institute of International Finance, amely szoros együttműködésben áll az Investment Bankers Association of America-val és a newyorki Tudományegyetemmel, 1932 május 17-én kiadott „Hungary” c. tanulmányában többek között a következőket állítja: „A nagyrészből világszerte jól ismert magyar pénzügyesektől álló magyar adósok mindenkor gondosan ápták külföldi hitelképességüket és amennyire az intézet (Institute) megállapíthatta, a Magyar Nemzeti Bankhoz belföldi pénznemben lefizették külföldi kötelezettségeik esedékessé vált tőke- és kamatrészletét. A Nemzeti Bank mindazonáltal képiéig a belföldi fizetőeszközt külföldre átalakítani és most már mindenütt felismerték, hogy ez a kérdés az egyéni kölcsönvevő felek befolyásán felül álló okokkal függ össze és hogy a magyar kormány erőfeszítése egymagában nem bírja meggyógyítani a helyzetet”... (3. old.) „Ámbár az 1924. évi Népszövetségi kölcsön hozzásegítette a magyar kormányt a belföldi pénzügyesség értékállandósításához és a költségvetési egyensúly helyreállításához, Magyarország gazdasági felépítése továbbra is erőtlen maradt. A Kettős Monarchia összeomlása és az ország területének nagymértékű megszükitése a magyar mezőgazdasági kiviteli cikkek piacainak elvesztését eredményezte, ugyanakkor pedig az országot függő helyzetbe hozta számos külföldi országból származó árucikk tekintetében”... (11. old.) „A világpiacon áresések folytán az ország mezőgazdasági termelésének értéke az 1928. évi 435 millió dollárról 1931-ben 167 millió dollárra esett; az értékvesztéség 61.5% ... (112. old.)

Pierre Quesnay, a Banque de France volt igazgatója, jelenleg a Nemzetközi Fizetések Bankja vezérigazgatója, Párizsban, 1932. dec. 6-án a Világgazdasági Konferencia feladatairól tartott előadásában azt a reményét fejezte ki, hogy „a tárgyalások három kérdéscsoportra nézve fognak döntést hozni: 1. a fizetőeszközök nemzetközi újjászervezése az aranyalap fenntartása mellett, 2. A termelés jövedelmezővé

tétele. 3. Az adósságszerződések nemzetközi felülvizsgálatának előkészítése, abból a célból, hogy elejét vegyék az adósok egyoldalú intézkedéseinek.”¹⁹

Tulajdonképpen érdeklődésre csak a harmadik pont tarthat számot, mert adott tényként elfogadván az adós és hitelező közötti mai visszas helyzetet, a kölcsönszerződések állandóságába vetett hitelt nyíltan szembehelyezkedik.

Hasonlóan érdekes a Southern Brazil Electric Co. 6.5%-os kötvényére vonatkozó Financial Times-beli hirdetés egyik kitétele: „-annak ellenére, hogy Brazília részleges átutalási moratóriumot léptetett életbe, nem a külföldi fizetőeszközök megszerzésének nehézsége miatt, hanem a vállalat bevételeinek hallatlan arányú esése folytán kérjük a kötvényeseket védő egyesülettől az alábbi könnyítéseket.”

A New-York Times nov. 1-i számának megjegyzése a jugoszláv kormány hirdetéséhez, amelyben az 1922. évi 40 éves jugoszláv kötvénytulajdonosoknak megokolja az esedékes részlet átutalásának elmaradását: „Az egész világra kiterjedő gazdasági és pénzügyi válság, amely különösképpen Középeurópában élesedett ki, a külkereskedelemből, idegenforgalomból, kivándorlottak pénzküldeményeiből stb. származó külföldi fizetési eszköz-szerző lehetőségeket annyira leszorította, hogy a kölcsönszolgálathoz elégséges devizakészletet az ország nem bírja előteremteni.”

A Financial Times beszámolója (1932 nov. 21. szám) a Bolgár Népszövetségi kölcsön szolgálatának csökkentése tárgyában folytatott tárgyalásról: „A Bulgáriára nehezedő költségvetési és devizanehezégek a legutóbbi időben tovább súlyosodtak. A kölcsönvédő egyesület ilyen körülmények között úgy véli, a kötvénybirtokosok szempontjából leghelyesebb, ha elfogadják a bolgár kormánynak azt az ajánlatát, hogy a jövőben az eddigénél is kevesebbet utal át kamat fejében, mert, ha a hitelezők magasabb szolgáltatáshoz ragaszkodnának, Bulgária rövidesen képtelen lenne a vállalt kötelezettség teljesítésére.”

Általában véve viszonylag Hollandia és Svájc tölti be a szigorú hitelező szerepkörét. Hollandia azonban éppen a háborúelőtti magyar kölcsönök teljesen elmaradt, vagy szerinte nem kielégítő felértékelése folyamányaképpen a háború utáni magyar kibocsátások elől elzárta piacát és így jelenlegi állásfoglalása magyar vonatkozásban gyakorlatilag nem érvényesülhet.²⁰

¹⁹ Berliner Tagblatt 1932 december 6.

²⁰ Jellemző az amsterdami Értéktőzsde szigorú, bizonyos tekintetben rideg magatartására, hogy 1932 november elején döntést hozott, amelynek értelmében új norvég kölcsönök a jövőben Amsterdamban nem hozhatók piacra. Egyidejűen két norvég kölcsönkötvény (közülük egyik államadóssági címlet) megnevezésénél az árfolyamra felvezették, hogy az adós késedelembe esett. Norvégia ugyanis ezeket a belső pénzegységre kiállított címleteket a font sterling aranyfedezet! rendszerének feladásával egyidejűen ugyancsak körülbelül 30% árfolyamvesztéséget elszenvedett norvég papirkoronában fizette. Hivatkozással rámutatott arra, hogy az 1923 december 15-i törvény szerint a norvég aranykoronában kifejezett kötelezettség is papirkoronában teljesíthető, ha a Norvég Nemzeti Bank a forgalomban levő bankjegyeket nem váltja be aranyban. A hollandi kötvénytulajdonosok sérelmesnek tartották a kamat- és tőkefizetések ilyen értelmezését, ezért nyilvánította az amsterdami tőzsde késedelembe esett adósok Norvégiát.

Svájcot illetően viszont egyes_ jelekből az a következtetés vonható le, hogy a magyar kívánságoknál engedékenyebb magatartást fog tanúsítani, mint a németeknél. Figyelemmel ugyanis arra, hogy Magyarország hosszúlejáratú adósságai-ból csupán 87 millió, a rövidlejáratú kötelezettségekből pedig* 414 millió pengő a svájci hitelezők részesedése, szemben Németország 1620 millió svájci frank rövidlejáratú és 1140 millió svájci frank hosszúlejáratú, Svájccal szemben fennálló tartozásával, az összeg viszonylag alacsony voltánál fogva sem valószínű, hogy a német törekvésekkel szemben elfoglalt mereven elutasító álláspontja mellett Magyarország esetében is kitartana.

Engedékenyebb magatartásra annál inkább számíthat Magyarország, mert éppen Svájc tapasztalhatta 1930 végén és 1931 első felében a magyar kötelezettségteljesítés figyelemreméltó megnyilatkozását, egyes magyar pénzintézetek önkéntes áldozatkészségét, amikor is a Pesti Magyar Kereskedelmi Bank, a Pesti Hazai Első Takarékpénztár Egyesület, a Magyar Leszámitoló- és Pénzváltó-Bank és a Magyar Országos Központi Takarékpénztár önszántukból, 5% felértékelésben részesítették háborúelőtti, korona névértékre szóló, Svájcban elhelyezett zálogleveleik birtokosait.

Az engedékeny svájci felfogás kitükröződik különben a Neue Zürcher Zeitung szeptember 7-i számának a Dettes Ottomane rendezéséhez fűzött véleményéből: „A török adósoknak sikerült érvényesíteniük azt az állításukat, hogy a korábbi rendezés hamis gazdasági feltételezésből indult ki és így alapvető változás szükséges a Törökország teljesítőképességéhez alkalmazkodó szellemben” ... „Mindent összevetve, ezt az új megállapodást csak üdvözölni lehet. Ha nem is adja meg az új egyezmény a hitelezőknek azt, amire mindeddig jogot támaszthattak, a kötvénybirtokosoknak úgy kell gondolkodniuk, hogy jobb, ha az igényeket a való tények állásához mérten gazdaságilag elérhető, valóságos és rendszeres keretben tartják, mintha jogilag még oly jfel megalapozott, azonban gazdaságilag nem érvényesíthető igényjogositványt tartanak értékpapírtárcájukban” ... „Csak sajnálni lehet, hogy a mai pénzpiaci helyzet mellett nagyobbszabású új kölcsön folyósítása a török kormány számára nem lehetséges, holott az ország rejtett erőartalékai ily módon egész más mértékben juthatnának érvényre.”

A Deutsche Bank und Disconto Gesellschaft 25 millió dollár névértékű ötéves kötvénykölcsönének 1932 szeptember 1-én bekövetkezett hároméves kényszermeghosszabbításakor a New-York Times elismerte (szeptember 1. szám), hogy az adós egyénileg gondoskodott tartozásának megfizetéséről, azonban a Reichsbank az árukiviteli lehetőségek gyengülése miatt képtelen a márkaösszeget idegen fizetőszközre átváltani.

A svájci;Bank Guyerzeller 1932 okt. első felében kiadott gazdasági jelentése a belső (svájci) mezőgazdasági túladósodásról írva, más svájci gazdasági szakértőkhöz hasonlóan szintén megoldási tervet tesz közzé, amelynek bevezetőjében azt állítja, hogy „nagyon sok svájci mezőgazdasági üzemben az eladósodás oly mértékűt ért el, ami még az elképzelhető legolcsóbb kamatláb fennforgása esetén is lehetlenné teszi a jövedelmező gazdálkodást.”

Ez a svájci vélemény azért becses, mert I. igazolja, hogy nemcsak a középeurópai államok idegen fizetőeszköz-hiánya folytán eshet késelelembe az adós, hanem a végső adós a befektetett tőkével még jól védett belső piac mellett sem képes gyümölcsöző gazdálkodást folytatni. II. Éppen Svájcban, abból az országból érkezik ez a megállapítás, ahol a lausannei jóvátételi tárgyalások alkalmából ballon d'essay gyanánt elhelyezett állítólagos német magánadósság-rendező szándék a legnagyobb ellenzéssel találkozott („az adós kötelességtudásában beállott hanyatlás példátlan megnyilatkozásának nevezték).

A késelelembe esett adós ellen a külföldi sajtóban liely-lyel-közzel szemrehányások is elhangzanak, egyes esetekben megtorló intézkedéseket is követelnek. Így pl. ideiktatható a „Neue Zürcher Zeitung” nov. 4-i számában megjelent állítás, amely szerint:

„Ha az adós államok fizetésbeszüntetése időleges jellegű volna, lehetne még rá megoldást találni. A mostani tünet azonban a meglévő adott helyzet velejárója, amelynek megváltoztatása iránt az adós államok nem szívesen munkálkodnak. Épp oly makacsok ezen a téren, mint a hitelező államok az adósoktól származó áruk beengedése tekintetében.”

Ami pedig a már folyamatba tett megtorlóintézkedésekre nézve felhozható: A Magyar Földhitelintézet angol kötvénybirtokosai megakadályozták azt, hogy a Magyar Nemzeti Bank által kezelt Külföldi Hitelezők Alapja a magyar kötvénytulajdonosoknak közvetlenül kifizethesse pengőben az esedékes szelvényeket, illetve kisorsolt címleteket. Hasonló eset fordult elő a Magyar Városok Egyesített Kölcsöne (Speyer-kölcsön), továbbá a European Mortgage záloglevél szelvényeinél.

A megértő hitelezői felfogás kialakulásának legszebb bizonyítékát a Stresai Tárgyalások angol nyelven kiadott tanácskozási anyaga szolgáltatja. A Stresai Tárgyalások jelentí a hitelezői és adós álláspont közötti első közvetlen találkozás²¹ A külföldi kölcsönök tárgyában egyhangúan elfogadott ajánlások közelebbi tanulmányozása bizonyos fokig igazságtalan és alaptalan színbe helyezi a megbeszélések véghatározatait kísért fölényes sajtótámadásokat.

Az eredeti tárgyalási anyag idetartozó részei a következőképpen szólnak:²¹

„A külföldi kölcsönök szolgálata céljára a Közép- és Keleteurópai államok legtöbbszörben csak a kereskedelmi mérleg feleslege állhat rendelkezésre. Világos, hogy amikor a terményárak esése és a kereskedelmi elzárkózás nagyobb méreteket öltött, e külföldi kölcsönök terhe súlyosbodott; közülök néhányé túlzottan emelkedett”... „-A külföld irányában fennálló eladósodás foka a jelen körülmények között rendkívül terhes ezen országok egyik-másika számára.” (10. old.)

²¹ Report by the Stresa Conference for the Economic Restoration of Central and Eastern Europe. Series of League of Nations Publications. C. 666. M. 321. 193?, VII/C.JL U. E. 77.

„Több kiküldött jelentéséből világosan látható, hogy a jelen körülmények között egyes országok képteleneknek minősítik magukat arra, hogy külföldi hosszúlejratú kölcsöneik szolgálatát teljes egészében, illetve egyes esetekben egyáltalán átutalhassák” (12. old.).

„A bizottság annak felismerésére kényszerült, hogy a közép- és kelet-európai államok külföldi köz- és magánadósságainak terhe lényegében emelkedett és, ha a jelenlegi nehéz viszonyok tovább folytatódnának, a helyzet még inkább kiélesednék.” (13. old.) ... „Ha valamely kötelezettség elvállaltatott, az elvileg végleges; teljes egészében viselendő, úgy, ahogy a szerződés azt meghatározta. Amennyiben olyan körülmények támadnak, amelyek erősebbek, mint az adós fizetőakaratára, vagy képessége, a szerződő felek számára új helyzet áll elő, amelynek alapján a hitelezőnek lehetőséget kell nyújtani arra, hogy az adós valódi viszonyairól képet alkothasson és érdekei számára kezességeket és biztosítékokat kérhessen. Ugyanekkor azonban azt is kell mondanunk, hogy ez a helyzet készítse a hitelezőt arra, hogy megkönnyítse az adósnak a megszokott gazdasági feltételek visszaszerzésére irányuló munkáját. (16. old.)

VIII.

A kérdés megérlelődését igazoló külföldi szakvélemények másik csoportjába azok a javaslatok tartoznak, amelyek a bajok megállapításán túlmenően az eredeti kölcsönszerződések — legalább is ideiglenes — módosítása szellemében jelentenek kezdeményezést.

A *The Economist* (Sir W. Layton) felfogása szerint a dunai államok gazdasági gyógyulása elsősorban a hosszúlejratú külföldi adósságok kamatmérséklése és a rövidlejratú hitelek átalakítása útján érhető el.

Sir Arthur Salter: „A lausannei Egyezmények igazi fontossága abban áll, hogy a jövételi kérdés megoldása megegyezés, tehát nem egyoldalú szerződésmegtagadás útján ment végbe. Ez arra a reményre jogosít, hogy az állami vagy kereskedelmi adósságok, amelyek az áresések és a kereskedelmi forgalom megcsappanása folytán elviselhetetlenné váltak, hasonló módon megegyezés útján, újonnan rendezhetők lesznek. A hitelező saját érdekében álló megértő magatartása az egyedüli eszköz a fizetésbeszünetések megakadályozására. A Világgazdasági Tárgyalásoknak felelnie kell majd arra a kérdésre, vajjon kívánatos-e az áruk esésének megakadályozását, illetve az áruk drágulását megkísérelni. Vissza kell-e állítani az árakat a három év előtti színvonalra? Szerintem az évek előtti árszínvonal felújítására irányuló, együttesen megvalósítandó közös eljárás az egész világ számára óriási előnyt jelentene. Ez valamennyi adósságnak és zálogkötelezettségnek stb. terhét megkönnyítené, illetve elviselhetővé tenné és a kötelezettségek teljesítésének megtagadása megszűnne.”²²

1932 tavaszán, a Tardieu-terv londoni tárgyalásakor, az angol megbízottak az eladósodott középeurópai államoknak állítólag az aranyfedezeti rendszer feladását ajánlották, hihetően abból kiindulva, hogy a külföldi adósságok névértéke pengőre, leire, schillingre, illetve amarra stb.-re szól.²³ Ajánlatukat csak akkor vonták vissza, amikor értésükre adták, hogy az illető államok küladóssága dollárra, font

²² Neue Freie Presse 1932. november G-i szám.

²³ L. a Prager Tagblatt, Financial Times és Agence Economique & Financière vonatkozó híradásait.

sterlingre, svájci frankra és a hitelező államok egyéb pénznemeire kiállítva áll fenn.

Tényként megmarad azonban, hogy az angolok lényegében az adósságok tőkeértékének leszállítását ajánlották.

Az angol javaslat visszavonása nem jelenti azt, mintha Anglia végleg lemondott volna arról, hogy saját példáját, az arany fedezeti rendszer feladását, ne ajánlja továbbra is a közép-európai államoknak. Sokan ezzel magyarázzák azt is, hogy a „Daily Telegraph” és a „Financial Times” október végén a svájci frank aranykészítmény képességének várható felülgészítéséről közöltek nyugtalanító cikkeket — holott kézenfekvő ok ezt a feltevést nem támasztotta alá. Közeli áll annak feltételezése, hogy ebben az esetben is az angol példa követése melletti hangulatkeltés volt a cél.

A Stresai Tárgyalások erre nézve is határozott álláspontot foglalnak el, amennyiben kimondják:²⁴ „az Anglia és más országok által elfogadott érmepolitika átvétele Közép- és Kelet Európában túlságosan nagy megrázkódtatást idézett volna elő, tekintettel e földrész lélektani beállítottságára és Európa e részének a külföldi kölcsönök tekintetében elfoglalt rendkívül súlyos helyzetére”... „egyes ilyen országokat nagyszegű külföldi pénznemre szülő küladósság terhel. A belső pénzgység értékének leszállítása semmiféle vonatkozásban nem enyhítené a közvetlen, tényleges terhet, de azonnal növelné (azok) viszonylagos költségvetési jelentőségét.”

Az aranyfedezeti rendszer feladásának célra nem vezető volta kiviláglik Wien város kölcsönének példájából: a városnak a magán-clearing-rendszer bevezetése előtti időből származó hivatalos nyilatkozata a külföldi fizetőeszközök hiánya folytán azt ajánlotta a külföldi kötvénybirtokosoknak, hogy fogadjanak el schillinget a newyorki schillingjegyzés alapján. Más szóval ez azt jelenti, hogy az érme-viszonylatnak megfelelő árfolyammal mintegy 20%-kal magasabb összegű schillingfizetést akart teljesíteni az adós. A hitelezők azonban még ezt az ajánlatot is elutasították. Más, mint tényleges dollárt nem fogadnak el. Az idézett esetben tehát az aranyfedezeti rendszer feladása nemcsak hogy növelte az adósnak amúgyis elviselhetetlen terhét, de a hitelező külön rendezés nélkül el sem fogadja a belföldi pénznemben teljesíteni szándékolt fizetést.²⁵

Az angol Kötvény védő Egyesület fentebb idézett emlékirata tudvalevően nem jelölte meg a hozandó rendszabályok, vagy a segítség módját, csupán tiltakozását jelentette be a Népszövetségnek. Sokkal értékesebb részleteket tartalmaz ezirányban a The Times szeptember 20-i vezércikke, amely nyilvánvalóan az érdekelt nagy angol pénzintézetek felfogásával egyetértésben a következőket közli:

„Az ideiglenes adósságrendezésre vonatkozó kezdeményezést ne

²⁴ Stresai Konferencia tárgyalási anyagáról szóló jegyzőkönyv 10. és 12. old.

²⁵ Frankfurter Zeitung 1932, október 18-i szám.

bizzuk továbbra is az egyes adós államokra. A hitelező elvárhatja, hogy az adós vállalt kötelezettségének a lehetőség határain belül elegendet tegyen, amennyiben ez az adós állam pénzügyi biztonságát nem veszélyezteti. Ugyanekkor viszont a hitelezőnek türelmet és mérsékletet kell tanúsítania. A háború után elvállalt adósságok rendezésének sorrendben, rendszeresen kell megtörténnie, az együttműködés szellemében és a különböző adósságcsoportok jellegének világos elismerése mellett. A Népszövetségi kölcsönök különleges helyzetének egyöntetű elismerése után tervszerű, ideiglenes jellegű adósságfelülvizsgálatról lehet tárgyalni, amennyiben az áruárak összeomlása a szerződés maradéktalan teljesítését elviselhetetlenül súlyossá tette. A Népszövetségnek ki kellene mondania, hogy elsősorban a tőketörlesztés átmenetien beszüntetendő és csak második sorban, amennyiben az első lépés nem lenne eredményes, kerülne sor a kamatfizetések ideiglenes felfüggesztésére. Ugyanekkor azonban a zálogul lekötött (állami) bevételek zálogjogának sérthetlenségéhez az adósság szolgálatra való tekintettel ragaszkodnia kell. Egyedül a Népszövetség képes arra, hogy hatékonyan vegye kézbe a nemzetközi adósságvisszonylatok rendezését.”

Ami a francia szakértők álláspontját illeti, határozottan kialakult francia vélemény, a jelek szerint, még nem került nyilvánosságra. Annyi mindenesetre elfogadható kiindulásként, hogy már letettek a középeurópai államok együttes szavatossága mellett felveendő új hosszúlejáratú kölcsön ajánlására vonatkozó tervükről és most már a franciák is más utón keresik a kibontakozást.

Felix Somary svájci bankár „nagyon mélyenjáró külföldi adósságsökkentés szükségességéről” ír „Krisenwende?” c. tanulmányában. (56. old.)

A Bank Guyerzeller már ismertett gazdasági jelentése a svájci mezőgazdaság nehéz helyzetéből azt a megállapítást szüri le, hogy „a mai jövedelmezőségi viszonyok mellett a jelzálogos követeléseknek körülbelül fele értéktelenné vált, amelyet a bank és magánhitelezőiknek hosszabb időre le kell írniok.”

A Neue Zürcher Zeitung 1932. nov. 4-i száma: „Általában véve a nemzetközi hitelegyensúly kétféle utón állítható helyre. Az egyik az lenne, hogy a hitelező államok fizetés helyett árut fogadnak el, a másik pedig, hogy követelésükből engedményeket tesznek. Az érrendszer, pénzügyi és politikai viszonyok rendezése nélkül azonban az áremelési törekvések nem volnának megvalósíthatók. Mindaddig egyetlen hitelező állam sem tett még kísérletet sem árubehozatalának emelésére.”

Ugyanezen újság november 9-i száma:

„Ma az USA előtt külföldi kihelyezései tekintetében csak két út lehetséges: nagyszabású tőke kiviteli politikát kell kezdenie a vámfalak egyidejű lebontásával, vagy pedig a külföldön beruházott tőkét nagy arányokban le kell írnia.”

Cassel professzor azt állítja,²⁶ hogy „a nyerstermékek árát az 1928. évi színvonalra kell visszaállítani és ha ennek megtörténte után egyes adósrétegek még mindig képtelenek kötelezettségeik teljesítésére, akkor következnek a kamatmérséklés és a törlesztési idő' meghosszabbítása.”

Egyes hollandi gazdasági szakemberek²⁷ a 8.2 milliárd márkát kitevő valamennyi német hosszúlejáratú adósság rendezésére azt ajánlják, hogy

„a jelenlegi, átlagosan 6¾% kamat helyett a német adós évi 4.5% kamatot fizessen készpénzben, egyidejűen pedig öt évre függesszék fel

²⁶ Frankfurter Zeitung 1932. augusztus 17.

²⁷ Frankfurter Zeitung 1932. október 10.

a tőketörlesztést. A kamatkülönbözet erejéig 4.5%-os, 65 éves kamattőkésítő kötvényeket adjon a kötvénybirtokosnak. Ezen a módon az eddigi évi 750 millió márka kölcsönszolgálat mintegy 470 millióra mérséklődne.”

Matusewzski lengyel pénzügyminiszter²⁸ nyilatkozata: „ha a hitelező államok kedvező feltételek nyújtásával nem teszik lehetővé mezőgazdasági termésfeleslegeink elhelyezését, akkor a kelet európai államok többé nem lesznek abban a helyzetben, hogy adósságukat meg bírják fizetni.”

A lengyel pénzügyminiszternek ezt a nyilatkozatát a varsói agrártárgyalásokon egybegyűlt nemzetek október 28-i ülése egyhangúan magáévá tette.

A Stresai tárgyalás ezirányban elfoglalt álláspontja.²⁹ „Feltételezve, hogy az adós minden erejétől telhetőt elkövetett már külföldi kötelezettségeinek teljesítése tárgyában és így egyéb kiút számára nem kínálkozik, magának a hitelezőnek is érdekében áll, hogy tartózkodjék oly követelések támasztásától, amelyek gyakorlati beváltása, legalább is ezidőszerint, lehetetlen. Azonban — és ez a pont az, amely különleges hangsúlyozást kíván — ha az adós állam képtelennek találja magát kötelezettségei teljes mértékű kielégítésére, elsőrangú feladata, hogy közvetlenül és haladék nélkül lépjen érintkezésbe a hitelezőivel és ha a hitelezők egyetértenek a szükséges tennivaló iránt, gazdasági helyzetének elbírálását vesse alá a mindkét fél által alkalmasnak ítélt szakértő személyiségek pártatlan vizsgálatának”... Amennyiben a kölcsönszerződések módosítása szükségesnek látszik, a hitelezők és adósok szempontjából egyaránt kívánatosabb, hogy a módosítás jellege ideiglenes legyen, mert lehetséges, hogy a világkereskedelem most a feléledés előestéjén áll.”

A tárgyalások egyhangúan megszavazott határozatainak 7. szakasza ennek megfelelően kimondja: „Ha a szükséges belső erőfeszítések megtétele után a gazdasági válságból származó különleges nehézségek miatt az adós (állam, nyilvános testület, vagy magános) úgy találja, hogy szerződéses kötelezettségeinek bizonyos fokú módosítása iránt kell igényt támasztania, közvetlenül és idejében lépjen összeköttetésbe hitelezőivel, akik egyedül illetékesek arra, hogy bármiféle szükségesnek található kiigazítást engedélyezzenek.”

A magyar szakértők közül elsőnek Teleszky János ny. pénzügyminiszter fejezte ki nyíltan azt a véleményét 1931 őszén, hogy Magyarország a külföldi hosszúlejáratú adósságok mai magas kamatát nem képes megfizetni, ezért a kivezető ut csak az lehet, hogy a hitelezők önszántukból mérséklik szerződéses igényeiket.

Egy évvel később Teleszky Jánosnak ezt a javaslatát a Stresai Tárgyalásokon már az összes tudósodott középeurópai államok egyedüli orvosszerként hangoztatták.

Kállay Tibor ny. pénzügyminiszter 1932 elején a külföldi adósságok rendezésére azt a módszert ajánlotta, amelyet a háború befejezése után a háborúelőtti osztrák-magyar államadósságok jövőbeni szolgáltatásainak szabályozásánál követtek a hitelezők.

Báró Szerényi József kamatleszállítást igényel, továbbá a fizetési határidő kitolását.

A Pesti Magyar Kereskedelmi Bank 1932 június havi gazdasági jelentése a következőket állítja:

„A külföldnek fizetendő kamatok a belföldi termékek árában beállott nagy esések folytán nem állanak arányban a gazdasági tevé-

²³ Gazeta Polska 1932. augusztus 23. szám.

²⁹ Stresai tárgyalás tárgyalási anyagáról szóló 1. jegyzőkönyv 14., 15. és 17. old.

kenység jövedelmezőségével, ezért nem méltánytalan az a kívánság, hogy az ország külföldi kamatterhei enyhíthessenek.”

Schober Béla, a Magyar Nemzeti Bank vezérigazgatója, a Közgazdasági Kurír 1932. júl. 28-i számában kijelenti: „Magyarországnak oly megegyezésre kell jutnia külföldi hitelezőivel, amely megfelel a világgazdasági válság és az arany vásárlóerejének nagy emelkedése által előállott helyzetnek. Ez a helyzet ugyanis lehetetlenné teszi, hogy Magyarország a lényegesen megváltozott körülmények között régi kamatterheinek a külfölddel szemben teljes mértékben megfeleljen.”¹

Hantos Elemér véleménye szerint³⁰ „A hitelezőknek hosszúlejáratú adósságaik egy részét le kell írniok, mert az adós önhibáján kívül annak ellenértéke már nem áll rendelkezésükre. A hitelező helyesen teszi, ha ilymódon elvesztett tőkéjéből legalább annyit ír le, mint amennyivel az arany vásárlóereje emelkedett.”

Milos György, a Pesti Hazai Első Takarékpénztár h. vezérigazgatójának felfogása, amelyet 1932. elején hozott nyilvánosságra: „Nem bírja Magyarország kitermelni a kölcsönszolgálatokhoz szükséges évi, kb. 300 millió pengőt kitevő külkereskedelmi felesleget. Egyelőre 3%-ra kellene leszállítani a kamatot, majd azt a belső javuláshoz mérten később 4.5%-ig kellene feljavítani. A kölcsönök átlagos törlesztési idejét tanácsos lenne 60—65 évesre meghosszabbítani”.

Nagyjából azonos véleményt hirdet dr. Reményi-Schneller Lajos, a Budapest Székesfővárosi Községi Takarékpénztár Rt. vezérigazgatója is.

Az itt felsorolt, fentebbi hitelezői szempontok sorából a svájci állásfoglalás helyes megvilágításához szükséges még arra rámutatni, hogy az ottani szakértők elvből ellenzik a „jó és rossz” adósra egyformán hatályos kedvezményeket. Ennek magyarázata abban rejlik, hogy jóllehet a svájci magán- és közületi (Államvasút) adósok egy részénél külső okokból beállott vagyoni romlás a saját országukbeli tünetekből jól ismerik, nem látják még elég tisztán, hogy az egyensúlyát elveszített fizetési mérleg miatt a bajbajutott adósállamok összes köz- és magánadósai képtelenek elvállalt kötelezettségeiknek idegen pénznemben teljesítendő kiegyenlítésére.

IX.

Hasonlóképpen értékes anyagot nyújt az egyes délamerikai államok, továbbá Bulgária, Görögország, Jugoszlávia és Románia államadósságainak kölcsönszolgálatában, továbbá az egyes német hosszúlejáratú adósságok tőke- és kamatszolgálatában beállott, eredeti szerződéses feltételektől eltérő legutóbbi módosítások sora,

A kérdés nemzetközi jogi vonatkozásainak taglalása tulmenne a jelen fejtegetések keretén, ezért helyette talán elég-séges lesz az e tárgyban közelmúltban bekövetkezett szemléltető események felsorolása:

A Sächsische Werke A.-G. 1932 július 15-én lejárt hétmillió dollár névértékű kölcsöne tárgyában az előirt készpénzvisszafizetés helyett a hitelezőknek a következőket ajánlotta fel: az esedékes kamaton felül 5% külön jutalékot fizet tényleges dollárbankjegyben, a lejárt 5%-os címleteket 6%-os, 1937-ben esedékes új címletekre cseréli át. Végeredményben tehát az öt éves kölcsönmeghosszabbítás fejében évi 2%-kal

³⁰ Prager Tagblatt 1932. okt. 20-i szám.

magasabb terhet vállalt magára. Az ajánlat hatályba lépésének feltételül kikötötte, hogy a külföldi honos kötvénybirtokosok által képviselt tőkeértéknek legalább 50%-a a feltételek elfogadása mellett szavazzon. Minthogy az ajánlat elutasítása esetén a hitelezőknek meg kellett volna elégedniük az ügyvezett „zárolt márka-számlán” kezelt bankjóváírással, nem keltett meglepetést, hogy az életbeléptetéshez megkívánt szavazattöbbség elfogadta az ajánlatot.

Hasonlóképpen rendezte a Deutsche Bank und Disconto Gesellschaft is 1932 szeptember 1-én lejárt 25 millió dollár, ötéves 5%-os kötvénykölcsönét, még pedig oly módon, hogy a folyó kamaton felül nyújtott 2%, tényleges dollárbankjegyben fizetett külön jutalék és évi 6%-ra emelt kamat fejében a külföldi hitelezők három évvel meghosszabbították a tőke visszafizetés lejáratát. A belföldi kötvény tulajdonosok a dollárnévérték márkára átszámított ellenértékét készpénzben kapták meg: az esedékesség meghosszabbítása rájuk nem vonatkozott.

Ezeken túlmenő engedményeket értek el többek között a következő német kötvényadósok:

Az Erdmannsdorfer A. G. für Flachgarnspinnerei az üzemi veszteségek miatt bekövetkezett részvénytőkeleszállítással egyidejűen az Angliában elhelyezett 1.6 millió márka névértékű kötvénykölcsön névértékét a hitelezők hozzájárulásával 630 ezer márkára szállította le.

Az I. Grimes & Co. AG. eredetileg 6%-os, font-sterling névértékű kölcsönének évi kamatát 3%-ra mérsékeltek a hitelezők, egyidejűen pedig az 1947-ben végződött kölcsöntörlesztési határidőt 1959-ig hosszabbították meg.

A Textilwerke Wagner und Moras AG. 8%-os kölcsöne tekintetében megállapodott egy tőkecsoporttal, hogy az az eredeti kötvénytulajdonosoktól 22% árfolyamon felvásárolja a címleteket, A hitelművelet megokolásaként azt hozták fel, hogy a szóbanforgó kötvények fedezetül lekötött, annakidején 25 millió márkára becsült ingatlanok mai eladási értéke a még forgalomban levő kötvények névértékének csak 15%-ára lenne elégséges.

Számos német egyházi kölcsön esetében a hollandi hitelezők nagyarányú enyhítések nyújtására kényszerütek. így például a 7%-os Kath. Gesellen Hospitium kötvénykölcsön évi kamatát a kötvénybirtokosok gyűlése 5 évi időre 5%-ra mérsékelte és egyidejűen hozzájárult ahhoz is, hogy 2 évig az adós tőketörlesztést ne teljesítsen, stb.

A lépésről-lépésre rosszabbodott jugoszláv gazdasági viszonyokat pontosan visszatükrözi az a jelenség, hogy míg az 1932 október ir>én esedékessé vált 1924. és 1927. évi Uprawa Fondawa (Jugoszláv Királyi Jelzáloghitelbank) kötvényekre nézve a jugoszláv kormány még csak azt kérte a hitelezőktől, hogy a már kisorsolt címleteket ne kelljen eredeti idegen pénznemben beváltania — az esedékes szelvényeket azonban a svájci kötvénytulajdonosok számára csorbítatlanul kifizeti,³¹ (a francia kötvénytulajdonosok már ezt sem kapták meg), addig 2 héttel később az Amerikában, 2 részletben kibocsátott, 45 millió dollár névértékű állami kölcsön (ügyvezett Blair-Chase-kölcsön) novemberben lejárt szelvényellenértékét a Jugoszláv Nemzeti Bank már nem bírta dollárban átutalni. Ennek megfelelően az amerikai beváltóhelyeken a szóbanforgó szelvényeket a közönség már nem mutathatta be fizetés végett. November első napjaiban több külföldi újságban megjelent a jugoszláv pénzügyminisztérium nyilatkozata, amelynek értelmében, miután az árukivitelből származó idegen fizetőeszközök 80%-át igénylik a külföldi kölcsönök törlesztési és kamatterhei, a kormány általános rendezésre törekszik.

Jellemző, hogy az 1931. év közepén, legnagyobb részben Francia-

³¹ Agence Economique et Financière okt. 10. szám.

országban piacra hozott új jugoszláv „stabilizációs kölcsön” esedékes kamat és törlesztési részét sem bírta már átutalni a Jugoszláv Jegybank, úgyhogy a kötvénybirtokos mindössze 2 szelvény ellenértékéhez jutott és az adós máris késedelembbe esett,

A francia hitelezők által 1933. elején visszautasított jugoszláv ajánlat arra irányult, hogy Jugoszlávia úgy a tőke-, mint kamattartozásra 3 évi moratóriumot kapjon olyképpen, hogy a Banque de France által visszleszámitolás céljára elfogadandó kincstári jegyet ad a kötvénytulajdonosoknak esedékes kamatszelveik fejében. Hasonló megegyezést akart elérni Jugoszlávia az amerikai hitelezőkkel is.

A román kormány 1932 október közepén bejelentette a hitelező államokban, hogy a pénzügyi válság az országot különféle teherkönynyitések igénybevételére kényszeríti. Átmeneti időre azt javasolta a kötvénytulajdonosoknak, járuljanak hozzá a tőketörlesztés felfüggesztéséhez; továbbá a 4.5%-os kamatozásnál drágább külföldi kölcsönök esedékessé váló kamatának csak felét kelljen a hitelező állam pénznemében átutalni, a másik 50%-ot pedig a Román Nemzeti Bank zárolt lei-számlán kezelje. Külön igényként szerepelt az, hogy ezeken az ideiglenes jellegű könnyítéseken kívül az úgynevezett Caisse Commune értékek kölcsönszolgáltatának összegét az eddigi érték felére mérsékeljék.

A nyilatkozat közzététele után azonnal megindult közvetlen tárgyaláson a hitelezők a tőketörlesztés felfüggesztéséhez hozzájárultak azzal a feltétellel, hogy az eredeti szerződésben meghatározott kamatszolgáltatásokat Románia külföldi fizetési eszközökben továbbra is ellátja.³² Más, egyelőre meg nem erősített hírek szerint „a kamatok végleges leszállításához az érdekelt kötvénybirtokosok azért nem járultak hozzá, mert a lei értékállandóságát nem látják biztosítottak.”³³

Görögország népszövetségi kölcsöne és háborúelőtti adósságai tárgyában oly megállapodást kötött, amelynek értelmében egy évi időre a kamatnak csak 30%-át utalja át idegen pénznemben, a többit (70%) zárolt drachma-számlára fizeti be a kincstár a Görög Nemzeti Bank által kezelt „Népszövetség pénzügyi bizottságának zárolt számlája” javára.

Bulgária az 1932 április 1-én és október 1-én fizetendő külföldi kölcsönszolgálat céljára idegen fizetőeszközben csak 50% szolgáltatást nyújtott, míg a másik 50%-ot a Népszövetség pénzügyi bizottságának javaslatára levában a Bolgár Nemzeti Bankhoz fizette be. A Jegybank ugyancsak a Népszövetség ajánlására ezt a leva-tőkét bolgár kincstári jegyek megvásárlására fordítja. Miután időközben a helyzet tovább rosszabbodott, ugyancsak a népszövetségi megbízottak támogatásával azt a kérelmet terjesztette a hitelezők elé, hogy a jövőben eredeti kötelezettségének csak 40%-át utalhassa át idegen pénznemben és e0%-ot fordíthasson a Jegybank állami pénztárjegyek át vételére.

Costarica köztársaság 7%-os kölcsöne tekintetében oly módon jutott 3 és fél éves teherkönynyítéshez, hogy az erre az időre járó, összesen 21 és fél százalék esedékessé váló kamat helyett készpénzben most fizet 2,3%-ot, míg a hátralékban maradó kamattartozás fejében 5%-kai gyümölcsöző új kötvényt ad a címletbirtokosoknak!³⁴

A Southern Brazil Electric Co. 6.5%-os font-sterlingre szóló kötvényeinek szolgálata tárgyában az üzemi bevételek „szerencsétlen alakulására” (tehát nem a fizetési mérleg bajaira) hivatkozva, rábírta a köt-

³² Prager Tagblatt 1932. november 27-i szám.

³³ Magyarország 1932. november 30-i szám.

³⁴ New-York Times 1932 augusztus 29-i szám.

vénytulajdonosokat, hogy 1934-ig a tőketörlesztés szüneteljen, 1935-től kezdve pedig annak mértéke az eddiginél alacsonyabb legyen. Egyidejűen 3 évre a kamat 3%-ra szálljon le az eddigi 6.5%-kai szemből. Columbia köztársaság 15 különféle, az USA területén kibocsátott állami és törvényhatósági kölcsönénél esett késedelembe. Eddig még nem tett egyességi ajánlatot, a kötvényvédő egyesület azonban már megalakult, amely az amerikai lapokban közzétett hirdetésében felhívja az érdekeltek figyelmét arra, hogy együttes eljárás mellett esetleg előnyösebb feltételeket lehet elérni.^{1)*5}

X.

A kölcsönterhek enyhítése irányában kialakult újabb gyakorlat a fentiekből kitetszően tulajdonképpen két csoportra oszlik: az egyikbe a kamatleszállítás és tőketörlesztés felfüggesztése sorozható, sőt az idézett német példák többségénél a tőketörlesztés elhalasztása a kamatláb felemelésével járt együtt, míg a másik csoportnál az adós érdekében ezen túlmenően az arany vásárlóerejében beállott eltolódás arányában a tőketartozás csökkentését is kívánják. Ez az igény azonban csak elszigetelten fordul elő.

Ami az adósság tőkeértéke leszállítását illeti, ha a hitelező hajlik is a kamatengedményekre, tőkekintlévőségének csökkentésére még mindig nem igen vehető rá, különösen abban az esetben, ha nemi egyéni címletbirtokossal, hanem pénzintézettel, beruházó társasággal (Investment Trust), vagy egyelj vagyongazdálkodó vállalattal szemben kerül erre sor.

A nyilvános számadásra kötelezett vállalati jellegű kötvény hitelezők által nyújtandó tőkeengedmények a mérlegszerű vagyontételek értékelésének kötelező csökkentését, illetve az így beálló veszteség bevallását vonják maguk után. Ilyenképpen kézenfekvő az a feltevés, hogy az adósságrendezés eme része ellen elsősorban a vagyongazdálkodói jellegű alakulatok (többek között a címletek piacrabocsátásával annakidején megbízott bankcsoportok is, stb.) tiltakoznának.

Számba jöhet itt azonban az a körülmény, hogy a szóbanforgó kötvények mai árfolyama a kibocsátási, illetve esetleg felvásárlási (intervenciós) árfolyamnak máris csak töredékét képviseli és a józan mérlegelési elvek szem előtt tartása mellett a legtöbb vállalat megfelelő tartalékolásokat hajtott végre a bekerülési és tényleges árfolyam között előállott veszteség fedezetére. Különösképpen vonatkozik ez éppen a külföldi érdekeltekre, ahol az átutalási moratórium miatt gyakorlatilag is elmaradt kamatozás folytán a címletek a járadékszerű értékelés címén sem szerepeltethetők a mérlegben.

A Berliner Tageblatt 1933 február 10-i száma szerint az USA területén mind több ingatlantulajdonos és iparvállalat kap kötvényhitelezőjétől tőkeengedményt. Az elengedett tartozási összegről a hitelező

³⁵ New-York Times 1932 november 17-i szám.

elismervényt kap, amely csak nagyarányú gazdasági javulás esetén váltható he.

A tőkeleszállítás nyílt keresztülvitelével szembeni másik komoly aggály az, hogy irányadó példaképpen az egyes pártok politikai követeléseik keretében felhasználhatnák, holott ez a módszer bizonyos fokig még a kötvényhitelezők esetében is igazságtalan lenne. Fokozottan jelentkezne kára, ha más jellegű hiteleknél a tőkeleszállítás terhét egyedül a közvetítő hitelszervezetre akarnák áthárítani — kötelezettségeik változatlan fenntartása mellett.

*

Mint látható volt, a hitelező államok körében valóban jó utón halad a kölcsönszerződések megváltoztatásának eszméje, ez azonban korántsem jelenti azt, mintha a késedelembe esett adós könnyen és rövid idő alatt juthatna majd oly egységre, amelyet képes valóban is beváltani. Hangsúlyozottan érvényes ez a feltevés Magyarország esetére, ahol az ismertetett okoknál fogva a többi bajbajutott adós államokénál messzebbmenő kívánságok teljesítésétől függ az ország fizetőképességének helyreállítása.

Az áruárak esésén és a kiviteli piacok elzárkózásán kívül ugyanis nálunk a bekövetkezett események nagyrészen olyan természetűek, amelyek a többi adósállamoknál nem állnak fenn. A békeszerződés területi intézkedései miatt Magyarország áruforgalma akkor sem alakulhat kielégítően, ha a Stresai Tárgyalásokon elhatározott — de meg nem valósított — q-kénti segély sokszorosát fordítanák az akadálytalanul lebonyolítható mezőgazdasági kiviteli forgalom támogatására.

Magyarország 1931. évi árukivitele értékének 48%-át tette ki a külföldi kölcsönök kamat- és törlesztési terhe. Az árubehozatali oldal figyelembevételét után jelentkező kiviteli felesleg viszont a külföldi kölcsönszolgáltatnak mindössze 4%-át fedezte volna. 1932-ben meg éppen 5.2 millió pengős behozatali többlet jelentkezett.³⁶ Görögországban a kereskedelmi mérleg kiviteli oldalának 49%-át, Csehszlovákiában 5%-át, Romániában 28%-át, Jugoszláviában 29%-át alkotta 1931-ben a kölcsönszolgálat. Jugoszláviában a dinár váltóárfolyamának hanyatlása és a külkereskedelem összezsugorodása miatt a

³⁶ Könnyen megmagyarázza ez, vajjon miért nem bírta átutalni Magyarország az átutalási moratórium által feltételesen kivételes elbánásban részesített kölcsönök esedékességét sem. A népszövetségi kölcsön szolgálata is szünetel néhány hónap óta. A kivételesen teljesített Délivasút törlesztési szolgálat egyedüli oka az, hogy itt a kormány az Osztrák Nemzeti Banknál a Magyar Jegybank javára felgyülemllett schillingkövetelést a törlesztési tervben meghatározott készfizetés helyett Délivasút-kötvények nyílt piaci visszavásárlására fordította.

kölcsönszolgálat 1932-ben az egész árukivitel értékének már 80%-át alkotta.

Nem azonos a helyzetünk Németországgal sem, mert ámbár a békeszerződésből folyóan területi veszteséget szenvedett ez az ország is, annak aránya és belső gazdasági jelentősége elenyésző Magyarország területi vesztesége mellett. Az ipari Németországtól — a másik külföld felé leginkább eladósodott európai állam helyzetétől — eltérőek a mi viszonyaink árukivitelünk mezőgazdasági jellege miatt is.

A Deutsche Bank und Disconto Gesellschaft 1932 augusztus havi jelentése az áruárak akkoriban beállott világgpiaci emelkedését német szempontból azért nem tartotta kedvező tünetnek, mert az 1931. évi 2.G milliárd márkás, eddig soha elő nem fordult magasságú külkereskedelmi többletet Németország csak azért bírta elérni, mert behozatali cikkei nagyrészt mezőgazdasági nyerstermékekből állván, árubehozatal céljára az előző évinél sokkal kevesebb külföldi pénzeszközt kellett előteremtenie. Ugyanekkor viszont külföldön eladott iparcikkeiért nagyjából változatlan ellenértéket kapott.

Ezzel szemben a nyerstermékek áresését éppen Magyarország sínylette meg a legnagyobb mértékben. Más szóval, míg az agrárrolló szétnyílása felborította Magyarország különben is ingatag külkereskedelmi egyensúlyát, addig Németország éppen ellenkezőképpen, annak fokozott hasznát láthatta. Ez magyarázza meg azt a jelenséget, hogy Németország 1932. évi árukiviteli többlete még mindig egy milliárdnál többet tett ki, azaz kb. annyit, amennyit összes rövid- és hosszúlejáratú külföldi kötelezettségének esedékes fizetési részlete kitesz. Németország hosszúlejáratú kötelezettségeire értelmezve, némi kamatmérséklés és a kötvények törlesztési idejének meghosszabbítása egymagában megoldaná a küladósságok kérdését.

Ilyen körülmények között nem egészen érthető, hogy akkor, amikor a terhek könnyítése mellett mind több hitelező-állambeli szakember nyilatkozik meg egyénileg, illetve a stressai tárgyalásokon testületileg is, — a német szaksajtó a szélsőséges hitelezői állásponttal egyetértően burkolt ellenszenvvel kíséri ezeket a tervezeteket és legfeljebb azt ismeri el, hogy a tőketartozás és kamat leszállítása egyénenként és kizáróan az oly adósokra vonatkozzék, akik gazdasági lehetetlenülés, vagy fizetéseképtelenség folytán képtelenek az eredeti kölcsönszerződés betartására.”

³⁷ Másként vélekedik a Reichskredit Gesellschaft, amelynek véleményét a hitelező államokban különösen becsesnek tartják: „az adós teljesítőképessége az értékesítési lehetőségek romlása folytán annyira gyengült, hogy a kölcsönszerződések eredeti előírásait teljesíteni nem bírja. E szerződéseknek az új körülményekhez alkalmazkodó módosítása elkerülhetetlen. Amíg a piaci szabadság nem áll helyre, átmeneti megoldásokat kell találni, anélkül, hogy a hitelező véleményének kizárása bekövetkeznék”. (1932 első feléről szóló gazdasági beszámoló. 36. oldal.)

Magyarország, helyzete a németekétől abban is különbözik, hogy nálunk az átutalási moratóriumot már bevezették és ennek általunk kezelt alakjából kifolyóan új feladatok származtak, amelyekre megoldást kell találnunk. Az ilyképpen meghonosított rendszer fenntartása ugyanis, amely annyira igazságtalan megkülönböztetést tett a népszövetségi kölcsön és az egyéb magyar kötvények, pl. bankzáloglevelek hitelképessége között, mai formájában sokak szerint nem ajánlatos.

A hosszúlejáratú kölcsönökből kifolyóan évente kb. 130 millió pengő³³ folyik be a Külföldi Hitelezők Alapjába. Már két év alatt ez a tőke a megszokott bankjegyforgalom összegének mintegy kétharmad részére szaporodik és a befizetett összegek felgyülemelőnek anélkül, hogy közvetlen utat találnának külföldre, vagy ami a múltbani rendszeres külföldi rövidlejáratú hiteláramlás elmaradása miatt hasonlóan fontos, belföldre. A magángazdasági élet által fizetendő, nyugati szemmértékkel nézve fokozottan súlyos kamat- és tőketörlesztési feltételek miatt az adósok új hitelek felvételére kényszerülnek, ami közvetett utakon (fokozott váltóbenyújtások) a Jegybank pótlólagos igénybevételére vezet. A *The Economist* megállapítása szerint „a Magyar Nemzeti Bank váltótárcájának átlagos szintje egy év alatt pontosan annyival emelkedett, mint amennyit a Külföldi Hitelezők Alapja által kezelt tőke kitesz.”³⁰ Az átutalási moratórium deflációs hatásának érvényesülése helyett a Jegybank váltótárcája máris túlhaladja a bankjegyforgalmat

A Külföldi Hitelezők Alapja vagyont a Jegybank az „egyéb kötelezettségek” között számolja el, azaz a pénzforgalmi eszközökhöz (bankjegyforgalom és girókötelezettségek) a fedezeti arány megállapításánál nem számítja hozzá. Az Alap követelése a gyakorlatban mégis fennáll és minél inkább szaporodik az oda befizetett tőke, annál nehezebb feladat lesz az Alap oly felszámoltatása, amely mellett a belső piaci áralakulásban a forgalomba kerülő több pénzeszköz árdragító hatása nem érvényesül.

Eltételezve az átutalási moratórium eme hitelpolitikai veszélyétől, a mai rendszert megváltoztatni, illetve közös megegyezéssel hozandó döntés útján módosítani azért is célszerű lenne, nehogy a belföldi kötvénytulajdonosok továbbra is a mostani, részben már átmentileg leszállított, de a külföldi vi-

³⁸ Igaz, hogy az 1932. év végéig ennél jóval kevesebb, összesen mintegy 90—100 millió pengő folyt be, ami arra vezethető vissza, hogy a kölcsönszerződés eredeti előírásából következően számos esetben még az átutalási moratórium kihirdetésének napja előtt átutalta; iz adós a külföldi hitelezői megbízottjához a legközelebbi esedékesség fedezetét.

³⁹ Megcáfolja ugyan ezt a feltevést a Magyar Nemzeti Bank 1932. december 31-i állománykimutatása, amelynek „váltótárca” tétele nagyjából az előző évvégivel megegyező összeget jelez.

szonylatban elérni szándékolt arányhoz képest még mindig magas szelvényjövédelmet élvezték. A külföldi fizetőeszközre szóló kötvények budapesti piaci árfolyama már alkalmazkodott a várható kamatmérsékléshez. A rendezés ténye nem jelenthet váratlan eseményt, azaz érvényesülhetne így az a haszna, hogy a külföldi hitelező az egyenlő elbánási elv megsértését nem hozhatná fel. Ez főleg azért fontos, mert, ha sikerül is őket a szerződések módosítására rábírní, — átmeneti ideig, esetleg évekig az átutalási moratórium módosított alakját amúgy sem helyezheti az ország hatályon kívül, — amint ez a kereskedelmi mérleg javításának lehetőségeiről közölt adatokból látható volt.

XI.

A mai helyzetet előidézett ható okok mindezek figyelembevételé után a következőképpen csoportosíthatók:

I. az áruárak esése;

- a) kevesebb külföldi ellenérték folyik be az árukivitelből,
- h) a termelő árujáért kevesebbet kap belföldi pénzben, mint amennyire számított a kölcsön felvételekor; illetve ami mellett jövédelmező gazdálkodást bírna végezni.

II. a külföldi piacok elzárkózása, amelynek következménye a fenti két jelenséget még inkább kiélezi.

III. a trianoni határok miatt a kereskedelmi mérleg alakulása eleve kedvezőtlen.

Az elméleti igazságokat az utóbbi évtizedek alatt túlkönnyen vették Európában és Amerikában. Az adós közép-európai államok fizetési mérlegei, közöttük Magyarországú is, évek óta leplezetlenül feltárták azt a tényt, hogy a máifennálló kölcsönök szolgálatát ezek az országok egyedül új kölcsönök felvételével bírják fenntartani. Nem vették figyelembe, hogy Magyarország a békeszerződés folytán az inflációs években csak úgy bírta árubehozatalát fenntartani, hogy végeladásszerűen exportálta leszerelt gépeit, tenyészállatait, stb. Attól sem féltek, hogy a Magyar Nemzeti Bank megalkulása után megindult külföldi hiteláramlás megakadása fizetésfelfüggesztést okozhat.

Az adós államok gazdaságában beállott 1931. évi eseményeket megelőző időben jelent meg a MacMillan Bizottság jelentése, amely a később valóban bekövetkezett jelenségeket helyezte kilátásba arra az esetre, ha a hitelező államok továbbra is „tétlenül nézik a nyersanyagárak hanyatlását. Az adós ország hitelképességét aláássa az alacsony nyersanyagár. Rövidlátás a hitelező országok részéről, ha nem könnyítene]: az adós helyzetén”.

Tabelle über Ungarns

31. Dezem-

Effektengattung	Amor- tisa- tions- frist	Nominalwert (in Tausenden)	Auf Grund des Emissions- kurses einge- flossen (in Tausenden)	Um- (in Tau- Pengő
<i>Staatsschulden:</i>				
4%-os aranyjárdék . . .	—	—	—	671.732
1913. évi 4½%-os jára- dék.	—	—	—	18.648
1914. évi 4½%-os jára- dék.	—	—	—	94.112
1910. évi 4%-os járdék	—	—	—	20.553
Osztrák-Magyar Állam- vasut	43	P 80.185	—	71.704
Angol clearing	—	—	—	15.209
3%-os Relief	62	\$ 2.630	\$ 2.570	11.265
6%-os francia pénztár- jegy	—	—	—	543
6%-os francia pénztár- jegy	21	—	—	13.749
6½%-os francia pénztár- jegy	34	Ffr. 120.996	—	23.944
6½%-os olasz pénztár- jegy	—	Lit. 14.394	—	2.791
3%-os olasz pénztárjegy	—	—	—	—
Francia egyezm. kif. telj. fiz.	—	—	—	11.270
Görög kincstárjegy . . .	4	—	—	2.544
6%-os svájci pénztárjegy	17	—	—	14.931
6%-os belga pénztárjegy	20	—	—	3.403
5%-os Osztrák-Magyar Bank kötvény	—	—	—	990
3%-os Vegyes Döntöbi- rósági és egyéb	—	—	—	9.200
Kisebb közl. váll.	—	—	—	2.200
		£ 7.903	£ 6.639	
		\$ 9.000	\$ 7.200	
7½%-os Népszövetségi kölesön	20	Lit. 170.000	Lit. 149.600	249.487
		Sfr. 30.000	Sfr. 25.500	
		Svk. 4.585	Svk. 4.200	
		Hfr. 5.000	Hfr. 3.800	
		Kc. 83.620	Kc. 69.200	
		P 365.800	P 307.300	
Transport				<i>Nachkriegs-Titres P 260.752</i> <i>Vorkriegs-Titres P 977.525</i>

* Magyar nyelvű szövegmagyarázat a 72. oldalon.

langfristige Auslandsschulden.*

ber 1931.

lauf senden) Originalwert	Annuität (in Tausenden) in fremder Währung	Zurückgezahlt bis 31/XII. 1931. (in Tausenden)		Gezahlt wurden Halbjahre
		zusammen	hievon auf Kapitalstilgung	
\$ 117.190	\$ 1.984	\$ 12.900	—	13
Sfr. 16.702	Sfr. 274	Sfr. 1.600	—	12
Sfr. 84.292	Sfr. 1.389	Sfr. 7.600	—	11
Sfr. 18.408	Sfr. 303	Sfr. 1.200	—	8
Ffr. 15.500	Ffr. 1.011	Ffr. 9.600) P 8.481	—
\$ 12.000	\$ 172	\$ 1.600)
£ 786	—	£ 500		
\$ 1.909	\$ 78	\$ 855	\$ 721	22
Ffr. 2.400	Ffr. 2.609	Ffr. 16.900	—	13
Ffr. 60.987	—	—	—	—
Ffr. 106.229	Ffr. 7.800	Ffr. 62.406	Ffr. 14.767	16
Lit. 9.446	Lit. 2.100	Lit. 19.000	Lit. 4.342	14
Ffr. 50.000	P 420	P 420	—	—
\$ 444	\$ 116	\$ 232	\$ 134	4
Sfr. 13.373	Sfr. 1.850	Sfr. 4.600	—	5
Bfr. 21.706	Bfr. 1.278	Bfr. 5.300	—	8
—	—	—	—	—
—	—	—	—	—
Sfr. 2.000	Sfr. 80	Sfr. 480	—	—
£ 6.088	£ 794) P 275.200	£ 1.815	15
\$ 7.315	\$ 990		\$ 1.685	
Lit. 126.911	Lit. 16.448		Lit. 43.100	
Sfr. 23.225	Sfr. 3.012		Sfr. 6.775	
Svk. 3.590	Svk. 460		Svk. 995	
Hfr. 3.907	Hfr. 502		Hfr. 1.100	
Kc. 64.949	Kc. 8.396		Kc. 18.620	
			P 92.500	

Effektengattung	Amortisationsfrist	Nominalwert (in Tausenden)	Auf Grund des Emissionskurses eingeflossen (in Tausenden)		Umsatz (in Tausend Pengő)
Transport			<i>Nachkriegs-Titres P 260.752</i>		
			<i>Vorkriegs-Titres P 977.525</i>		
3%-os Győr-Sopron-Ebenfurti vasút . . .	—	RM. 4.000	—	—	3.665
Déli Vasút megváltás . . .	—	—	—	—	91.823
<i>Staatsschulden insgesamt :</i>			<i>Nachkriegs-Titres P 260.752</i>		
<i>Schulden staatlichen Charakters :</i>			<i>Vorkriegs-Titres P 1,073.013</i>		
4½%-os Dunántuli Villamossági	22	£ 1.000	£ 970	—	27.431
6½%-os Dunántuli Villamossági	30	£ 2.300	£ 2.047	—	43.811
5½%-os Földreform . . .	50	\$ 36.000	\$ 33.120	—	204.533
<i>Schulden staatlichen Charakters insgesamt :</i>					<i>P 275.775</i>
<i>Schulden der Municipien:</i>					
1910. évi 3 és 4%-os Budapest	46	£ 1.833	—	—	35.500
1911. évi 4%-os Budapest	47	Ffr. 102.409	—	—	22.940
1914. évi 4½%-os Budapest	50	£ 6.284	—	—	174.820
6%-os Budapest	35	\$ 20.000	\$ 18.400	—	109.500
7%-os Speyer	20	\$ 6.000	\$ 5.610	—	29.500
7½%-os Speyer	20	\$ 10.000	\$ 8.900	—	47.700
7½%-os Rothschild vármegyei kölcsön	20	£ 1.250	£ 1.225	—	20.600
6%-os Rothschild vármegyei kölcsön	20	£ 1.000	£ 920	—	16.500
<i>Schulden der Municipien insgesamt:</i>					<i>P 223.800</i>
<i>Pfandbriefe und Kommunal-darlehen der Banken:</i>					<i>P 233.260</i>
7½%-os Angol-Magyar Bank	35	\$ 1.500	\$ 1.481	—	8.542
*7½%-os Angol-Magyar Bank	35	£ 100	£ 96	—	2.744
Transport					<i>Nachkriegs-Titres P 11.286</i>

* Nur mit inländische Zahlungsstellen versichene Titres.

laufsenden) Originalwert		Annuität (in Tausenden) in fremder Währung		Zurückgezahlt bis 31/XII. 1931. (in Tausenden)			Gezahlt wurden Halbjähr	
				zusammen		hievon auf Kapitalstilgung		
RM.	2.691	P	158	RM.	1.674	RM.	1.262	13
§	16.039	§	642	§	5.000	—	—	17
£	986	P	3.342	{ P	3.100	£	14	7
				{ P	3.400			
£	2.280	{ P	11.195	{ P	10.400	£	20	7
§	35.773	}		{ §	4.227	§	227	4
£	1.833	£	73	P	9.800	—	—	12
Ffr.	102.409	Ffr.	4.096	P	4.300	—	—	12
£	6.284	£	283	P	37.600	—	—	12
§	19.119	P	7.916	P	39.600	§	881	10
§	5.168	§	562	§	2.800	§	832	10
§	8.174	§	973	§	5.800	§	1.826	12
£	1.065	£	113	P	17.200	£	185	11
£	853	£	80	P	10.000	£	147	9
§	1.492	§	122	§	487	§	8	8
£	98	£	8	£	28	£	2	7

Effektengattung	Amortisationsfrist	Nominalwert (in Tausenden)	Auf Grund des Emissions- kursos ein- flossen (in Tausenden)	Um- (in Tau- Pengo
Transport			<i>Nachkriegs - Titres P 11.235</i>	
7½%-os Belvárosi Takarékpénztár	35	£ 600	£ 591	11.600
7%-os Belvárosi Takarékpénztár	25	§ 1.750	§ 1.568	9.423
7%-os Belvárosi Takarékpénztár	35	P 1.000	P 910	982
7½%-os Belvárosi Takarékpénztár	35	£ 33	£ 30	640
*7%-os Belvárosi Takarékpénztár	35	§ 384	§ 365	2.018
7½%-os Községi Takarékpénztár	45	£ 500	£ 483	9.600
*7½%-os Községi Takarékpénztár	45	£ 118	£ 100	2.200
7½%-os Községi Takarékpénztár	35	Sfr. 1.830	Sfr. 1.700	2.019
7½%-os European Mortgage	40	§ 7.348	§ 7.100	29.000
7%-os European Mortgage	40	§ 13.000	§ 12.600	59.700
*7%-os Hitelbank	35	§ 2.300	§ 2.100	29.150
*7½%-os Hitelbank	35	§ 3.100	§ 2.800	
7½%-os Magyar Általános Takarékpénztár	35	£ 750	£ 731	14.100
*7½%-os Magyar Általános Takarékpénztár	35	§ 1.900	§ 1.824	10.191
7%-os Leszámitolóbank	35	§ 3.400	§ 3.247	18.941
*7½%-os Leszámitolóbank	35	§ 3.260	§ 3.130	19.007
*7½%-os Olasz Bank	35	§ 980	§ 931	22.019
*7½%-os Olasz Bank	35	§ 1.200	§ 1.140	
7½%-os Olasz Bank	33	§ 2.000	§ 1.940	
7½%-os Olasz Bank	35	§ 2.700	§ 2.666	13.322
7½%-os Olasz Bank	5	§ 1.000	§ 1.005	3.694
*7½%-os Olasz Bank	35	£ 32	£ 30	600
*7%-os Olasz Bank	35	£ 68	£ 66	1.300
7½%-os Mektár	35	§ 1.500	§ 1.500	8.000
*7½%-os Mektár	35	§ 2.416	§ 2.320	12.300
Transport			<i>Nachkriegs - Titres P 291.932</i>	

* Non nulli in Italia habentur. 2. Titres P 291.932

lauf senden) Originalwert	Annuität (in Tausenden) in fremder Währung		Zurückgezahlt bis 31/XII. 1931. (in Tausenden)		Gezahlt wurden Halbjahre
			zusammen	hievon auf Kapitalstilgung	
£ 597	£ 49	£ 259	£ 3	10½	
\$ 1.646	\$ 178	\$ 484	\$ 104	7	
—	P 70	P 280	P 18	8	
£ 33	£ 3	£ 14	—	10½	
\$ 352	—	\$ 138	\$ 32	—	
£ 497	£ 39	£ 96	£ 3	5	
£ 114	£ 9	£ 22	£ 4	5	
Sfr. 1.830	Sfr. 147	Sfr. 73	—	1	
\$ 5.061	\$ 583	\$ 5.200	\$ 2.287	11	
\$ 10.436	\$ 1.000	\$ 6.100	\$ 2.564	8	
\$ 2.180	\$ 168	\$ 800	\$ 120	9	
\$ 2.925	\$ 238	\$ 1.100	\$ 175	9	
£ 731	£ 55	£ 219	£ 19	8	
\$ 1.780	\$ 140	\$ 700	\$ 120	10	
\$ 3.309	\$ 262	\$ 917	\$ 91	7	
\$ 3.168	\$ 258	\$ 1.420	\$ 92	11	
\$ 885	\$ 69	\$ 300	\$ 95	9	
\$ 1.092	\$ 90	\$ 400	\$ 108	9	
\$ 1.974	\$ 163	\$ 326	\$ 26	4	
\$ 2.327	\$ 192	\$ 672	\$ 373	7	
\$ 647	\$ 247	\$ 763	\$ 353	10	
£ 30	£ 2	£ 12	£ 2	10	
£ 66	£ 5	£ 21	£ 2	9	
\$ 1.406	\$ 124	\$ 600	\$ 94	10	
\$ 2.147	\$ 199	\$ 900	\$ 269	9	

Effektengattung	Amortisationsfrist	Nominalwert (in Tausenden)	Auf Grund des Emissions- kurses einge- flossen (in Tausenden)	Um- (in Tau- Pengö)
Transport			<i>Nachkriegs-Titres P 291.092</i>	
*7½%-os Mektár . . .	35	£ 167	£ 167	3.200
7%-os Hazai Takarékp.	20	Sfr. 15.000	Sfr. 14.700	16.151
*7½%-os Hazai Takp. .	35	§ 3.600	§ 3.456	19.537
*7%-os Keresk. Bank .	35	§ 4.300	§ 4.128	23.600
*7½%-os Keresk. Bank	35	§ 800	§ 784	4.300
7%-os Keresk. Bank .	20	Sfr. 15.000	Sfr. 14.700	16.000
6½%-os Keresk. Bank	40	£ 310	£ 291	5.400
*7%-os Keresk. Bank .	25	£ 50	£ 48	900
Jelzáloghitelbank . . .	25	—	—	13.690
Egyéb tételek	—	Sfr. 11.800	Sfr. 10.800	12.600
<i>Pfandbriefe und Kommunaldarlehen der Banken insgesamt :</i>			<i>Nachkriegs-Titres P 392.780</i>	
<i>Pfandbriefe der altruistischen Anstalten :</i>			<i>Vorkriegs-Titres P 13.690</i>	
7%-os Kisbirtokosok .	35	§ 2.000	§ 1.840	9.907
*7½%-os Kisbirtokosok	35	§ 380	§ 350	2.100
*7%-os Kisbirtokosok .	35	§ 2.480	§ 2.282	12.800
7½%-os Magyar Földhitelintézet	35	£ 2.000	£ 1.860	36.100
7½%-os Magyar Földhitelintézet	45	£ 1.000	£ 930	15.300
7½%-os Magyar Földhitelintézet	35	§ 3.000	§ 2.850	16.100
7½%-os Magyar Földhitelintézet	33½	§ 3.000	§ 3.000	16.400
7½%-os Altruista Bank	35	§ 500	§ 465	2.772
7%-os O. K. H.	10	§ 3.000	§ 2.955	17.100
<i>Pf.-briefe der altruistischen Anstalten insgesamt :</i>				<i>P 128.572</i>
<i>Industriedarlehen und sonstige Schulden :</i>				
7%-os Ipari Jelz. Int.	20	§ 5.000	§ 4.737	25.200
7%-os Rima	30	§ 3.000	§ 2.640	15.901
4½%-os M. Á. K. . . .	41	—	—	4.143
7½%-os Goldberger . .	20	£ 300	£ 288	4.900
Transport			<i>Vorkriegs-Titres P 4.143</i>	
			<i>Nachkriegs-Titres P 46.001</i>	

* Nur mit inländischen Zahlungsstellen versicherte Titres.

lauf senden) Originalwert		Annuität (in Tausenden) in fremder Währung		Zurückgezahlt bis 31/XII. 1931. (in Tausenden)		Gezahlt wurden Halbjahre		
				zusammen	hievon auf Kapitalstilgung			
£	164	£	14	£	35	£	3	5
Sfr.	14.640	Sfr.	1.403	Sfr.	1.403	Sfr.	360	2
₯	3.417	₯	280	₯	1.500	₯	183	11
₯	4.127	₯	319	₯	1.400	₯	173	9
₯	754	₯	62	₯	342	₯	46	11
Sfr.	14.387	Sfr.	1.400	Sfr.	1.400	Sfr.	613	2
£	278	£	21	£	53	£	32	5
£	45	£	4	£	17	£	5	9
Ffr.	62.000	Ffr.	3.400	Ffr.	27.200	—	—	16
Sfr.	11.100	Sfr.	800	Sfr.	2.400	Sfr.	700	6
₯	1.722	₯	151	₯	450	₯	278	6
₯	369	₯	24	₯	130	₯	11	7
₯	2.337	₯	193	₯	579	₯	243	6
£	1.866	£	165	£	784	£	134	8
£	790	£	78	£	288	£	210	2
₯	2.815	₯	247	₯	1.361	₯	185	11
₯	2.857	₯	246	₯	984	₯	143	8
₯	485	₯	42	₯	208	₯	15	10
₯	2.990	₯	210	₯	900	₯	10	9
₯	4.408	₯	472	₯	1.400	₯	592	6
₯	2.758	₯	242	₯	1.693	₯	242	14
Sfr.	4.145	P	561	Sfr.	4.200	—	—	15
£	254	£	29	£	100	£	46	7

Effektengattung	Amortisationsfrist	Nominalwert (in Tausenden)	Auf Grund des Emissions- kurses ein- geflossen (in Tausenden)	Um- (in Tau- Pengő
Transport			<i>Nachkriegs-Titres P 46.001</i> <i>Vorkriegs-Titres P 4.113</i>	
*8%-os Stephaneum . . .	20	£ 40	£ 34	697
8%-os Löversenypálya- építő	—	\$ 385	\$ 346	1.941
Egyéb tételek	—	P 23.400	P 23.000	kb. 22.400
<i>Industriedarlehen und son- tige Schulden insgesamt :</i>			<i>Nachkriegs-Titres P 71.039</i> <i>Vorkriegs-Titres P 4.143</i>	
<i>Kirchendarlehen :</i>				
7%-os Prot. kölcsön . .	35	\$ 1.250	\$ 1.250	7.100
8%-os Izr. Hitközség .	35	£ 200	£ 200	3.800
8%-os Premontrei Rend	35	Hfr. 1.600	Hfr. 1.512	3.500
7%-os Premontrei Rend	35	Hfr. 600	Hfr. 564	1.200
7%-os Kath. Vallásalap	35	Hfr. 2.840	Hfr. 2.755	6.300
8%-os Orsolya Nővérek	35	Hfr. 200	Hfr. 198	500
8%-os Isteni Megváltó	25	Hfr. 900	Hfr. 887	2.000
8%-os Békéscsabai Kath.	35	Hfr. 650	Hfr. 637	1.500
8%-os Kisebb Egyh. k.	35	Hfr. 1.260	Hfr. 1.160	2.700
7½%-os Jezsuiták k. .	—	Hfr. 200	Hfr. 180	400
7½%-os Jezsuiták k. .	—	Hfr. 120	Hfr. 110	300
<i>Kirchendarlehen zusammen :</i>				<i>P 29.300</i>
<i>Langfristige Nachkriegsemissionen nach Währung der Gläubigerstaaten gegliedert.</i>				
	\$	55 %		
	£ †	34 %		
	Sfres.	5.2%		
	Lit.	2.6%		
	Hfl.	1.9%		
	Kc.	0.9%		
	Svk.	0.4%		
		100 %		

† Aranyparitás — Goldparität.

lauf senden) Originalwert	Annuität (in Tausenden) in fremder Währung	Zurückgezahlt bis 31/XII. 1931. (in Tausenden)		Gezahlt wurden Halbjahre
		zusammen	hievon auf Kapitalstilgung	
£ 36	£ 4	£ 17	£ 4	9
§ 339	§ 33	§ 264	§ 46	16
P 23.000	P 1.300	P 3.900	P 1.000	6
§ 1.237	§ 97	§ 291	§ 13	7
£ 200	£ 18	£ 70	—	8
Hfr. 1.548	Hfr. 140	Hfr. 800	Hfr. 52	11
Hfr. 600	Hfr. 53	Hfr. 200	—	6
Hfr. 2.744	Hfr. 221	Hfr. 1.000	Hfr. 56	9
Hfr. 200	Hfr. 19	Hfr. 100	—	6
Hfr. 900	Hfr. 92	Hfr. 200	—	5
Hfr. 650	Hfr. 54	Hfr. 100	—	5
Hfr. 1.160	Hfr. 90	Hfr. 600	Hfr. 100	7
Hfr. 185	Hfr. 15	Hfr. 68	Hfr. 15	9
Hfr. 111	Hfr. 9	Hfr. 36	Hfr. 9	8

Zusammenstellung über Ungarns

(Per 31. Dezember

Nominalwert	Auf Grund des Emissionskurses ist eingetlossen		Umlauf am 31. Dezember 1931		
<i>1. Original-Emissionen nach dem Kriege :</i>					
§	145.924	§	135.783	§	131.774
£	19.176	£	17.239	£	16.554
Sfr.	84.730	Sfr.	75.848	Sfr.	76.282
Hfl.	13.370	Hfl.	12.242	Hfl.	12.087
Lit.	170.000	Lit.	139.600	Lit.	126.911
Svk.	4.585	Svk.	3.900	Svk.	3.590
Kc.	83.620	Kc.	69.200	Kc.	64.949
P	1.000	P	910	P	982
P	1,548.899	P	1,421.115	P	1,223.515
<i>2. Aufwertungslasten aus der Vorkriegszeit :</i>					
				Ffrs.	399.525
				§	161.723
				Sfr.	138.920
				Lit.	9.446
				£	8.903
				Bfr.	21.306
				RM	2.691
				P	1,324.106
<i>3. Nicht geschlossene, auf fremde Währung lautende Nachkriegsemissionen:</i>					
				§	25.429
				£	517
				P	157.265

langfristige Auslandsschulden.

1931. in Tausenden.)

Jährliche Annuitätslast		Gesamter Anleihendienst seit Kontrahierung der Völkerbund-Anleihe (1924)		Hieron auf Kapitalstiltung	
§	7.395	§	38.624	§	14.150
£	1.498	£	1.970	£	2.622
Sfr.	5.962	Sfr.	2.876	Sfr.	8.448
Hfl.	1.097	Hfl.	2.500	Hfl.	1.283
Lit.	16.448	P	358.900	Lit.	43.089
Svk.	460	—	—	Svk.	995
Ke.	8.396	—	—	Ke.	18.671
P	22.453	—	—	P	18
<i>P</i>	<i>111.386</i>	<i>P</i>	<i>643.907</i>	<i>P</i>	<i>183.212</i>
Ffrs.	18.916	Ffrs.	113.206	P	8.481
§	3.614	§	20.240	§	855
Sfr.	3.816	Sfr.	19.200	Sfr.	14.767
Lit.	2.100	Lit.	10.500	Lit.	4.342
£	856	P	51.700	—	—
Bfr.	1.278	Bfr.	5.300	—	—
P	561	—	—	BM	1.262
<i>P</i>	<i>43.790</i>	<i>P</i>	<i>220.604</i>	<i>P</i>	<i>19.700</i>
§	1.831				
£	42				
<i>P</i>	<i>11.322</i>				

A tények és jóslatok ellenére megelőző óvintézkedés nem történt és a tőkés közönséget a magas kamat továbbra is újabb kölcsönök folyósítására készítette. Számos tudományos tanulmányban és előadáson többször hangsúlyozták azt, hogy Magyarország a területi megcsonkítás folytán nem képes egészséges külkereskedelmi viszonyok közé kerülni, ez azonban ugyancsak nem keltett oly érdeklődést, amely az orvoslás valamilyen módját vonta volna maga után. Ez annál meglepőbb, mert a múltban több gyakorlati példa támasztotta alá azt a feltevést, hogy a rossz kereskedelmi mérleg nemcsak az adós állam elszegényedését hozza magával, nemcsak arany- és fogyasztási árukészletét emészti fel, de a külföldi hitelezők követeléseit is veszélybe dönti.

A kölcsönkérdés megoldása túlegyszerű lenne, ha egyedül a külföldi fizetőeszközökre életbeléptetett korlátozások érvényben tartására irányuló mérték szigorának szabályozásából állana. A főnehézség abban áll, hogy ha a hitelezők az egyedül tőlük elérhető engedményeket érvelésünk hatására el is határozzák, az új rendszer addig még mindig nem lehet hatályos, míg kívülálló tényezők nem teremtenek Magyarország számára oly külkereskedelmi viszonyokat, ami mellett az ország a leszállított adósságszolgálatot elláthatja. Ez a felismerés a magyar gazdasági élet egyes gyakorlati szakértőiben azt a nézetet érlelte meg, hogy a külföldi adósságrendezés ügyének felvetése céltalan, mert pillanatnyilag kézzelfogható fedezetet nem bírunk felajánlani. Fizetési mérlegünk nem mutat fel megfelelő felesleget, — alkudni pedig csak ott lehet, ahol az adós, ha csekély összeget is, de mégis azonnali fizetést ajánl és ígéretét kézzelfogható bizonyítékokkal támasztja alá.

Mindenképpen tiszteletreméltó ez az álláspont, de talán nem lényegtelen az a felfogás sem, hogy az adósságrendezés nem csupán a fizetési mérleg feleslegének ügye, hanem e kölcsönök terhes feltételei folytán belső kihatások is jelentkeznek, amelyek fontossága bizonyos irányban a külföldi hitelezők érdekeivel egyenrangú is lehet. A stressai megbeszélések elismerik, hogy az állam, közületek és magánosok eredeti kölcsönszerződéseivel elviselhetetlenné váltak, azokon enyhíteni kell. Ha tehát az átutalási moratórium mai alakját érvényben tartják, a kérdés belső vonatkozása még rendezetlen marad. Az ebből származó veszély ismételt hangsúlyozása felesleges is lenne.

Amennyiben a hitelezői érdekek teljes fokú megóvása helyett a belső adósok kívánságainak érvényesülésére, az egyoldalú intézkedésre kerülne sor, úgy viszont a kötvénytulajdonosokkal lenne elkerülhetetlen az összeütközés.

A rendezéssel foglalkozó tárgyalások akkor is sürgősek, ha a kézzelfogható bizonyítékkal alátámasztott készpénzgyeségi ajánlat lehetősége hiányzik. Az ország pillanatnyi devizahelyzetéből folyóan még nyersanyagszükségletét is csak clearing és árucserre-módozatok útján bírja fedezni.

A megegyezés szerkezetének elvileg olyképpen kellene alakulnia, hogy a csökkentett évi részletek (beleértve a jelenleg névleg még rövidlejáratú kölcsönök kamat- és tőketörlesztési szolgálatát is) számára az átutalási moratórium mindaddig érvényben marad, amíg csak a külföldi áruforgalom a Békeszerződés megváltoztatása és az áruárak javítása eszközénél fogva nem képes a kölcsönszolgálathoz szükséges külföldi pénzkészlet előteremtésére. E módon talán a hitelezői csoportok személyében értékes segítőtársat is nyerhetne az ország a Békeszerződés területi rendelkezéseinek megváltoztatása iránt pillanatnyilag különben is megértőbb nemzetközi közhangulat mielőbbi eredményes befolyásolásához. Amíg csak a fizetési mérleg kellő fedezetéről külön egyezmények segítségével a kereskedelmi mérleg megjavítása útján gondoskodni nem bíránk, a küladósságok tárgyában elért engedményeket olyan módon lehetne a valóságba átültetni, hogy annak hasznát élvezze ugyan a magyar adós, a kötvénybirtokos azonban átmeneti időre ne készpénzhez, hanem más kiegyenlítő eszközhöz jusson.

Az elegendő fizetési mérlegtöbblet eléréséig érvényben maradna az átutalási moratórium, mégis azzal a módosítással, hogy az állami és egyéb közületi adósságtételeknél az adós tétel az esedékes kamat- és tőketörlesztés fejében új tőkésítő (funding) kötvényt adna át a hitelezőnek,⁴⁰ míg az oly tételeknél, ahol a kötvény által fizetést ígérő személye nem azonos a tulajdonképpeni adóssal, ott a csökkentett szolgálati összeg belföldi pénzben az állampénztárba folya be és a kincstár ugyancsak saját nevére szóló tőkésítő címetet adna át a kötvénybirtokosnak az esedékes szelvény egyidejű bevonása mellett, hasonlóan a Brazília által meghonosított gyakorlathoz.

Érdemes itt kitérni arra, hogy a Külföldi Hitelezők Alapja jelenleg kezelt tőkéjére vonatkozóan még Korányi Frigyes n'y. pénzügyminiszter azt az ajánlatot tette a Népszövetség pénzügyi bizottságának, hogy az államháztartási kiadási többlet fedezése céljára ezt a tőkét több évre szóló kincstári jegyek ellenében kölcsönvehesse. 1933 januárjában a Népszövetség ehhez hozzá is járult.

⁴⁰ Budapest székesfőváros 1933. év elején az u. n. „Ostendoi Kötvények” tárgyában már hasonló szellemű megállapodásra jutott külföldi hitelezőivel.

XII.

A miniszterelnök és a pénzügyminiszter több nyilatkozatában kifejezte már, hogy a rendezést célzó külföldi tárgyalások meg fognak indulni, illetve azok folyamatban vannak. Maga a Nemzeti Munkaterv is határozott állásfoglalást tartalmaz ebben az irányban.

A Magyarország különleges helyzetéről közölt adatok nemcsak azt követelik meg, hogy a rendezés a kereskedelmi mérleg elméletileg elképzelhető legkedvezőbb alakulását, évi Ivb. 60—80 millió pengő kiviteli többlet kimunkálását tegye mindenekelőtt lehetővé, hanem oly természetű engedményeket igényel gazdaságunk, amelyek mértéke messze meghaladja a fentebb részletesen ismertetett, gyakorlatban már megvalósult, vagy csak ajánlat állapotáig megérett módozatokat.

Alapul véve a jelenlegi magyar külkereskedelmi, pénzügyi és érmeügyi adottságokat, az a megállapítás vonható le, hogy nagyjából véve, a mai körülmények a háború befejezését közvetlenül követett évek viszonyainál nemcsak hogy nem kedvezőbbek, de bizonyos fokig hátrányosabbak is. A háború utáni bizonytalan első időkével, az értékrombolást követően fellépett termelési és fogyasztási válság korszakával nagyon sok, a maival megegyező tünet figyelhető meg gazdaságunk helyzetében.

A kötvényhitelezők szemszögéből nézve is a beállott eseményeket, az azonos helyzet kiviláglík abból, hogy maga az átutalási moratórium a külföldi kötvénytulajdonos számára azzal a gyakorlati következménnyel jár, mint amit a háború alatt a hadiállapot folytán az ellenséges államokbeli kötvényhitelezőink beváltatlanul maradt szelvényei idéztek elő.

Ez a felismerés maga után vonja azt a kívánalmat, hogy ma is a 12—13 év előtti módszereket kell a kölcsönkérdés megoldásánál alkalmazni. Annakidején a Békeszerződés miatt beállott területi és államháztartási megrázkódtatások következménye már előrevetette árnyékát abban, hogy e vesztes államok pénzegysége a bankóprés várható, vagy már bekövetkezett igénybevétele folytán elvesztette állandóságát és kézenfekvőbb volt az eredeti kölcsönszerződések teljesítése elé hátruló akadályok mibenléte.

Ezzel ellentétben a jelen esetben a jobbra az ezekben az időkben szerzett érmeügyi tanulságok szem előtt tartásának hála, a túladósodott államok több-kevesebb sikerrel belső viszonylatban fenn bírják tartani az értékmérő állandóságát, Nein vitás azonban, hogy amennyiben a hitelezői alakulatok megfelelő engedményekre nem hajlanak, sőt erőszakkal ragaszkodnak a vállalt kötelezettségek betartásához, úgy könnyen beállhat ugyanaz, ami az elmúlt évtized első felében a vesztes államok legfőbbjében lejátszódott.

Szerencsére nemcsak az adós részéről veszik már tudomásul, hogy eme megismétlődés nem szolgálná a hitelezői érdeket sem.

A válság méretének és jellegének ebből az azonosságból következik, hogy a kölcsönszerződések rendezésénél a volt Osztrák-Magyar Monarchia, illetve a Török Császárság háború előtti külföldi adósságainak rendezésénél követett elveket kellene alapul elfogadtatni.

Az említett háború előtti külföldi államadósságok rendezésének közös jellemvonása, hogy a hitelezők a fennállott tőkeadósságból engedményt nyújtottak, illetve a kamatlábat jelentékeny arányban leszállították. Mellékesen mindjárt meg kell jegyezni, hogy amennyiben a gyakorlati lebonyolítás módjával azonosítani kívánná is magát Magyarország, ez még nem jelenti azt, mintha a hivatkozott államadósságok Békeszerződésből folyott felosztási tervének igazságosságába belenyugodhatna. Ellenkezőleg, ha a Békeszerződések igazságtalan rendelkezéseit világos példával kellene igazolni, először éppen a csonka, országra hárított háborúelőtti kölcsöntéher jöhetne e tárgyban számításba.

A magyar államadósságokat illetően a Békeszerződés 180. §-ának első szakasz δ . bekezdése kimondta: „az Utódállamokra háramló magyar adósságrész az adósságot átvállaló állam pénznemére fog szólni, ha az eredeti kötvényösszeg' osztrák vagy magyar papírpénzre szól. Az átszámításra az az árfolyam irányadó, amelyen az illető állam először cserélte be a magyar pénzt saját bankjegyre”.

Ez tehát azt jelenti, hogy a 100 koronára szóló kötvényeket 25 dinár, illetve 50 lei névértékű új értékeléssel kellett el látni (a dinár átszámítási kulcsa 4:1, a leié 2:1 volt).

Miután a jóvátételi bizottság irányítása mellett felosztották az utódállamok között a háborúelőtti államadósságokat, 1923-ban tartották meg Innsbruckban azt a tárgyalást, amely többek között meghatározta a 4% magyar aranyjárdék, a 4% magyar járdék, a 4.5% 1913. évi magyar járdék és a 4.5% törlesztéses magyar járdék után jövőben fizetendő kamat mértékét, illetve az 1919—1924. évben beváltatlanul maradt szelvények felértékelési arányát.

A 4% magyar aranyjárdék újonnan megállapított kamatlába 1.28% lett, azaz az eredetinek 32%-a. Egyidejűen az adósság járdék-jellegét törlesztéses kölcsönre változtatták oly módon, hogy a tőketörlesztés az egyezmény életbelépte után körülbelül 30 évvel indul meg.

A 4% 1910. évi magyar járdék kamatozását ugyancsak 1923. júniusban szabályozta az innsbrucki egyezmény. Ez az adósságrész is törlesztéses kölcsönre alakult át, 4%-os kamata pedig 1.12%, azaz a régiek 28%-ára hanyatlott.

A 4.5% 1913. évi magyar járdék szintén törlesztéses kölcsönre változott, új kamatlába pedig 1.215% lett, az eredetinek 27%-a.

Végül a 4.5% 60 éves törlesztéses magyar járdék lejáratí ideje: bat évvel meghosszabbították, kamatozását pedig 1.215%-ban, az eredeti 27%-ában határozták meg.

A tárgyalások határozata értelmében a szóbanforgó államadóssági címletek kötvénybirtokosai számára külön képviselő alakult,

amelynek neve Caisse Commune des Porteurs Étrangers des Dettes Publiques Autrichienne et Hongroise d'avant Guerre, Paris lett. A „szerv a kötvénytulajdonosok összességét képviseli az adós utódállamokkal szemben. Vezetőségében helyet foglalnak az érdekelt angol, belga, francia, holland, olasz és svájci kiküldöttek. Az intézmény az adós államokkal szemben önálló jogi személyként képviseli a kötvénybirtokosokat. Innen ered a felértékelt háborúelőtti államadósságok Caisse Commune Értékek” gyűjtőneve is.

Az innsbrucki egyezmény az enyhítéseket azzal a feltétellel adta meg, hogy amennyiben a jövőben az adós állam helyzete javulna, a felértékelési kulcsot megfelelően emelni fogja. 1930-ban ennek megfelelően bizonyos fokú, évenként emelkedő kamatozást feltételező pót-tervet készítettek. Ezt az egyezményt Magyarország képviselője nem írta alá — és mint a következmények igazolták, nemcsak hogy javulás nem állott be az adós államokban, de még a háború utáni kölcsönök törlesztésére sincs elég fedezet.

Még a Caisse Commune engedményeknél is nagyobb-ít r anyu előzékenységet tapasztaltak a francia kötvény védő egyesület (Association Nationale des Porteurs Français de Valeurs Mobilières, Paris) részéről azok a magyar pénzügyi intézetek, amelyek a háborúelőtti időkben kibocsátott mezőgazdasági zálogleveleiket részben Franciaországban hozták piacra.

Irányadó példa gyanánt értékesebb tanulságokkal szolgál a háborúelőtti török adósságok rendezése. Ez a rendezés a Caisse Commune engedményeknél előnyösebb feltételeket nyújt az adós állam számára, főleg amiatt, mert míg a C. C. Egyezményt idestova már 10 évvel ezelőtt írták alá, addig a Dettes Ottomane-rendezés — szigorúan az alakíságot tekintve — még most sem jött létre és így a legújabb események tapasztalatainak felhasználására bőven jutott idő.

A török egyezmény (Dettes Ottomane) a C. C.-hez hasonló eljárással eredetileg arra kötelezte Törökországot, hogy a régi császárságra jutó 84.6 millió angol fontsterlingből 52 milliót (62%) vállaljon magára. A Békeszerződés aláírása óta folyt tárgyalások berekesztéseként 1928-ban jött létre a megegyezés, amelynek értelmében a török kincstár kötelezte magát, hogy 1936-ig évi 2 millió török fontot fizet, amelynek évi mértéke fokozatosan 3.4 millió fontra emelkedett volna a végleges kiegyenlítésig.

1930-ban, amikor Törökország látta, hogy a hátrányos egyességért cserébe kilátásba helyezett új külföldi kölcsönt nem kapja meg, bejelentette, hogy pénzügyi és külkereskedelmi okokból a vállalt évi résztörlesztésnek csak egyharmadát bírja átutalni. Az akkor megindult új alkudozás csak 1932 végén fejeződött be. Átala Törökország oly egyezményhez jutott, amely a mai, sokak szerint a válság mélypontján levő világgazdasági viszonyokhoz mért adósságenyhítést állandósított számára, Az eredetileg 52 millió fontra leszállított tőketartozást a hitelezők 8 millió aranyfontra mérsékeltek, úgyhogy a háborúelőtti 408 márka névértékű címleteket 35 márkás

új, 7.5%-os kötvényre cserélik át. Törökország évente 700 ezer török aranyfontot fizet (az 1928-ban megállapított összegnek mintegy 30%-a) és ez a kölcsönszolgálati tétel nem növekszik. Az új kötvények törlesztési ideje 50 év lett.⁴¹

A török egyezmény létrejövetelére befolyást gyakorolt okok között nemcsak az állhatatosan kitartó adós és a mindinkább kifáradó hitelező közötti, lélektani alapon nyugvó súlyviszony különben is erősen vitatható hatása játszott szerepet, hanem a hitelező érdekeltek józan számítása is.

Magyarországnak minden reménye meglehet, hogy ez az érzelmi szempontoktól független jövedelmezőségi számítás a magyar küladósságnál és engedmények nyújtására sarkallja majd a hitelezőket. A hitelezők szívesebben hajlanak a jól megalapozott egységre, mint arra, hogy a szerződésszegés esetére érvényesíthető zálogjogukkal éljenek. Jobbnak tartják a megfelelő biztosítékokkal erősített alacsonyabb évi kamat- és tőkeszolgáltatást, mint azt, hogy zálogjoguk érvényesítése útján természetben szállítsák ki az országból az adós földbirtokok lefoglalt termését, vagy saját maguk kezeljék a fedezetül lekötött vagyontárgyakat stb. Már csak azért sem tarthatnák az ilyen megoldást célravezetőnek, mert voltaképpen erőszakos és az adós számára hátrányosabb módon ugyanazt valószínűsítanák meg, mint amit az adós felajánlott: a hitelező állam árut fogadjon el fizetés fejében.

Az egység létrejövetele nem vitás azért sem, mert a kötvényvédő szervezetek is tudják, hogy az állandósult alacsony árfolyamok láttán a keresetre és a biztonságra felépített számvetések mellett előbb-utóbb bekövetkezhet az is, hogy előnyös feltételekkel valamely külföldi tőkecsoport hajlandó a kötvények nyíltpiaci maradéktalan felvásárlására. Ennél a hitelműveletnél a végleges lebonyolódás hosszúlejáratú voltaHisztában levő vállalkozói csoportot az a feltételezés vezetheti[^] hogy az alacsony árfolyamon álló kötvények vásárlására fordított tőkéje biztosítottnak minősíthető és ezért egyben alacsonyabb kamatlábbal elégedne meg. Az adós szempontjából ez[^]a, fordulat egyértelmű a kétoldalú, előnyös rendezéssel; a másik oldalon viszont egyedül az eredeti kötvénybirtokos járna rosszul, hiszen éppen a teherfeltételek enyhülése folytán jobb megítélésű követelését akkor engedi át a közbeékelődő harmadik félnek, amikor a rendezés ténye folytán önműködően az árfolyam javulása következne be.

⁴¹ Voltaképpen ebbe a csoportba tartozhatnának azok az engedmények is, amelyeket Anglia és Franciaország az USA-val szemben fennálló hadiadósságaik tárgyában 6—8 évvel ezelőtt értek el, amikor is jelentős tőke-, illetve kamatmérsékléshez jutottak. Mégsem lett volna teljesen helyénvaló ennek az itteni szerepeltetése, mert a hadiadósságoknál hitelezőként az egyik állam kormánya, az államkincstár érvényesítési jogait, míg a kötvényesített köz- és magánadósságoknál a címletulajdonosok (magánosok) összessége jelentkezik igényeivel.

A hitelezők kamatleszállító készségének feltételezésénél az is számba jöhet, hogy a Külföldi Hitelezők Alapja által kezelt átutalatlan összegek után átlagban a magyar betéti kamat színvonalán mozgó késedelmi kamatot fogad el a külföldi hitelezők megbízottja. Ez a késedelmi kamat nemcsak az átutalatlan szelvényösszegekre érvényes, hanem a kisorsolt, de természetesen be nem váltott címletekre is, amely más szóval azt jelenti, hogy ámbár az illető címleteket még nem vonták be a forgalomból, a sorsolás ténye miatt a tényleges beváltás idejének elérkeztéig a kötvénytulajdonos elvileg a névérték után járó eredeti kamatnál lényegesen alacsonyabb jövedelmezőséghez fog jutni.

A Külföldi Hitelezők Alapja által nyújtott alacsonyabb kamatozást az Alap kezelésénél ellenőrző tisztséget betöltő külföldi képviselő hozzájárulásával határozták meg. Ezenfelül az sem lényegtelen, hogy amikor az átutalási moratóriumrendelet szövegét előzetesen bemutatták a nagyobb hitelező államok kormányának, azok a részben esedékessé váló sorsolások megtartása ellen nem tiltakoztak, holott a görög átutalási moratórium esetében a már végrehajtott, de külföldi fizetőszközben nem hatályosított sorsolásokat a görög kormány külön hirdetmény útján annyiban érvénytelenítette, hogy „a kisorsolt címletek mindaddig, míg a devizahelyzet nem javul, ugyanazon jogokat élvezik fedezet és kamat tekintetében, mint a kisorsolatlanok.”⁴²

Ez már úgy is magyarázható, hogy a kamatleszállítás szükségét hitelezői oldalról is elismerik, még pedig nem csupán az előállott kényszerhelyzetből folyó elkerülhetetlen teendő gyanánt, hanem azért is, mert mind többen látják be, hogy az eredeti kamatláb szokatlanul magas színvonala éppen a várható kockázatért nyújtott kárpótlást. Minthogy a feltételezett veszély — az adós önhibáján kívül beállott fizetési késedelme — gyakorlatban megvalósult, a kötvénybirtokosnak engedményt kell nyújtania, tekintet nélkül arra, vajjon az eltelt idő alatt élvezett kamattöbblet ellensúlyozza-e a jövőbeni veszteségeket.

A *The Economist*, amely megbecsülhetetlen szolgálatokat tett a magyar kölcsönök rendezésének előkészítése érdekében, 1932. nov. 19-i számának tőzsdei részében erre nézve a következő megállapítást teszi: „Az olyan kötvénytulajdonos, aki a nyolcféle népszövetségi kölcsön mindegyikéből 10—10 ezer font sterlingért jegyzett címleteket, az összes befekteti 80 ezer fontért a mai tőzsdei árfolyamok alapján 42.000 font sterlinget kapna. Tiszta vesztesége 38 ezer font, azaz 47.5%. Ez az

⁴² A *New-York Times* 1932. október 21-i számában közzétett görög kormánynyilatkozat: „...As no date can yet be fixed for their (The Drawn Bonds) actual repayment, the Bonds will meanwhile be entitled to the same rights as the undrawn Bonds as regards security and interest”.

elméletileg feltételezett tőkés mindaddig, míg idén a kötvényadósok tömeges késedelembe esése nem állott ne, nagyon jó jövedelemhez jutott; kamat fejében 36.000 fontot vett be az eltelt idő alatt. A népszövegségi kölcsön vásárlója kockázatot vállalt magára és ha az események másként alakulnak, jó haszonnal járt volna ránézve ezeknek az inkább tőzsdei játékpapír-jellegű kötvényeknek megszerzése. A gazdasági válság azonban megérkezett és a kockázat, amely a magas kamatban testesült meg, élő valóság lett.”

Pusztán a tőkebefektető fél egyéni szempontjából véve, a magas kamat és a kockázat közötti összefüggés elismerése a magyar törekvéseket elegendő mértékben támasztja alá. Mégsem érdektelen e helyütt arra is rámutatni, hogy Magyarországon a 12 pengős búzaárát az adós termelőnél 8%-os hosszúlejáratú kölcsön terheli, ugyanekkor Franciaországban a 25 pengős (100 frank) „alacsony búzaár” (tavaly még kb. 200 frank) mellett a mezőgazdasági kölcsön kamatlába 3—3.5%. Ez a terhelési és jövedelmezőségi arány között fennálló különbség mondhatni mindegyik külföldi kölcsönt igénybevett magyar adóscsoportra vonatkoztatható kisebb-nagyobb eltéréssel.

XIII.

Visszatérve a hitelezőknek a magyar nehézségek csaknem egyöntetű felismeréséről elmondottakra, sajnálatos módon tapasztalható, hogy idehaza, egyes jelek szerint, az adósérdekeltségek között nincs meg a kellő egyetértés a követendő ut tekintetében. Csekély túlzással azt lehetne állítani, hogy nálunk a „szigorú hitelező” kevesebb bajt okozhat, mint az angolok által „szigorú adós”-nak elnevezett, az összefüggéseket félreismert adósok egyeteme.

A külföldi ajánlások és múltbani, további újabb példák számonvétele után a gyakorlati lebonyolítás lényeges alapelveire kerül sor, nevezetesen annak taglalására, vajjon célravezető lenne-e ez az úgynevezett „egyoldalú intézkedés”. A hitelező beleegyezése nélkül végrehajtandó teherenyhítésnek lennének-e előnyei, illetve vannak-e hátrányai; továbbá a belső kötvényhitelezők előnyösebb elbírálásban részesítendők-e. mint a külföldiek?

Ez a kérdés voltaképpen már eldőlt. A záloglevelek 7.2%-os, illetve 7%-os kamatozásának 5%-ra szóló csökkentése a jelenségek felületes szemlélőjében azt a benyomást keltezte, hogy Magyarország ezzel rátért az egyoldalú intézkedések útjára. A kamatsökkentést megokolt hivatalos nyilatkozatból, továbbá a Budapesti Hírlap 1932. nov. 3-iki számában megjelent magyarázó cikkből kitűnik azonban, hogy pusztán a mezőgazdasági adós helyzetének könnyítése érdekében kerestek módot arra, hogy a végleges külföldi intézkedésig feltételesen kevesebb kamatot fizessen az adós, mint amennyit szerződés szerűen magára vállalt. Egyidejűen gondoskodás

történt, hogy a közvetítést intézett hitelszervek — kibocsátó bankok — változatlanul az eredeti szerződéses kötelezettségnek megfelelő 7, illetve 7¹/₄%-os kamatot fizessék be a Külföldi Hitelezők Alapjába. Ilyenképpen a külföldi hitelezői jogok önhatalmú megcsonkítása nem következett be.

Korányi Frigyes pénzügyminiszter már az átutalási moratóriumrendelethez fűzött kísérő nyilatkozatában kifejezte, hogy „kívánatos lenne, ha az egyes országok nemzeti kötvényvédelmi egyesületet alapítanának és azokkal felvehetne Magyarország a tárgyalást a kérdés rendezése céljából”.

Nem Magyarországon múlt, hogy ez a felhívás külföldön nem mindenütt talált kellő visszhangra. Mindezek a körülmények azt igazolják, hogy a kormány egyoldalú intézkedések megtételére nem hajlandó. Ennek a bizonyosságnak, tudatában sem felesleges az egyoldalú intézkedéssel kapcsolatos körülmények külön taglalása. Természetük szerint két csoportba tartoznak a különféle adósérdekeltségek oldaláról származó egyoldalú intézkedés-tervek. I. A kamat- és tőketörlesztés pengőben történő fizetésének teljes beszüntetése, vagy annak csökkentett mértékben folytatandó fenntartása. II. Az egyenlő elbírálási elvre való tekintet nélkül az egyoldalúan csökkentett kamat és törlesztési részfizetésekből származó tőkét a belföldi kötvénytulajdonosok kamatigényének fedezésére fordítják, — a külföldi pedig semmit sem kapjon.

A túl nehéz helyzetbe került adós rendszerint elveszíti ítélőképességét. Csak erre vezethető vissza az az elég általános kívánság, hogy Magyarország a hitelezők megkérdezése nélkül, egyoldalúan járjon el. Azok, akik ezt a kívánságot hirdetik, kétségkívül nagyon népszerű feladat hirdetésére vállalkoztak és alátámasztja érvelésüket az a tény, hogy a bajba jutott adósállamokban mindenütt a politikai pártok hasonló elvek vallásával akarnak népszerűséget, illetve szerintük gazdasági fellendülést elérni.⁴³

A hitelezők megkérdezése nélküli lépés különben sem jelentene végleges rendezést, mert előbb-utóbb mégis csak egyetértésre kell jutni velük. Nem látszik kellőképpen alátámasztva az egyoldalú eljárás „hasznos és célravezető” volta

⁴³ A New-York Times 1932 aug. 29-i száma, „Moratorium Urged on Argentine Debts.” címmel írja: „Mindinkább nőnek annak a népszerű követelésnek hívei, hogy úgy a bel-, mint a külföldi köztartozásokra moratóriumot rendeljenek el. Azzal érvelnek, hogy az államot és megyéket mentesítsék a súlyos kölcsönszolgálat alól és a megmaradó pénzen nagy köz munkákat lehetne indítani, ami munkaalkalmakat teremtene és a devizakorlátozásokat feleslegessé tenné. Azzal támasztják alá követelésüket, hogy Buenos Aires tartomány máris USDollárban 4.5 milliót veszített a kölcsönszolgálathoz szükséges külföldi pénzeszköz átutalásakor fizetett rossz átszámítási árfolyam miatt. Cordoba tartomány máris magánegyességet kötött a múlt héten a newyorki bankokkal.”

azért sem, mert ismerve a hitelezőknek e kérdésbeni tájékozottságát, a kötendő kétoldalú megegyezés csak abban a keretben épülhet fel, amit a tárgyaló fél, a Magyar Állam, mint a magyar közületi és magánadósok képviselője kiindulási alappal felajánl. Csak olyan rendezést hozhat a hitelezőkkel folyamatba kerülő tárgyalás, amely az ország teherbíróképességével, a világválságból és a békeszerződésből folyó gátló okok figyelembevételével a fizetési mérleg által ellátni képes feltételeket szab meg.

Az olyan egyesség, amelyben a magyar kívánságok nem érvényesülnének teljes mértékben, máris magán viselné a későbbi módosítás csiráját: a vállalt adósi kötelezettségek teljesítésének alapja hiányozván, a kölcsönszolgáltatásban újabb zökkenők következnenek, úgyhogy a kötvénybirtokosok ismét tárgyalásokra, további engedményekre kényszerülnének.

Előrebocsátva azt, hogy *a)* az egyoldalú intézkedést előbb-utóbb mégis csak követné a közös megegyezés; *b)* a kétoldali megegyezés más megoldást nem nyújthat, csak amit a fizetési mérleg elbír, fokozott figyelmet érdemelnek azok a nehézségek, amelyek az esetleges egyoldalú eljárás fényéből magából származnának és a máris terhes helyzeten felül új bonyodalmat okoznának:

1. A hitelezők biztosított jogokkal rendelkeznek. Ez Magyarországon annál inkább számbaveendő, mert nálunk, ellentétben pl. Törökországgal, a küladósságok csoportjába nemcsak az államadósságok tartoznak, ahol bizonyos nemzetközi testületek utólag jó szolgálataikat gyümölcsöztethetik a zárolt bevételek és lekötött vagyonrészek felszabadítása iránt, — hanem földbirtokok, iparvállalatok és bankok stb. is szerepelnek adósokként. Ezekkel a fizetésre kötelezettekkel szemben a hitelező szerződésileg biztosított jogánál fogva adott esetben természetelkobzást, földbirtok- és ingatlanlefoglalást, az iparvállalatok és bankok annakidején felajánlott szavatossági kötelezettségének beváltását érvényesítheti.

Az események ilyen alakulásának feltételezése multbani gyakorlati példák hiányában ellenőrzésre alkalmas adattal nem támasztható alá. Elméleti feltételezésről lévén szó, nem megokolatlan annak megjegyzése, hogy néhány évvel ezelőtt a fizetési mérlegek aggasztó alakulásának láttán nagyon kevesen számítottak komolyan arra ugyancsak multbani gyakorlati példák híján, hogy ennek a helyzetnek végső következménye egyedül az lehet, hogy néhány állam beszünteti külföldi adósságainak fizetését.

Az önhatalmú eljárás ajánlói többek között arra is hivatkoznak, hogy lényegében az átutalási moratórium elrendelése sem kétoldali megállapodáson nyugodott, a hitelezői zálogjogok érvényesítése mégsem következett be. Ez a felfogás kiigazításra szorul, ugyanis a rendelkezés csak az átutalások

felfüggesztésére irányult, azaz a fizetésre kötelezett végső adós azáltal, hogy az esedékes törlesztést belföldi pénzben közvetlen hitelezőjének megfizette, illetve a Nemzeti Banknak átutalás végett átadta, a szerződésben vállalt kötelezettségét beváltotta. Legalábbis vitás lett volna tehát a hitelezőnek az a joga, hogy egyedül a Jegybank hiányos devizakészletéből származó késedelem folytán az adóssal szemben lépjen fel.

A hitelezők egy része máris erélyesebb hangot üt meg: a Financial News 1932. szeptember 22-iki száma azt írja a sok fizetési késedelem láttán: „vájjon az eddig türelmesen tűrő és szenvedő barom — a brit hitelező — most már végre hátrarúg-e, még pedig keményen”.

Példaképpen felemlítésre érdemes a fizetési nehézségekbe került berlini Karstadt Áruház Amerikában elhelyezett kötvényeinek esete. A kötvénybirtokosok szervezete úgy határozott, hogy amennyiben az eredetileg elvállalt kötelezettséget az adós nem teljesítené, úgy az annakidején felvett kölcsönből még fel nem használt többmillió márka összegű készpénzt és bankbetétet, továbbá a fedezetül lekötött városi épületeket, illetve annak bérjövendelmét lefoglalja a kölcsönszolgálat céljára. Ez természetesen maga után vonná az áruház üzemének beszüntetését.

Az egyoldalú intézkedés meghozatala Magyarországon 1932 második feléig egy esetben történt meg: a Népszövetségi kölcsön eredeti feltételei értelmében ugyanis a fedezetül lekötött állami jövedelmek (vám, só, cukor, dohány) összege, amely a kölcsönszolgálat értékének többszörösét alkotja, mindaddig a Jegybanknál vezetett, a Trustee javára lekötött számlán kezelendő, amíg a legközelebbi esedékesség külföldi fizetőeszközeire átváltott összege nem áll a hitelezői megbízott rendelkezésére. 1932 augusztusában, amikor a beállott nehézségek miatt az átutalási moratórium hatálya alól kiemelt Népszövetségi kölcsön törlesztő részét sem bírta a Jegybank teljes összegben idegen pénznemre átcserelni, a kormány egyoldalú intézkedéssel a lekötött számlán csak akkora pengőegyenleget hagyott érintetlenül, ami a törlesztő rész átváltatlan maradványának hivatalos jegyzés szerinti ellenértékét fedezte. Ez alapján véve csak elméleti szerződésszegést jelentett, hiszen a kincstár a hitelezőknek részben devizában, részben pengőben teljes járandóságukat rendelkezésükre bocsátotta; mégis a szerződésszegés vádjának felvetése miatt a pénzügyminisztérium annak kijelentésére kényszerült, hogy „Magyarország csak utolsó eszközként, kényszerhelyzetben cselekedett így.”⁴⁴

Az óvatoló hitelezői megbízottak elfogadták ezt a magyarázatot, mert tudják, hogy a kölcsönszerződések eredeti előírásai a rendetlen és rosszhiszemű adósok ellen irányultak;

⁴⁴ Korányi Frigyes báró 1932 július 1-i nyilatkozata.

a gazdasági lehetetlenülés bekövetkezett méreteire a kölcsön-szerződések megalkotásakor nem számítottak.

2. A végleges rendezés határidejének kitolása már pedig az egyoldalú intézkedés nem más — nem előnyös, mert nem bizonyos, hogy a jövőben is fentforognak-e majd azok az okok, amelyek oly világosan érzékeltetik a jelentékeny adósságenyhítő igények jogosultságát.

3. A megegyezés kikapcsolása Magyarország hitelképessége tekintetében kárt okozna, ami meggondolandó akkor is, ha a magyar gazdasági életnek eltökélt szándékában áll, hogy a jövőben külföldi segítséget nem vesz igénybe.

A hitelezői felfogást illetően elhatározó a stresai tárgyalás állásfoglalása. Ez a kétoldalú megoldásra vonatkozóan kizáróan az érdekelt adósok és hitelezők hatáskörébe utalja a rendezést: „bármiféle szellemű döntést kizáróan a hitelezők maguk hozhatnak és a pillanatnyi nehézségek enyhítésére irányuló módokat a hitelezők és adósok közvetlen tárgyalásai révén kell keresni és meghatározni. Bármiféle, szükségesnek látszó kiigazítás⁴⁵ engedélyezése tekintetében egyedül a hitelezők illetékesek”; azaz ez úgy értelmezhető, hogy ez az elv következetes keresztülvitele érdekében a közvetlen tárgyalásokban a hitelező állam kormánya vagy jegybankja részt sem vehet.

Az egyoldalú intézkedést sürgető indítványok más része teljes fizetésbeszüntetést kíván, — állandóan az egész kölcsön-szolgáltatásra fordított külföldi pénzürtéket fogadván el 'számítási alapul — a másik oldalon azonban számításon kívül hagyva, hogy ebben az esetben az egyenlő elbírálás elve mellett a belföldi, jelentős megtakarított tőkét képviselő kötvénytulajdonosok összessége is elesne járandóságától. Ismét az a társadalmi réteg szenvedne veszteséget, amely a kötvények háború utáni elértéktelenedése ellenére segítőkezlet nyújtott az állampénzügyek és a mezőgazdasági hitelélet újjáépítéséhez. Az is szem előtt tartandó, hogy a belföldi árvászeket, biztosítókat, nyugdíjintézeteket, stb., amelyek esetleg még kétoldalú rendelkezés mellett is érzékeny veszteséget szenvednének, a teljes fizetésbeszüntetés válságba sodorná. Természetes ugyanis, ha már a kétoldalú megegyezés elvét Magyarország nem bírná alkalmazni, ezt nem tetézhethé az egyenlő elbírálás kötelezettségének megszegésével is.

Az egyoldalú intézkedést kívánó azon javaslat alátámasztása, amely a belföldi hitelező javára a külföldiénél előnyösebb elbánást követel, nemzetközi jogi és erkölcsi nézőpontból tekintve az érvek oly mértékét kívánná meg, hogy a fentebb már elmondottak figyelembevétel után részletesen

⁴⁵ Stresai tárgyalásokról kiadott i. jelentés 13. oldal.

foglalkozni ezzel ehelyütt nem is érdemes. Ennek még méltányossági megokolása is ingatag, hiszen a remélhetően 2—3 százalékra leszállítható évi gyümölcsözés mellett a pénz belső vásárlóerejének 5—6 év alatt tagadhatatlanul bekövetkezett gyarapodása folytán a belföldi kötvénytulajdonos még mindig jobban jár, mint az az adós, aki annakidején a kölcsönt igénybevette.

A stresai tárgyalások erre vonatkozó határozata a következőképpen szól: „minden esetben, ha a külföldi hitelezőnek az adósságokban megtestesített terhek irányában engedményeket kell nyújtania, ezek az engedmények semmi esetre sem eredményezhetik azt, hogy a belföldi hitelező jobb helyzetbe kerüljön, mint a külföldi. Inkább az lenne a helyes, ha a belföldi hitelező érdekét csekély fontosságú gyanánt bírálják el. Mindenesetre figyelemben tartandó, hogy maguknak a külföldieknek el nem hanyagolható — ámbár közvetett — érdeke az, hogy minden ország sértetlenül őrizze meg belföldi piacán kölcsönfelvő képességét”. Ennek megfelelően az elfogadott határozatok 9. §-a úgy határozott, hogy: „a zálogjogok és kezességek folytán rendes körülmények között különleges elbánásra jogosult külföldi hitelezővel szemben tanúsítandó bánásmód jogilag, vagy ténybelileg nem lehet hátrányosabb a belföldi hitelezővel szembeni bánásmódnál.”⁴⁰

XIV.

Az engedmények elvi elnyerése után a kölcsönök átalakításának módja rendes körülmények között az lenne, hogy a magyar állam, illetve magánadósok az összes kötvénykintlevőségüket visszafizetésre felmondanák és egyidejűen olcsóbb kölcsönt ajánlanának fel csereképpen, ami mellett a kötvénytulajdonosnak módja nyílnék választani a készpénzkielégítés és az ezentúl kevesebb jövedelmet ígérő új kötvény jegyzése között.

A rövidlejáratú hitelek kamatának külföldi nagyarányú hanyatlása (Newyorkban pl. a napi pénz kamata évi %, ami a Wall Street történetében eddig előfordult legalacsonyabb kamatláb, a 3—4 év előttié kb. egytized része), nemkülönben a háromhavi elfogadványok kamatának olcsóbbodása együttjárt a belföldi takarékbetéti és váltóleszámitolási kamatláb ugyancsak tekintélyes olcsóbbodásával és a bérházak jövedelmezőségének csökkenésével. Ez magával hozta az adósok olcsóbb kölcsön iránti igényét. Angliában, az Észak-amerikai Egyesült Államokban, Franciaországban és az előjelekből ítélve Olaszországban is, már végbement, vagy a közeljövőben fog végbemenni az államadósságok kamatterhének enyhítése.

Magyarországon és általában a középeurópai államok legtöbbjében nem kétséges, hogy amennyiben a kötvénytulajdonosok szabad tetszésére bíznák a készpénzfizetés és az új köt-

⁴⁸ Stresai tárgyalásokról szóló i. jegyzőkönyv 10. old. és 17. old.

vények közötti választást, úgy a belföldi, mint a külföldi címletbirtokosok a felmondás — készpénzfizetés — igénylése mellett határoznának. Ugyanekkor viszont az adósok (állam és mezőgazdaság) még az esedékes kamatot sem bírják előteremteni.

A kötvényhitelező bizalmának megrendülése nemcsak a középeurópai államok kibocsátásaival szemben megnyilatkozó jelenség. Többé-kevésbé a tőkeerős nyugati államok is arra kényszerültek, hogy különféle mesterséges eszközökkel befolyásolják a jegyző közönség szabad mérlegelését. Angliában az Államkincstár már hónapokkal a nagy hadikölcsön olcsóbbító hitelművelet előtt kibocsátási tilalom (embargo on new issues) elfogadására kötelezte a londoni tőzsdén működő, kötvényüzlettel foglalkozó cégeket. Megakadályozta azt, hogy a belföldi közönség tőkefeleslegét a kincstári konverzió szempontjából esetleg hátrányos következménnyel járható, magas kamatozású új kötvényekbe fektethesse. Mesterséges rövidlejáratú tökebőséget teremtett az angol pénzügyminisztérium Londonban és ezt a megszokott hosszúlejáratú tőkekeresletétől megfosztott pénzpiacot állította az elé a választás elé, vajjon hajlandó-e olcsó kötvényt elfogadni, vagy inkább készpénzt kíván-e? Ez utóbbinak rövidlejáratú kamatozása még az új kötvény gyümölcsözésének is csak töredékét alkotja és előreláthatóan az arány nem is fog változni. Ha ugyanis a hitelművelet nem járt volna a kívánt eredménnyel — túlkevés lett volna a címletátvételi arány — akkor a kibocsátási tilalom hatálya még az eddiginél is hosszabb ideig maradt volna érvényben. Mindezekhez hatalmas sajtóhadjárat csatlakozott, amely a hazafias kötelességre hivatkozva, nem is nagyon burkoltan a hűtlenség vádját szegezte azok ellen, akik nem hajlandóak olcsóbb kötvényt elfogadni.

A pénzpiaci erők szabad játékának érvényesülését Franciaország is korlátozta a magas kamatozású állami kölcsönök átcserélésénél, habár ezt enyhébb formában gyakorolta a francia franknak a fontsterlingénél még most is jobb megítélésének megfelelően. Franciaországban a betéti- és hitelkamatlábak, továbbá az egyéb tőkegyümölcsöztetési lehetőségek már eredetien is alacsonyabbak az angolénál. A francia tőke kiviteli tilalom a középeurópai államok nagyrésze előtt kb. 20 éve elzárva tartja a párisi pénzpiacot, úgy hogy az elhelyezhetetlen tőkéid évek óta növelik a rövidlejáratú pénzkínálatot, azaz olcsóbbítják a kamatot. A francia államkölcsönök olcsóbbításának elérésénél a kormány a megszokott módszerekhez képest csak azt a változást alkalmazta, hogy egyedül azoknak a kötvénytulajdonosoknak kellett a jegyző helyeken jelentkezniük, akik készpénzvisszafizetést kívántak. Az itt is élénk sajtósegítség mellett az erősen nemzeti érzelmű francia közönség felfogását ismerve, nem hatott újdonság ereje-

vei, hogy az átcserelésre bocsátott államkölcsonök névértékének csak 1%-a jelentkezzett készpénzvisszafizetés iránt.

Olaszországban rendeleti utón már több mint négy hónappal ezelőtt leszállították a bank- és postatakarékpénztári betéti kamatlábat, hogy előkészítsék a talajt a nagy hitelművelet sikere érdekében.

A konverzió korábban megszokott alakjai tehát a legújabb példákban nem igen jelentkeznek eredeti mivoltukban, mert még a felsorolt tőkeerős államok egyrésze is szükségét érzi annak, hogy eredeti szerződéses kötelezettségét a szabad véleménynyilvánítás látszatának fenntartásával — valójában azonban a magasabb cél érdekében az államhatalom egész súlyának igénybevételével — bizonyos fokig erőszakos utón könnyítse.

Figyelembe véve, hogy ezek az angol és francia módzatok csak a belföldi címlettulajdonosok szabad mérlegelési lehetőségét befolyásolják, a külföldiekre pedig közvetlenül nem gyakorolhatnak hatást, a bizonyíték ereje mégis csak megmarad: az eredeti szerződéses kötelezettségeket a nagy államok is eleddig szokatlan eszközökkel igyekeznek enyhíteni.

XV.

A népszövetségi kötvények angol védőbizottsága által a Népszövetséghez benyújtott emlékiratot a Times már ismertetett cikke többek között azzal a megjegyzéssel kísérte, hogy a népszövetségi kötvények különleges kielégítési jogát a rendezés előfeltételeként az adós és hitelezői csoportokkal el kell ismertetni.

Erre nézve érdekes véleményt nyilvánít a The Economist 1932. november 19.-i League loans című cikke, amely ebben a kérdésben hitelezői szemmel bírálván meg a különleges elbánási igény jogosultságát, arra a felfogásra jut, hogy a Népszövetségi kölcsönt alapjában véve ez a jog nem illeti meg.⁴⁷

⁴⁷ „A Népszövetség ajánlása a címletek vásárlói számára annak idején három irányban jelentett biztosítékot: 1. A Népszövetség kijelentette, hogy saját szakértői megállapításából meggyőződött arról, hogy a szóbanforgó államok újjáépítésére vonatkozó terv maradéktalan megvalósítás esetén a remélt cél elérésére alkalmas. 2. A Népszövetség vállalkozott arra, hogy saját megbízottja útján felügyeletet gyakorol abban az irányban, vajjon a kölcsönből befolyt tőkét az illető adós állam valóban a szakértők által helyesnek ítélt célra használja-e fel. 3. A Népszövetség az adós állam bizonyos adó, vám és egyéb jövedelmét zárta a kölcsönszolgálat fedezetére. Mindezekon felül a kötvénytulajdonos bizonyos erkölcsi kötelezettséget velt felfedezni a Népszövetség ajánlásában; azaz, hogy a Népszövetség mindenkor gondoskodni fog arról, hogy esetleges nehézség bekövetkezésekor ezek a kölcsönök kivételes elbánáshoz jutnak”. „ . . . A Népszövetség az első három pont-

Az adós állam szempontjából a különleges kielégítés iránt támasztott igényvel szemben a következő megfontolások említhetők fel:

I. Éppen a Népszövetségnek, mint elismert erkölcsi testületnek kellene elől járnia a követendő példa szolgáltatásával oly módon, hogy méltányosságot tanúsít az önhibáján kívül késedelembe esett adós állam irányában. A példaadás értékét elveszíti, ha a többi hitelezők által elérhető eredményeket felülmúló követelésekkel áll elő.

II. A feltételezett magyar fizetési mérleg-többlet oly csekély, hogy egyes kölcsön csoportok előnyösebb kielégítésének többletét a többi hitelezői osztályok, tehát nem az adós ország viselné, így pl. az átlagos 3% helyett az egyik csoport 5%-ot, a másik viszont csak 1—1.5%-ot kapna.

III. Az életrehívandó kötvényvédő egyesületek többsége tiltakozna az ilyen elbánás ellen. Különös mértékben vonatkoznék ez az Északamerikai Egyesült Államokra, ahol már az átutalási moratórium által kivételes elbánásban részesített

ban felsorolt tennivalóit rendben ellátta. A kölcsönöket eredeti céljukra használták fel. A Népszövetség vállalt kötelességét oly alaposan hajtotta végre, hogy amikor megbízott szakértői, a főbiztosok, Ausztriát és Magyarországot munkájuk befejeztével elhagyták, a két ország pénzügyeit és fizetőeszközét bátran össze lehetett hasonlítani bármelyik európai államéval. Annyi viszont igaz, hogy a Népszövetség ugyanúgy mint a nagy európai országok, semmit sem tett a kereskedelmi elzárkózás ellen.” „Igényt tarthatnak a Népszövetségi kölcsönök különleges elbírálásra? Minden külföldi kölcsönkibocsátás két különféle irányú kockázatot rejt magában: azt a tervet, amin alapul, rosszul állították össze, vagy a tervet nem hajtották végre az előírásnak megfelelően, ezért a belőlük származó jövedelem a törlesztésre nem elég. A második kockázat az, hogy az adós belföldi gazdasági zavarok, vagy nemzetközi bajok miatt kötelezettségét nem teljesíti, beleértve esetleg a társadalmi összeomlás, vagy forradalom veszélyét is. A Népszövetség tagadhatatlanul kifejezett felelősséget vállalt e kockázatok első csoportja irányában és mindjárt hozzátehetjük: a felmentést megkapja, mert feladatát teljesítette. A kockázat második csoportját a kötvénytulajdonosnak magának kell viselnie. Hogy mennyire ez az igazság, onnan látható, hogy e kölcsönöknél a kötvény jegyzők megszerzése érdekében 7%-nál magasabb tényleges kamatozást kellett annakidején felajánlania az adósnak”. „ . . . Bizonyos alapvető tények szem előtt tartandók. Az áruárak esése következtében a kölcsönrészletek terhe kb. megegyeszer akkora, mint amire az adós eredetileg számított. Az adós államok árukivitelét a gazdasági válság nemcsak értékben, de mennyiségben is nagymértékben visszaszorította. Ezek a tények nemzetközi okokból fakadnak, nem pedig a Népszövetség beruházási tanácsainak helytelenségéből, vagy a beruházási terv nem előírászerű végrehajtásából. A Népszövetségi tanács által a hitelezők összességének ajánlott egyességi módok ilyen körülmények között megszívlelendők. Ha a viszonyok javulnak majd, jobb kiegyezést lehet kötni. Az pedig nyilvánvaló, hogy a Népszövetségi kölcsönöknek egész Európára gyakorolt jótékony hatása állandó és érezhető. Több ország lakossága számos éven keresztül boldogabb viszonyok közé került és még mindig jobb helyzetben él, mint hogyha a Népszövetségi kölcsönöket nem vehette volna idénybe.”

Népszövetségi kölcsön is vitát és tiltakozást váltott ki. Megjegyzendő azonban, hogy újabban az USA Népszövetségi kötvénybirtokosai is csatlakoztak az angol kötvényvédő egyesülethez.

IV. Megokolatlan osztályozással a magyar kötvénykibocsátók egy részét hitelképesség szempontjából hátrább helyezné, annak ellenére, hogy pl. a bankzáloglevelek belső értéke éppen a pénzüintézetek óvatos üzleti gyakorlatának hála, biztonság tekintetében kifogástalan. A pénzüintézeti kibocsátásokra értelmezett eme lefokozás annál károsabb lenne, mert a bankok külföldi megítélését éppen akkor ásná alá, amikor az újabb külföldi kölcsönök felvételének elvi kizárása, mellett a magyar külkereskedelmi forgalom külföldi rövidlejáratú hitellel történő ellátása miatt fokozott szükség lesz a közvetítő magyar pénzüintézetek jó hírnevére és szabad mozgási lehetőségére.

XVI.

Belebocsátkozva az egyes kötvénycsoportoknál kínálokozó tehermérséklő lehetőségek osztályozásába, több olyan szempont jelentkezik, amely anélkül, hogy ellentmondana az egyenlő elbírálás elvének, kisebb-nagyobb megkülönböztetéseket kínál.

A stresai tárgyalások az eladósodott közép- és kelet-európai államok adósságainál — eltekintve a rövidlejáratú tartozásoktól — nem mondják ki ugyan világosan, ele mégis abból indulnak ki, hogy a szóbanforgó hosszúlejáratú terhek kizárólag állami adósságokból állanak.⁴⁸ („Egyes országokban a hosszúlejáratú kölcsönök nagyrésze, vagy teljes egésze közadósság. Ennélfogva a kérdésnek két vonatkozása áll fenn: egyrészt a költségvetési teherbíróképesség; másrészt pedig a külföldi fizetőeszköz átutalási képesség.”)

A helyzet valóban az, hogy Jugoszláviában, Romániában, Bulgáriában, Görögországban, de bizonyos fokig Ausztriában is, a hosszúlejáratú tételek az állam, illetve állami intézmények kötelezettségeiből állanak. Magyarországon viszont a magánpénzüintézetek és iparvállalatok is adósai a külföldnek: az egész külföldi hosszúlejáratú eladósodásnak 14.9%-át alkotja az ilyen tétel. Az alanti vizsgálódás evégből a háború utáni és háború előtti terhek egyéni megítélésén kívül külön foglalkozik a magánadósságokkal is.

Az állami adósságoknál általában tekintetbe jöhetne a baseli „A” és „B” alappal létesítendő kiegyezés, olyképpen, hogy a két alap számára biztosított olasz, francia és angol, feltételhez nem kötött befizetéseket, beleértve azt az összeget is, amit a nevezett hatalmak külön a folyamatban volt cseh földbirtokkiszajátítással kapcsolatban ajánlottak fel, beszámí-

⁴⁸ Stresai tárgyalásokról szóló i. jegyzőkönyv 14. old.

tási módszer útján az államadósságok tökekintlevőségének csökkentésére fordítanak. A magyar felperesek kellően megállapított követelésüknek megfelelő részét belföldi pénznyemben kapnák meg. A megoldás elképzelhető úgy a jelzett hozzájárulás leszámított tőkéjének egy tételben történő kifizetése útján, mint oly kötelezettség elvállalása mellett, aminek alapján a külföldi résztvevő fél (az angol, francia és olasz államkincstár évenként előre meghatározott összegű optáns kötvényt vásárol fel a nyílt piacon. Szóba kerülhetne itt az a megoldási mód is, hogy az Utódállamok belső viszonyai miatt a Magyar Államkincstárra hárult trianoni nyugdíjterhek kárpótlásaképpen a Caisse Commune-kölcsönök tőke- és kamatterhet a Magyar Királyságból levált Utódállamok vegyék át.

Ami magát a Caisse Commune értékeket illeti, addig míg a békeszerződésnek ez az igazságtalan adósságáthárító intézkedése hatályát nem veszti, átmenetileg két eltérő természetű lépés következhetne be:

I. Tekintve, hogy ezeknek a tételeknek kamatozása az ismertett innsbrucki egyezmény értelmében az eredetinek nem egészen egyharmad részét (27—28, illetve 32%-a) teszi, szükséges lenne a tőketartozás névértékének megfelelő arányú csökkentése a tiszta kép elnyerése érdekében. Így a valóságos tőkeérték 805 millió pengőről 251 millió pengőre csökkenne.

II. Abban az esetben, ha a háború utáni terhes kölcsönök kamatát enyhítenék a hitelezők, a Caisse Commune tételeknél azzal a különleges kívánsággal kellene fellépni, hogy a címleteket visszaható érvénnyel törlesztéses kölcsönnek minősítsék és ennek megfelelően az eddig járadékszerűen fizetett kötvénykamatoknak mintegy felével (85.3 millióból 43 millió pengő) szállítsák le a forgalomban levő címletek 251 millió pengő járadékszerű tőkeérték kb. 210 millióra.⁴⁹

Magyarország eképpen még mindig nagyobb áldozatot hozna háború előtti kötelezettségeiért, mint pl. Csehszlovákia, amely közvetlenül a békeszerződés aláírása után egész alacsony áron vásárolta össze külföldön a reá jutó adósságrészt.

A C. C. tételekhez hasonló eljárás kínálkoznék a Déli Vasút adósságánál is, ahol az évi járadékszerű törlesztő részt kellene csökkenteni. Ugyanez vonatkozik a többi háború előtti felértékelt államadósságra is.

⁴⁹ A párizsi és berlini tőzsde, a Caisse Commune felkérésére a múlt év végén felfüggesztette az osztrák és magyar Caisse Commune-kötvények jegyzését, mert meg akarja akadályozni azt, hogy a forgalomban levő címletek jugoszláv és magyar tulajdonosai kötvényük szelvényét külföldön válthassák be, ugyanakkor, amikor a két ország az esedékes annuitást az átutalási moratórium miatt nem utalja át. Ez a rendelkezés teljesen új helyzetet teremt, aminek keretében az összes érdekeit államok a jövőben esetleg egyedül saját honosaik kötvényigényet fogják kielégíteni, azaz a kibocsátás kifejezetten belső adóssággá alakul át.

A. törvényhatósági kölcsönök sorában Budapest székesfővárosnak az ostendei egyezményben felértékelt kötelezettségei csoportjánál lenne megokolt, ha az egyenlő elbírálás elvénél fogva a háború utáni, tényleges külföldi fizetőeszköz gyarapodást eredményezett kölcsöntételek enyhítésével egyidejűen itt is engedmény nyújtására bírná rá az adós a hitelezőket.

Ennek egyfelől a fontsterlingre szóló, de arany fontban, illetve svájci frankban fizetendő 1914. évi 4.5%-os kölcsöntétel tőkeértékének papírfontra szóló átalakításában (a tartozás értéke 175 millió pengőről kb. 113 millió pengőre csökkenne), másfelől pedig a járadékszerű adósságnak ugyancsak visszamenő hatállyal törlesztéses kölcsönné történő átalakításában, azaz az eddig fizetett kamatok (P 52 millió) egyharmadának (13 millió pengő) tőketörlesztéssé minősülő jóváírásában kellene jelentkeznie.

Ami a bankzálogleveleket illeti, itt tanácsos lenne elkülöníteni a külföldi fizetési hellyel ellátott címletek csoportját azoktól az eddigi vizsgálódások keretén különben kívülállott címletektől, amelyek nem zárt külföldi kibocsátás keretében találtak piacot, hanem amelyeket eredetileg túlnyomórészen a belföldi közönség körében helyeztek el és amelyeknek külföldi szelvénybeváltó helyeik nincsenek. Ez a második csoport voltaképpen nem vonható az átutalási moratórium soronkívüli visszafizetési, illetve sorsolási tilalmának hatálya alá, mert itt — belföldi elhelyezéssel állván szemben — nem foroghat fenn az az eset, hogy „kamatzetésre nincs külföldi fizetőeszköze az országnak, de a külföldi leszakadt árfolyamon kapható adósságcímletek céljaira annál inkább” címmel komoly alappal bíró vád hangozzék el az ország ellen. Az ilyen címletek soronkívüli visszafizetési lehetőségével az egyenlő elbírálás elvén nem esne sérelem. Éppen e címletek belföldi jellege miatt a Brüning kormány 1931 december 8-i szükségrendelete mintájára rendeleti utón lehetne kimondani az alacsonyabb kamatozást. Erre remélhetően nem kell sornak kerülnie, ha az összes külföldi adósságtételek tekintetében sikerül a magyar álláspontot érvényre juttatni.

Az általános külföldi adósságrendezéssel egyidejűen, de annak keretén kívül a hosszulejratú adósságok rendezendő végösszege a következőképpen alakulna:

Millió pengő	Ezidőszertint	Az előrendezés után
Caisse Commune adósságok . . .	805	210
Egyéb háborúelőtti államadósságok	268	268
Budapest székesfőváros (Ostendei)	233.3	158.3
Egyéb háb. el. és háb. utáni tételek	1241.3	1241.3
Jóvátétel	250	250
	<u>2797.6</u>	<u>2127.6</u>

Mindeddig az 1838 millió pengőnyi rövidlejáratú kölcsön kérdése⁵⁰ érdemileg kívül maradt a vizsgálódások keretén. Tekintve azonban, hogy a rövidlejáratú tételek nagy része, elsősorban az állam tartozásai, voltaképpen a hosszúlejáratú kölcsönlehetőségek hiánya, miatt előállott szükség-szerűségéből kerültek rövidlejáratú alakban az országba, továbbá, mert a végleges rendezés az árutartozásoktól és az egyes kereskedelmi és ipari tételektől is eltekintve, a mai körülmények között csak konvertálás útján lehetséges, ezt a tárgykört is be kell vonni a hosszúlejáratú kölcsönök csoportjába.

Az 1838 millió pengőből pótlólagos árukivitel (zusätzliche Export) segítségével és a remélhetően fellendülő idegenforgalom (zárt pengőkövetelésekre szóló idegenforgalmi hitlevelek) útján kiemelhető az a kb. 710 millió pengő, amely az ipar és kereskedelem tartozásaira esik, továbbá a fentmaradó 1130 millióból még kb. 120 millió pengő, amely román, jugoszláv és osztrák hitelezők járandósága és amely természeténél fogva remélhetően ugyancsak az áruforgalom keretében egyenlíthető ki.

A fentmaradó kb. 1 milliárd pengő rövidlejáratú hitel jellegének megváltoztatásánál a vezető szempont az lenne, hogy az a gyakorlatban bekövetkezett tényleges helyzetet visszatükrözze. Az érdekelt hitelezőkben máris hajlandóság jelentkezik az ilyen rendezés iránt. Az 1932. évi Német Hitelrögzítő Egyezmény záradéka (u. n. Schweizer Klausel) a német adós által márkában teljesített tőketörlesztés felhasználása tekintetében úgy rendelkezett, hogy a Reichsbank hozzájárulásával a külföldi hitelező ezt a szabad követelését közzéplejáratú (5—8 éves) újabb németországi kölcsönök folyósítására fordíthatja. Az 1933 januárjában megindult meghosszabbító tárgyalások ennek a lehetőségnek még szélesebbi körben biztosíthatnak szerepet, mert:

„ . . . a külföldi hitelezők belátják, hogy az egyes tételek lejáratának meghosszabbításakor kézhezvett kereskedelmi váltók, elfogadványok csak névleg alkotják a rövidlejáratú hitelellátás eszközét, a valóságban hosszúlejáratúra lekötött követelést testesítenek meg és igy nem elleneznék, ha forma szerint is törlesztéses kölcsönkötvényt kapnának, amelynek forgalomképességét a Német Állam és a hitelező állam kormányai szavatossági záradékkal fokozná.”⁵¹

Uruguay Köztársaság magánbankjai 1932 október elején felajánlották már külföldi rövidlejáratú hitelezőiknek, hogy idegen pénznemre kiállított hosszúlejáratú kötvényt adnak tartozásuk fejében.⁵²

⁵⁰Dr. Szigeti Gyula és dr. Wälder Gyula L. m.

⁵¹Berliner Tagblatt 1932 december 1. és december 2. szám.

⁵²Frankfurter Zeitung 1932 okt. 11. szám.

A magyar pénzüzetek külföldi hitelezőinek juttatott korábbi magas kamatok többlete a rövidlejáratú tételeknél annál könnyebben felhasználható érvelés gyanánt, mert a mai, „befagyott” követelés tulajdonosa személy szerint bizonyíthatóan azonos azzal, aki a korábbi összekötötés folyamán a jó idők hasznát teljes mértékben élvezte.⁵³ (A kötvények esetében, értékpapírról lévén szó, ez az elv nem érvényesülhet ilyen tisztán. Megtörténhet ugyanis, hogy valamely személy hét éven át élvezte a magas kamatokat, de 1931-ben még magas árfolyamon túladott birtokán; viszont az új tulajdonos, aki még egyszer sem kapott szelvényjövédelmet, most súlyos áldozatot hozhat.)

Az általános rendezés keretében:

2128 millió pengő hosszúlejáratú és

1000 millió pengő rövidlejáratú

összesen: 3128 millió pengő adósság tartozna.

XVII.

Ebből a mintegy 3130 millió pengőből remélhetően sikerülni fog mindenekelőtt a 250 millió pengős jóvátételi tehertől olyképpen mentesíteni az országot, hogy a békeszerződés folytán megduzzadt magyar nyugdíjterhek tekintetbevétele, illetve az Utódállamokra történendő áthárítása mellett az optáns felperesek a Hágai Egyezményben biztosított járandóságukat belföldi pénznemben kapják meg.

Ennél a pontnál ki kell még térni arra a tényre, hogy a lausannei tárgyalásokon elvben máris törölték a német jóvátételi terheket, ami az ennek megakadályozása iránt érvényesült politikai gátlások figyelembevételével Magyarországnak jogcímet kínál fel a jóvátételi terhek hasonló természetű törlési igényéhez. Sőt, figyelemmel a német és magyar jóvátétel közötti arányra, továbbá a magyar Békeszerződés által okozott összehasonlíthatatlanul hátrányos gazdasági helyzetre, olyan engedményeket kívánhat meg az ország, amelynek felhasználásával magánadósságait (hosszúlejáratú állami és magántartozások) is csökkentheti.⁵⁴

A teherkönnyítésre vonatkozó bármiféle természetű javaslat súlyát csak emelné, sőt a rendezésnek előfeltétele az,

⁵³ A Magyar Gazdaságkutató Intézet (10. szám 25. old.) szerint

	Magy. Pénzüzeteknek ajánlott három havi \$ és £ hitelek kamatlába		Londonban	New-Yorkban
			3 havi bankelfogadvány kamatlába	
1929 IV/23	7.5%	7 ¹ / ₃ %	5 ¹ / ₈ %	5 ⁵ / ₈ %
1929 XI/23	6 ¹ / ₄ %	6 ⁵ / ₈ %	4 ³¹ / ₃₂ %	3 ⁷ / ₈ %
1930 V/7	4%	3 ⁷ / ₈ %	2 ¹ / ₈ %	2 ³ / ₄ %

⁵⁴

V. ö. Kádár Gusztáv cikke a Pesti Tőzsde 1932 okt. 27. sz.-ban.

hogy a tervezetet a Népszövetség, vagy Nemzetközi Fizetések Bankja közvetítésével és erkölcsi támogatásával felszerelve terjessze a magyar adósok egyeteme az egyes országokbeli hitelezői érdekeltségek elé. Jóllehet, a külföldi adósságok fent jelzett része kimondottan magántestületek kötelezettségeire esik, a kormány kezdeményező szerepköre erre a csoportra nézve is illetékes a gazdasági lehetetlenülés fennforgása folytán.⁵⁵

Az már más kérdés, vajjon a Népszövetség által jóváhagyott irányelveken elindulva, a Stresai Határozatok értelmében egyedül illetékes kötvényvédő szervezetekkel az állam és az egyes magánadós egyedek külön tárgyalások keretében állapodnának meg az ország teljesítőképességére támaszkodó gyakorlati megvalósítás, nevezetesen a kötvénytulajdonosok többsége hozzájárulásának megszerzése tárgyában.

A tőketartozás összességű csökkentésének tényleges keresztülvitele, azaz a címletek névértékének lebélyegzése a már fentebb említett aggodalmak miatt oly súlyos ellenállást válthatna ki a hitelezői csoportokból, hogy legalábbis meggondolandó, vajjon észszerű eljárás-e számunkra az, hogy a rendezés eme részéhez ragaszkodjunk. Igaz, a Dettes Ottomane példája nagy vonzerőt jelenthet a tőkeleszállítás mellett, azonban kérdéses, vajjon más, már ugyancsak járt ut kevesebb zökkenővel nem vezet-e el ugyancsak a célhoz.

Kállay Tibor ny. pénzügyminiszter már a múlt év első napjaiban felvetette azt az eszmét, amely szerint a Caisse Commune terhek rendezésének példájára kellene a kiutat megtalálnia az országnak. Ezt a javaslatát 1932 novemberében újólág megismételte⁵⁶ és úgy látszik, a magyar viszonyokra megokolt különleges engedmények az általa felvetett módszer szerkezete mellett ölthetnék határozott sikerreményét.

Hasonló természetű kibontakozási tervet tartalmaz gróf Bethlen István 1932 május 4-i képviselőházi beszéde, amelynek keretében azt ajánlja, hogy ha a hitelezőket záros határidőn belül nem lehet arra rábírní, hogy a kamatokat az eddigi felére mérsékelhesse az ország, úgy egyoldalú intézkedéssel kell ezt az elkerülhetetlen módosítást hatályba lép-

⁵⁵ Erre azért is szükség lenne, nehogy egyes adósok hamis becsvágytól vezetettve az ország jövőbeni fizetési mérlegének teherbíróképességét meghaladóan terhes egyezségeket vállaljanak. Sajnálatos, hogy Budapest székesfőváros a háborúelőtti, u. n. „Ostendei” kötvényadóssága tárgyában tett egyességi ajánlatában nemcsak hogy kamatengedményt nem ért el, de hajlandónak nyilatkozott 10%-kal magasabb névértékű „Funding” kötvényt kiszolgáltatni a fizetetlenül maradt szelvények ellenében.

⁵⁶ Ungarischer Volkswirt 1932 nov. szám.

tetii. Addig is, amíg a. fizetési mérleg megfelelő fedezetet nem nyújt, ezt a mérsékelt kamatot sem utalja át az ország, hanem a tőketartozáshoz csatolja.

Miután mindkét javaslat *tág* körökben mozog, szükségesnek látszik a kapcsolódó körülmények részleteinek taglalása.

A *Caisse Commune* esetében túlnyomórészt járadékadóságokkal foglalkoztak a tárgyaló felek, a jelen esetben viszont törlesztéses kölcsönök rendezésének szükségessége áll előtérben. A *román* és *német* kölcsönszerződések újabb módosításánál az az irányzat érvényesült, hogy esetleges kamatenyhítés mellett a tőketörlesztési kötelezettség alól átmeneti időre mentesül az adós. Kérdés viszont, vajjon a hitelező, vagy az adós szempontjából kívánatos-e az, hogy a törlesztéses kölcsönök járadékadóságok természetét vegyék fel. *Argentina* az eddigi-tervezetekből Ítéelve, valószínűleg közép-utat foglal el ebben a kérdésben. Anélkül, hogy a tőketörlesztést felfüggesztené, vagy a törlesztési határidő meghosszabbítását kérné, a mai kamatok épségben tartása mellett új törlesztési tervet akar felállítani, amelynek kiinduló alapja nem az eredetileg felvett kölcsön névértéke, hanem a mai kötvénykintlevőség lenne.

Ilyenmódon *Argentina* az idei és jövő évben kb. annyit takarít meg, mint amennyit a tőketörlesztés felfüggesztése jelentene, mert a kölcsöntörlesztési tervezet természetesen azon az alapon épül fel, hogy az első évi kölcsönszolgálati rész túlnyomó arányban kamatokra esik és csak elenyésző összeg jut a tőketörlesztés céljára.”

XVIII.

A hitelező felfogása általában véve az lehet, hogy a követelés épségének, valóságos értékének bizonyítéka éppen a tőketörlesztés tovább-folytatódásában testesül meg, hiszen a hosszúlejáratú tőkebefektetés lényeges biztonsági eleme — az élő követelési jog — éppen a rendszeres törlesztés menében fejeződik ki.

Ismert tény a moratóriumok tanulságaiból, hogy ha a rendelkezés az esedékes kamatok pontos továbbfizetését ki is mondja, a hitelező követelése sokat veszít eszmei értékéből. A járadékszerű értékpapírok árfolyama ezenfelül tisztán a hozadék mérvéhez igazodik, ami, tekintetbe véve a hitelezőknek a magyar kölcsönök esetében különben is hozandó áldozatát, számukra újabb veszteséget okozna, mert így elesnének a sorsolás helyetti visszavásárlás által előidézendő kezeslet árfolyamszabályozó befolyásától is.

⁵⁷ Frankfurter Zeitung 1932 dec. 16. szám

Az adós oldaláról nézve sem kívánatos az évről-évre változatlan szinten maradó tőketartozás, hiszen ennek hatása bizonyos fokig azonos lehet az elvileg elítélt újabb külföldi kölcsönfelvétel következményeivel. Az elmaradó tőketörlesztés egyértelmű azzal, hogy a különbözeti összeg után is lerovandó a kamat. Hatása ugyanolyan, mintha a tőketörlesztés céljára mindig újabb külföldi kölcsönt vállalna magára az adós.

A tőketörlesztés fenntartása mellett megnyilatkozó másik adós szempont elvileg talán kevésbé megalapozott, fontossága azonban szintúgy figyelmet érdemel: amikor lehetőség kínálkozik arra, hogy a külföldi adósságok szolgálata a kereskedelmi mérleg áruforgalmi többletéhez igazodjék, észszerű, ha ebbe a keretbe belevonni szándékszik az adós a tőketörlesztést is, — mert ha ehhez nem ragaszkodik, vagy arról lemondani kényszerül, — a jelzett keretet a hitelező teljes egészében a valamivel magasabb kamatfizetés céljára veszi igénybe.

Ezen az útvonalon továbbhaladva, a tervezetbe fel lehetne venni a kölcsönszerződések tőketörlesztésre irányuló előírásainak módosítását is. Általános az a kívánság, hogy a kötvények törlesztési ideje a 90 éves belga állami díjas kölcsön, vagy a 75 éves francia Credit National mintájára 60—70 évre hosszabbodjék meg. A Stresai Tárgyalások jegyzőkönyve erre nézve közli, hogy az egyes delegátusok „arra is rámutattak, hogy bizonyos esetekben a jelenlegi terhek észrevehető könnyítését jelentené a tőketörlesztési részletek csekély módosítása”.

Ha a címletek mai árfolyama névértéken, vagy ahhoz közelállana, ennek a nézetnek a figyelemreméltása talán indokolt lehetne. A mai alacsony árfolyamok mellett azonban érdemes itt is megfontolni, valóban haszonnal jár-e, ha a hitelezőktől a kölcsön tartamának meghosszabbítását kéri az adós. Célszerűbbnek látszik a szerződéseknek oly szellemű módosítása, aminek alapján minden kölcsönnél egyöntetűen a nyílt piaci visszavásárlás lehetőségét mondják ki a törlesztés módjaként. így a tőkeleszállítással szemben táplált aggodalom okának megszüntetése mellett az alacsony árfolyamok előnyét az adós nemcsak hogy élvezhetné, de adott esetben soronkívüli visszavásárlással a tervszerű tőkehátralékot is kevesbíthetné. A hitelezők között szereplő, nyereszkesedésre alakult vállalatok is megtalálnák számításukat, mert mérlegükben továbbra is névértéken szerepeltethetnék kötvénybirtokukat mindaddig, míg tartalékolások, vagy egyéb vagyongyarapító események segítségével eléggé meg nem erősödnek aiihoz, hogy magyar kötvénykészletüket a nyílt piacon értékesíthessek és az elszenvedett veszteséget leírják.

Csökkentené ennek az elgondolásnak értékét, ha a

netalán bekövetkezhető erős kötvényárfolyamjavulás következményét eleve enyhítendő, az eredeti szerződéseket az adós oly módon akarná módosítani, hogy a sorsolás ne névértéken, hanem az áruárak esését szerény mértékben visszatükröző 70-es vagy 75-ös árfolyamon mehessen végbe. Habár az új, alacsony kamat az eredeti névérték után számíttatnék, hatása lényegében azonos lenne a bevallottan tőkeleszállítást indítványozó javaslattal, amely valamennyi kölcsöncímlet névértékét az eddig fizetett kamatok felével (kb. 320 millió pengő) kívánja csökkenteni azon a címen, hogy a múltban lerótt túl magas kamatterhek fele tőketörlesztésnek minősítendő. (A \$ 100 névértékű címlet új névértéke 70—75 \$, azaz a mai alacsony árfolyam 2—3-szorosa lenne.)

A két utóbbi módszer világos félreérthetlenséggel törné át a tőkehátralék épségbenmaradásának — a valóságban burkolt adósságleszállítás — elvét. Mindenesetre hasznos lenne, ha oly rugalmas megoldási módot lehetne találni, ami a névérték alatti sorsolás biztosítékát nyújtaná a címletek nem kívánatos, túlzott árfolyamdrágulása ellen.

Nagyjából ezek volnának azok az irányelvek, amelyek a Caisse Commune értékek rendezési módszerének követésénél a változott körülményeknek megfelelően tekintetbe veendőkké lennének.

XIX.

A megoldás tekintetében felmerült tervek közül figyelemreméltó még Hantos Elemér javaslata, amely⁵⁸ abból indulva ki, hogy az adósságterheket mérsékelni kell, azt ajánlja, hogy a

„jó adósok egyéni utón kezdjenek tárgyalni hitelezőikkel és ha sáros határidőn belül megegyezésre nem jutnak, az egyes adósságcsoportokat egyetemesen kell rendezni . . .” A stresai tárgyalások által szükségesnek ítélt és külön tanácskozás anyagát képező „Valutastabilizációs Alap” olyképpen bevonását javasolja, hogy az adós államok jegybankjainak ez az alap aranykölcsönöket nyújtson a külföldi kölcsönök szolgálatának céljára. Az alap a hitelező államok által folyósítandó, meghatározatlan időre — valószínűen középlejaraatra — nyújtott hitelek az adós államok fizetési viszonyainak meggyógyulása után utalná vissza az illető hitelezői állam jegybankjának.

A tervvel szemben a következő észrevételek támaszthatók: 1. az adósságrendező tárgyalásokat úgy kell elképzelni, hogy a hitelezőket a kötvényadósok egyéenként felkérjük a szerződésmódosító javaslat feltételeinek elfogadására. Ezek a feltételek a belső adós helyzetére való tekintet nélkül egyöntetűek. Jó és rossz adós közötti megkülönböztetésnek, legalább is egyelőre, helye nem lehet. Hitelezői oldalról éppen a

⁵⁸ Prager Tagblatt 1932 okt. 20. szám.

jó és rossz adós közötti megkülönböztetést kívánják amivel szemben az adós állam álláspontja az, hogy a kölcsönt igénybevett adós a jegybank csekély aranykészlete folytán az eredeti szerződést akkor sem teljesítheti, ha belföldi pénznemben az esedékesség megfizetésére történetesen képes lenne.

2. Hasonlóképpen megfontolandó a Jegybank aranykészletének olymódon javasolt frissítése is, hogy a „Valutastabilizációs Alap” folyósítson számára rövidlejáratú hiteleket. Ez ugyanis lényegében nem lenne egyéb, mint az adós államnak adandó, a régi kötelezettség teljesítésének elősegítését hivatott újabb kölcsön, azaz ugyanaz, ami az elmúlt évtizedben évről-évre végbement és amely gyakorlat végül a mai, széles rendezést igénylő válsághoz vezetett. Ebben a tekintetben nem sokat változtat a lényegen az, hogy az alap nem készpénztámogatást nyújtana, hanem forgatmányával látná el az adós fél fizetés helyett kiállítandó adósleveleit. A kötvénybirtokosok nyílt piaci értékesítés céljára a szelvények, illetve kisorsolt címletek fejében készpénz helyett ilyen utalványokat kapnának az esedékességkor.

Ámbár a javaslat a terhek csökkentésének fontosságát elismeri, az átutalási moratórium által teremtett helyzetet csak a hitelező pillanatnyi érdekei szempontjából orvosolja (a hitelező megkapja a szelvény ellenértékét), ugyanis az adós állam felé nem javasol intézkedést a lejárt kötelezettségek felgyülemelésének megakadályozására, ugyanakkor, amikor az adós jegybank egyelőre az esedékes kamat- és tőketörlesztés 1—1 évi fedezetére szükséges külföldi pénzmenyenyiséget sem bírja évente előteremteni.

A terv ezenkívül feladja azt az elvet, hogy a rendezés kétoldali hatálybalépése, az átutalások felvétele, sorrendben csak követheti, de magától értetődően meg nem előzheti a kereskedelmi mérleg rendbehozatalát.

Több tervezet a pótlólagos árukivitel (zusätzliche Export) eszközét indítványozza a küladósságok rendezésére. A mai alacsony kötvényárfolyamok révén mintegy jutalmazni, serkenteni kívánják az árukivitel, olymódon, hogy akár a termelő, akár pedig az árukivitel valójában lebonyolító közvetítő kereskedelem a külföldi piacokon alacsonyabb eladási árakkal jelentkezhessen. Az így elért látszólagos áruforgalmi veszteséget bőségesen fedezné az alacsony árfolyamon külföldön beszerzendő, vagy áruellenérték gyanánt elfogadandó kötvénycímlet illetve szelvény itthoni névértét szerű beválthatósága.

Mint látható volt, a hosszúlejáratú külföldi adósságok névértéke, a jóvátételt nem számítva, kb. 2550 millió pengő. Feltételezve, hogy a külföldi tőzsdei kötvényjegyzések a névértéknek nagy átlagban csak 30—35 százalékát képviselik, az

egész rendezéshez 770—900 millió pengő értékű külföldi fizetőeszközre lenne szükség.

Ez az összeg természetesen a mai, erőtlen kereslet melletti alacsony tőzsdei árfolyamok alapján kiszámított ellenértéket jelenti és nem számol a rendszeres felvásárlásból folyó erősebb kereslettel, a külföldi árfolyamok erősödésével. Ugyancsak nem számol azzal sem, hogy pótlólagos árukivitel esetében a világpiaci áraknál olcsóbban kell az illető árucikket forgalomba bocsátani, úgy, hogy a megjelölt 770—900 millió pengő külföldi pénzeszköz előteremtéséhez valójában 900—1100 millió pengő értékű magyar árucikk kiszállítására kellene sornak kerülnie, feltételezve, hogy időközben a kötvényárfolyamok a kereslet ellenére is a máii szinten maradnak.

A pótlólagos árukivitel két akadálya: I. a Hitelrögzítő Egyezmények és az átutalási moratórium hitelezői eleve el-leneznek minden oly módozatot, amely csökkenti a jegybankhoz kerülhető külföldi követeléseket. II. Az 1932. évi egész árukivitel értéke kb. 300 millió pengő és ennek az Őszszegnek kb. négyszeresét kellene az országnak oly árucikkokban kiszállítania, amelyekre nézve a devizabeszolgáltatási rendelkezések éppen azért nem vonatkoznak, mert eddig külföldön nem találtak piacot.³⁰

E; módszernek magángazdasági — kereseti — szempontból lehetnek előnyös oldalai és egyes csoportoknál alkalmazá-

³⁰ A legutóbbi év folyamán külföldről hazaáramlott kötvényim-letek ügye azért figyelemreméltó, mert ez nem jelentette feltétlenül a külföldi fizetési korlátozások kijátszását. Az átutalási moratórium fenn állása óta több esetben Magyarország szemére vetették, hogy a kamat-esedékességeket a jegybank nem bírja átutalni, mégis az tapasztalható a külföldi piacokon, hogy az alacsony árfolyamok felhasználásával, ma-gyar számlára jelentékeny vásárlások mennek végbe. Itt hivatkozni lehet az 1931/4950. ez. rendelet 5. §-ának rendelkezésére, amelynek értel-mében mindazok, akik 1931 szeptember és októberében a tulajdonukat képezett külföldi pénzkészlet felét kölcsönképpen a kincstárnak rendel-kezésére bocsátották, a Nemzeti Bank felajánlotta a készletük másik felerésze felett gyakorolható szabad rendelkezési jogot. Ez a szabadon felhasználható összeg kb. 6 millió pengő lehet, aminek mikénti igénybe-vétele tekintetében a Nemzeti Banknak nincs illetékessége, tehát törvé-nyes alapon állva, meg sem akadályozhatja e készletnek jövedelmező kül-földi kötvényvisszavásárlásra irányuló felhasználását. A külföldi hite-lezők egyetemére nézve sem lehet hátrányos, ha az oly csoportoknál, ahol a kibocsátó szerv és a végső adós személye nem azonos, a soron-kívüli visszafizetések emelkednek. Éppen ellentétben a Hambros Bank-Magyar Földhitelintézet tárgyaláson kialakult hitelezői felfogással, amely szerint a soronkívüli visszafizetések lehetőségével a különben is hitelképes adósok élnének elsősorban és így a forgalomban maradó címletek fedezete mind silányabb lenne, a valóság az, hogy a kevésbé jó adósanyag részesedése hanyatlana. A fizetési késedelembe esett földbirtokokat új vásárlók szereznék meg az alacsony záloglevél ár-folyamok által kínált előnyös feltételek miatt. A forgalomban maradó záloglevelek fedezetéül szolgáló földbirtokok átlagos adósi minősége így éppen ellenkezőképpen, javulna.

suk az adós számára előnyt nyújthat, egyetemes megoldásként azonban a mai adottságok mellett nem jöhet számításba.

Pósch Gyula, a Pesti Hazai Első Takarékpénztár ügyvezető igazgatójának javaslata, amely az egyoldalú intézkedést sürgető kívánásokra mintegy válaszként jelent meg,⁶⁰ azt ajánlja, hogy a már esedékessé vált, de idegen pénznemben beváltatlanul maradt szelvényeket és kisorsolt kötvénycímleteket egyes árucikkek külföldi értékesítésénél az áru értékének 5-100%-a erejéig az ügyletet létrehozó fél idegen fizetőeszköz helyett szolgáltatthassa be a Magyar Nemzeti Banknak, miáltal a Külföldi Hitelezők Alapja mintegy pénzellátó szervként működne a belföldi termelés érdekében.

Erre a javaslatra nézve megjegyezhető, hogy, mint fentebb kifejezésre jutott, megfelelő mennyiségű pótlólagos kiviteli árucikk hiányában nem jelenthet még ideiglenes megoldást sem. Végleges rendezési tervként annál kevésbé fogadható el, mert a magyar végső adósoknak természetesen továbbra is az eddigi kamat- és törlesztési terhet kellene a Külföldi Hitelezők Alapjába befizetniük. A kérdésnek az adóst érdeklő részét tehát érintetlenül hagyja és ha az adós által fizetendő kölcsön-szolgálat csökkentésére határoznánk el magunkat, akkor itt is ugyanúgy először a külföldi hitelezőkhöz kellene fordulni beleegyezés elnyerése végett, mint a kétoldalú megegyezést hirdető többi terv esetében.

Koós Zoltán, a Magyar Földhitelintézet vezérigazgatójának javaslata: három évi átmeneti időre a tőketörlesztés felfüggesztendő, a kamat felét a tőketartozáshoz kellene csatolni. Kézpénzben a névértékszerű kamatnak csak $\frac{1}{4}$ jászt fizesse az ország, a másik 25%-ot engedje el a hitelező, mert ennyivel emelkedett a pénz vásárlóereje a kölcsönök felvétele óta.

Ez a terv nem nyújtana végleges rendezést, mert eltekintve attól, hogy növelné a fennmaradó adósságot, ami ellen alapvető kifogás merülhet fel — lényegében az ország teherbíróképességét meghaladó jövőbeni szolgáltatást állandósítana.

Felmerült az a terv is, hogy a Külföldi Hitelezők Alapja által kezelt tőkét a kötvényvédő egyesületek ingatlanok (bérház és földbirtok) vásárlására fordítsák. Ez a módszer csak bonyolódottabbá tenné a majdani rendezést a felgyülemelő bér és egyéb jövedelmek miatt.

XX.

Feltételezve, hogy sikerülne a font sterlingre szóló adósságok mai árfolyamát az angol viszonylatban fennálló tartozásoknál előfordulható legmagasabb elszámolási egység gyanánt

⁶⁰ Pester Lloyd 1932 okt. 7. szám.

elfogadtatni, az összes hosszúlejratú adósság (a jóvátételi teher figyelmen kívül hagyásával) 2880 millió pengő lenne.

A Békeszerződés módosításából és a magyar kiviteli felesleg értékesítési lehetőségének javításából származó vélt külkereskedelmi felesleg a legjobb esetben mintegy 80 millió pengő lehet.

A 7 és 7.5%-os bankzálogleveleknek nagyobb ellentállás felidézése nélkül 5%-ra leszállított kamatozásával szemben a jelzett árukiyiteli többlet legfeljebb 2.5%-os átlagos kamatfizetésre és hozzávetőleg 1%-os évi, névértéken végrehajtandó tőketörlesztésre elegendő. Ezen a körön belül mindenesetre valamennyi kötvénytulajdonosnak együttes mértékben kellene viselnie az áldozatokat.⁶¹ (Az alacsony, 4—5%-os címletek kamatozását az eredetinek oly hányadára kellene leszállítani, mint ami a 7.5%-ról a 2.5%-ra történő leszállítás folytán adódik.)

Az áldozat nagy, azonban nem erősebb, mint ami a Caisse Commune-értékek annakidején megvalósított rendezésénél fordult elő. A kamatvesztés ténye mellett nem megvetendő kárpótlást nyújthat a tőkekövetelés elvi épségben maradása és az eddigi bizonytalan helyzetet felcserélő biztató kilátások is.

A gazdasági lehetetlenülés kényszerítő hatásának nyomatékos kifejezésére a (Népszövetség, Nemzetközi Fizetések Bankja és a hitelezői érdekeltségek előtt az ország becsületes adósi mi voltának alátámasztására a módosított szerződéseket javulási záradékkal kellene fellátni, amelynek értéke abban állana, hogy nagyobb időközönként pártatlan nemzetközi szakértő testület vizsgálná meg az ország helyzetét, vajjon a javulás mértéke olyan-e, hogy az ideiglenesen enyhített terhek szigorítása zökkenő nélkül megvalósítható.

Gyakorlatilag ilyen módon lehetne a stresszi tárgyalás által előfeltételül kikötött „ideiglenes jelleget” keresztülvinni. A Határozatok S. §-a kimondja ugyanis: „ha a kiegyezés szükségesnek látszik, az lényegében ideiglenes jellegű legyen, számításba véve az általános jelenségek ezidőszertei helyzetét”, „ . . . mert lehetséges, hogy a világereszkedelem most a feléledés előestéjén áll”.

Külön megvitandó kérdéscsoportot alkot a hitelezői engedményeknek a belföldi végső adósokra történő áthárítása. Elvileg nem tanácsos a rendezés eme részletének a külföldi tárgyalások eredményes befejezése előtti felvetése, mert a tárgykör belső politikai felülete végeláthatatlan pörpatvar magját

⁶¹ Lényegtelen az adós szemszögéből, hogy Svájcban máris akadnak hangok, amelyek az adós államok által kimunkálendő fizetési mérlegfelesleget nem egyenlő arányban akarják a hitelezők között felosztani, hanem aszerint, amint könnyelmű, vagy komolyabb tételről van szó, a részesedés alacsonyabb, vagy magasabb legyen. (Neue Zürcher Zeitung 1982 nov. 1-i szám.)

hintené el, amelynek zaja nem kívánatos módon gyengítené azt a magyar álláspontot, hogy a rendezés elsősorban a fizetési mérleg egyensúlyba hozatalát célozza, Irányadóul szolgál a záloglevélkölcsönöknél már folyamatba tett új gyakorlat megokolásaként közzétett félhivatalos nyilatkozat, amely a mezőgazdasági ingatlanok és a bérháztulajdonosok közötti megkülönböztetés okait taglalja. A nyilatkozat szerint „habár a könnyítésekben kivétel nélkül minden adóosztály részletendő, az áthárítás mértéke tekintetében megkülönböztetés szükséges a válság folytán segítségre jobban rászorult egyes adóscsoportok között”.

Az adósok befizetéséből ilyenképpen előállható különbözetek mikénti felhasználása iránt megszívlelendő javaslatot nyújt dr. Nyulászi János,⁶² aki azt ajánlja, hogy e felesleg felhasználásával kellene támogatást nyújtani egyes oly kötvénybirtokos-intézményeknek, amelyek fennmaradása éppen a címletek jövedelmezőségétől függ.

Annak eldöntése, vajjon a rendezés végrehajtása után a külföldi fizetőeszközök forgalmának korlátozása érvényben maradjon-e, ugyancsak megoszló véleményeket felidéző kérdés, mert a hitelezők legnagyobb hányada, különösképpen angolok, az eddigi előjelek szerint éppen azért sürgetik a rendezést és éppen ezért hajlanak az áldozatokra, hogy ezen a réven a szabad árucseré megindulhasson. Mindössze azt kívánják, hogy úgy az adós államok, mint saját pénzkölcsönző szerveik a jövőben központi nyilvántartás segítségével szabályozzák az (egyed- adósegyedek és államok kölcsönigényeit).

Előrebocsátván, hogy a rendezés fényéből önként következne az, hogy a különféle utakon visszaáramló kötvénycímleteket tervszerű, vagy soronkívüli visszafizetésekre akadálytalanul használhassa fel tulajdonosa, nem tévesztendő szem elől az a tény, hogy Magyarország fizetési mérlege az elképzelhető; legjobb esetben is csak akkor biztosíthatja a kölcsönök mérsékelt kamat- és tőkeszolgáltatát, ha 'a másodlagos szükségletek által támasztott igények kielégítésének a külföldi fizetési forgalom központi kezelése révén a Jegybank gátat vet. Ellenkező esetben újabb nehézségek támadhatnak, amelyek nem utolsó sorban friss külföldi „kölcsöntőkék igénybevételére [vezethetnének.

*

Akkor, amikor a rövidlejáratú hitelek meghosszabbításával foglalkozó Hitelrögzítő Tárgyalásokon a kevésbé fontos részletek felett is néha hetekig tartó viták folynak, talán túlzottaknak tűnnek fel azok a kívánságok, amelyek a fentiekből

⁶² Pesti Tőzsde 1932 nov. 3. szám.

következően rendkívül súlyos áldozatokat kívannak hitelezőink egyetemétől. Közgazdaságunknak mégis bizakodással kell a jövőbe néznie, hiszen a körülmények kényszerítő voltánál fogva ma ezeket az áldozatokat, ha nem is bevallottan, a hitelezők sokkal nagyobb mértékben kénytelenek tudomásul venni és elszenvedni, mint amennyit az egyetemes rendezés kíván tőlük.

Mutató a táblázat német szövegéhez.

Tabelle über Ungarns langfristige	Táblázat Magyarország hosszú-
Auslandsschulden	lejáratú külföldi tartozásairól
Effektengattung	Név
Amortisationsfrist	Lejárat
Nominalwert (in Tausenden)	Névérték (ezrekben)
Auf Grund des Emissionskurses A	kibocsátási árfolyam alapján
ist eingeflossen (in Tausenden)	befolyt (ezrekben)
Umlauf (in Tausenden) Pengő	Kötvénykintlévőség (ezrekben) Pen-
Originalwert	gőben — eredeti külföldi valu-
	tában
Annuität (in Tausenden) in der Währung	frer Annuitás (ezrekben) külföldi va-
	lutában
Zurückgezahlt bis 31/XII. (in Tausenden)	1933 Visszafizetés 1931 dec. 31-ig (ez-
	rekben)
Zusammen — hie von auf Kapitaltilgung	Összesen — ebből tőketörlesztésre
Gezahlt wurden Halbjahre	jut
Staatsschulden	Hány félévet fizettünk
Nachkriegs-Titres	Államadósságok
Vorkriegs-Titres	Háború utáni adósság
	Háború előtti adósság
Nur mit inländischen Titres	Zahlung: Csak belföldi fizetési hellyel ellá-
stellen versehene Titres	tott cimlet
Staatsschulden insgesamt	Államadósságok összesen
Schulden staatlichen Charakters	Állami jellegű adósságok
Schulden der Municipien	Törvényhatóságok tartozása
Pfandbriefe und Lehnen der Banken	Kommunaldabankzáloglevelek és községi köt-
	vények
Pfandbriefe der altruistischen stalten	A Altruista pénzüzetek zálogleve-
	lei
Industriedarlehen und Schulden	Iparvállalatok tartozása és egyéb
	tartozások
Kirchendarlehen	Egyházak kölcsönei
Langfristige Nachkriegsemis-	Hosszúlejáratú háború utáni köl-
nen nach Währung der Glä-	csönkibocsátások a hitelező ál-
bigerstaaten gegliedert	lamok pénzüértéke szerinti sza-
	zalékos felosztásban

Zusammenstellung	über	Ungarns	Ösezesítés	Magyarország	külföldi
langfristige Auslandsschulden			hosszúlejáratú	adósságairól	
Jährliche Annuitätslast			Évi annuitásteher		
Gesamte Anleihendienst	seit	Kon A	Népszövetségi	kölcsön	felvétele
rahierung der	Völkerbund-Ar		óta teljesített	összes	kamat és
leihe (1924)			tőketörlesztési	szolgálat	
Hievon auf Kapitaletilgung			Ebből tőketörlesztésre jut		
Original-Emissionen	nach	dem	Eredeti, háború utáni kibocsátások		
Kriege					
Aufwertungslasten	aus	der	Vor-	Háború előtti, felértékelt terhek	
kriegszeit					
Nicht geschlossene,	auf	fremde	Nem zárt, de	külföldi	fizetőesz-
Währung lautende	Nachkriegs		közre szóló	háború	utáni kibo-
emissionen			csátások		

Ungarns Auslandsverschuldung.

Die langfristigen Auslandsverpflichtungen Ungarns beliefen sich am 31. Dezember 1931 auf 2798 Mill. P. Hiervon waren Nachkriegsschulden — nach Abzug der sich auf 142 Mill. P. belaufenden Kursdifferenz des Pfundes — 1224 Mill. P (43.7%). Der Betrag der valorisierten Vorkriegsschulden war 1324 Mill. P (47.3%). Der Kapitalwert der aus den Reparationen und auf Grund des Abkommens von Haag erwachsenen Verpflichtungen beträgt 250 Mill. P (9%). Ausserdem sind auf fremde Währungen lautende Pfandbriefe mit ausschliesslich inländischen Zahlungsorten im Betrage von 157 Mill, in Umlauf. Falls von diesen ein Teil in das Ausland abgewandert wäre, so würde dies doch durch die ursprünglich im Auslande placierte Schuldtitle, die sich gegenwärtig in inländischem Besitz befinden, paralytisch. Von dem Gesamtwert der langfristigen Auslandsschulden entfallen 1334 Mill, auf die Staatsschuld (hiervon 261 Millionen Nachkriegsschulden); 276 Mill, auf Schulden staatlichen Charakters (die ganze Summe stammt aus der Nachkriegszeit); 457 Mill, auf die Munizipien (hiervon 224 Mill. Nachkriegsschulden); 263 Mill, auf die Bankpfandbriefe (hiervon 14 Millionen noch aus der Vorkriegszeit); 116 Mill, auf die Pfandbriefe der altruistischen Geldinstitute (alles Nachkriegsschulden); 73 1 Mill, auf Industrieunternehmungen (hiervon aus der Vorkriegszeit 4 Mill.) und 30 Mill, auf sonstige Anleihen (alles Nachkriegsschulden). Von der Gesamtverschuldung entfallen 52.4% auf die Staatskasse (in Bulgarien 93%, in Polen 94%), 10.8% auf Verpflichtungen staatlichen Charakters, 17.9% auf die Munizipien und 4.6% auf die altruistischen Banken, die als staatliche Institute angesehen werden können, — der Anteil der öffentlichen Körperschaften an der Gesamtschuld beläuft sich also auf 85.7%. Auf die Pfandbriefe der Banken entfallen 10.3% und auf die Industrieunternehmungen 2.8%.

Auf Grund der Emissionskurse berechnet und angenommen, dass die Provision der Bankfirmen, wie bei der Völkerbunganleihe, 5% betrug, brachten die langfristigen ausländischen Kreditoperationen (die Völkerbunganleihe mitinbegriffen) dem Lande seit 1924 Devisen im Werte von 1320 Mill. P ein, — bei einem Nominalwert von 1549 Mill. P. Wenn der Pfundkurs nicht gefallen wäre, so betrüge heute die Kapitalsumme der Schulden 1366 Mill. P, also immer noch um 46 Mill, mehr als der Nettoertrag der Anleihen. Von den erhaltenen 1320 Mill, wurden seit dem Jahre 1924 für Zinsen und Amortisation 644 Mill. P in Auszahlung gebracht (183 Mill. Amortisation und 461 Mill. Zinsen). Die valorisierten Vorkriegsschulden beanspruchten während derselben Zeit Devisen im Werte von 221 Milli. P (hiervon entfallen auf die Amortisation 20 Mill. P). Der Schul-

dendienst der langfristigen Auslandsanleihen beanspruchte also während der 7 Jahre insgesamt 865 Mill. P, d. h. $\frac{2}{3}$ der Devisen, die die langfristige Neuverschuldung eintrug. Der Passivsaldo der zusammengefassten Handelsbilanzen des Landes in den Jahren 1924—1931 betrug 900 Mill. P, der Passivsaldo und der Schuldendienst zusammen 1765 Mill. P. Da die langfristigen Anleihen, wie wir sahen, netto 1320 Mill. P ergaben und da infolge des Friedensvertrages die Zahlungsbilanz dauernd passiv war, war die kurzfristige Auslandsverschuldung (1.8 Milliarden) unvermeidlich.

Für die ungünstigen — übrigens für ganz Mitteleuropa charakteristischen — Bedingungen der ungarischen Anleihen ist der Umstand verantwortlich, dass die Kreditgeber nicht berücksichtigten, dass auf dem Produktionswege jährliche Annuitäten von 9—11 Prozent — sowohl vom Gesichtspunkt des einzelnen Schuldners, wie von dem der Zahlungsbilanz des betr. Landes — nur im Falle einer dauernden Steigerung des Verbrauchs und einer passiven Handelsbilanz der Gläubigerländer geleistet werden können. Verantwortlich für die Ereignisse ist eigentlich der ungarische Schuldner; seine Schuld wird jedoch durch zwei Umstände verringert: 1. verantwortliche Stellen des Landes (der Präsident der Nationalbank, das Finanzministerium) haben in der Vergangenheit mehrfach sehr ernsthafte und wohlbegründete Mahnungen gegen die übermäßige Inanspruchnahme des Auslandskredites verlauten lassen. Dies hätten auch die ausländischen Kreditgeber nicht überhören dürfen; 2. infolge der Vernichtung des inländischen Kapitals durch Krieg, Besetzung und Inflation wäre das Land sogar bei noch ungünstigeren Bedingungen gezwungen gewesen, Auslandskredite in Anspruch zu nehmen. Den Schuldnerstaaten schwebte das Beispiel der Vereinigten Staaten vor, die die Grundlagen ihrer heutigen Privat- und Staatswirtschaft in der ersten Hälfte des vorigen Jahrhunderts ebenfalls mit Hilfe des Auslandskapitals geschaffen haben. Ausserdem dachten sie auch, dass das nach dem Kriege einsetzende Sinken des Goldwertes, bzw. das Steigen der Warenpreise andauern würde. Die Handelsbilanz Ungarns wies i. J. 1932 einen Passivsaldo von 5 Mill. P auf, — wogegen „die Zinsen und die Amortisation der kurz- und langfristigen Auslandsschulden jährlich 260 Mill. P erfordern. Einen Überschuss kann die ungarische Zahlungsbilanz allein bei dem Posten des Warenhandels erreichen. Dieser Überschuss könnte sich jedoch auch bei den früheren Warenpreisen und bei hemmungsloser Ausfuhr höchstens auf 100 Mill. P beziffern, da ja infolge der Aufteilung des Landes z. B. allein der Wert der Holzeinfuhr den der Weizenausfuhr aufwiegt, in manchen Jahren sogar zusammen mit dem der Mehlausfuhr. Die Unzulänglichkeit des normalen Warenexports des Landes aus dem Gesichtspunkte des Auslandsschuldendienstes wurde während der Inflationsperiode durch die ausverkaufähnliche Exportpolitik (Ausfuhr abmontierter Maschinen, von Zuchtvieh usw.), später aber durch übermäßige Inanspruchnahme ausländischen Kredites verschleiert. Heute wird es auch in den Gläubigerstaaten anerkannt, dass die Forderung Johann Teleszkys, der im Herbst 1931 als erster für das In-Ein'klang-Bringen der Jahressumme des Auslandsschuldendienstes mit der Handelsbilanz eintrat, berechtigt war. Dieselbe These vertreten u. a. W. Layton, Prof. Cassel, Sir Arthur Salter, Felix Somary, Pierre Quesnay, ferner das New Yorker Institute of International Finance, die wertvollsten

Organe der schweizerischen, englischen, amerikanischen und teilweise auch der holländischen Tages- und Wirtschaftspresse und schliesslich selbst die Konferenz von Stresa, die der durch den Sturz der Warenpreise verursachten gründlichen Änderung der Lage Rechnung tragend, mit Recht von einseitigen Verfügungen der Schuldner gewarnt und in Bezug auf die Gewährung von Konzessionen die Zuständigkeit der Gläubiger betont hatte. Das Problem der Verschuldung ist in Ungarn schwieriger als in den sonstigen Schuldnerstaaten, da hier zu dem Preissturz der Ausführprodukte auch die Auswirkungen des Friedensvertrages hinzutreten; und trotzdem mussten im vergangenen Jahre auch Griechenland, Bulgarien, Jugoslawien und Österreich zum Transfermoratorium Zuflucht nehmen und auch Rumänien musste um Konzessionen ansuchen. Aber auch mit Deutschland kann man die Lage Ungarns nicht vergleichen, da ja dieses Land aus dem Aufsperrn der Agrarschere infolge des landwirtschaftlichen Charakters seiner Einfuhr und des industriellen Charakters seiner Ausfuhr profitiert hat. Die Lage der Schuldnerstaaten ist heute in mancher Hinsicht schwieriger als unmittelbar nach dem Kriege, da ja damals die Gläubiger mit dem System der Caisse Commune und der Dettes Ottomane manche Erleichterung gewährten.

Eine Regelung der Auslandsschulden wäre nur auf dem Wege einer Änderung der territorialen Bestimmungen des Friedensvertrages und der Gewährung von Prämien durch die Gläubigerstaaten für die ungarische Warenausfuhr zu erreichen. Bei einer Aufrechterhaltung der Einschränkung des Devisenverkehrs würde sich auf diese Weise ein Aktivsaldo der Zahlungsbilanz in der Höhe von ca 80 Mill. P ergeben. Der jährliche Zinsendienst der kurz- und langfristigen Anleihen müsste auf dieses Mass reduziert werden. Da die Erfüllung dieser zwei Bedingungen Jahre in Anspruch nehmen könnte, müsste die Regelung möglichst bald in Angriff genommen werden. Bei der heutigen Form des Transfermoratoriums ist ja ein inflatorisches Anschwellen des Wechselportefeuilles der Notenbank unvermeidlich (die Privatschuldner können ja die hohen Annuitäten auch in der Landeswährung nicht entrichten); andererseits mussten die bei der Nationalbank in den Fonds Ausländischer Gläubiger einflussenden ca 100 Millionen schon im Laufe von 2 Jahren schwere Währungsstörungen verursachen, da ja der ganze Notenumlauf nur 300—350 Mill. P beträgt. Der ca 250 Mill. P betragende Schuldendienst müsste mit Unterstützung des Völkerbundes, in unmittelbaren Verhandlungen mit den Gläubigern, bereits in der nächsten Zukunft auf 80—100 Mill, herabgedrückt werden. Obzwar in Amerika bei den inländischen Privatschulden bereits Nachlässe auch von der Kapitalsumme gewährt werden, müsste Ungarn nur um Zinsherabsetzung ersuchen. Praktisch könnte dies folgenderweise gelöst werden: Der Kapitalwert der Vorkriegsschulden müsste auf den kapitalisierten Wert der herabgesetzten Zinsen reduziert werden und ausserdem müsste die Hälfte der bisher bezahlten Annuitäten mit rückwirkender Kraft als Tilgung der Kapitalsumme angerechnet werden. (Bisher haben die Gläubiger die Annuitäten als Zinsen verwendet.) Hierdurch würde der Kapitalwert der Vorkriegsschulden von 1324 auf 664 Mill. P herabgesetzt werden. Von den 1838 Millionen kurzfristiger Kredite müssten Posten insgesamt im Nennwerte von 1 Milliarde, als binnen kurzer Zeit nicht rück-

zahlbar, in langfristige Schulden konvertiert werden. Zusammen mit den aus einer vorherigen Regelung der langfristigen Verpflichtungen sich ergebenden 1880 Mill. P würde dies 2880 Mill. P ergeben, — die Verzinsung dieser Summe würde in der Zukunft nur 35—45% der bisherigen Verzinsung erreichen. Diese Zinsenlast wäre durch den von den Gläubigerstaaten garantierten Aktivsaldo der Handelsbilanz gedeckt. Bei sämtlichen Anleihen müsste den Schuldnern Rückkaufsrecht auf dem offenen Markte eingeräumt werden. Bis zur Zeit, wo sich die Zahlungsbilanz wieder aktiv gestalten würde, müsste der Staat auf Grund eines umgestalteten Transfermoratoriums die von den Privatschuldnern in den Fonds Ausländischer Gläubiger eingezahlten Annuitäten gegen seine eigenen langfristigen Fundierugs-Obligationen als Darlehen übernehmen. Die Stadt Budapest verfuhr in der letzten Zeit praktisch auf diese Weise. Es wäre jedoch unzulässig, dass einzelne Privatschuldner mit Rücksicht auf ihre verhältnismässig günstige Lage ungünstige neue Bedingungen eingehen: Die Schuldenrevision ist ja nicht nur eine Angelegenheit des Schuldners, sondern betrifft auch die Zahlungsbilanz des Landes und diese wird auch in der Zukunft für eine Verzinsung über 3% keine Deckung bieten können.