

Tomka Béla

A NÉMET TŐKE MAGYARORSZÁGON AZ ELSŐ VILÁGHÁBORÚ ELŐTTI ÉVTIZEDEKBEN

A gazdaságtörténetírás hagyományosan jelentős szerepet tulajdonít a dualizmus korában a magyarországi tőkeimportnak — mindenekelőtt az Ausztriából származó tőkebehozatalnak —, olyannyira, hogy a széleskörűen elfogadott vélemény szerint a dualizmus-kori magyar gazdasági fejlődés legfontosabb tényezője a külföldi tőke behozatala volt.¹

A külföldi tőke magyarországi jelenléte tehát önmagában is figyelmet érdemel, s figyelmet is kapott több szempontból. A francia és az angol tőke magyarországi tevékenységéről már születtek tanulmányok.² A német tőke magyarországi szerepe ellenben mindeddig nem indukált jelentősebb kutatásokat, annak ellenére, hogy ez az osztrák tőke mellett a dualizmus egyes periódusaiban nagy szerepet játszott, s különösen a századfordulótól mind jelentősebb volt. Tanulmányunk sem vállalkozik e hiány teljes pótlására, de kísérletet tesz arra, hogy az újabb nemzetközi kutatási eredmények, s esetenként elsődleges források felhasználásával mutassa be a kérdéskört. Különösen fontosnak tartjuk az idevonatkozó legújabb német kutatások felhasználását, hiszen ezek — mint látni fogjuk — helyenként a korábbinál pontosabb kép megrajzolását teszik lehetővé.³

Tanulmányunkban először a német tőkeexport és a magyarországi tőkeimport általános jellemzőit ismertetjük, majd a tőketranzakciók meghatározóira térünk ki. Ennek során szó lesz a tőkepiac működéséről, így a tőzsdék és a bankok szerepéről, de a politikai környezet befolyásáról is. Természetesen kísérletet teszünk a Németországból származó magyar tőkeimport volumenének és dinamikájának meghatározására is.

Elsősorban a portfolio-beruházásokat kísérjük majd figyelemmel az első világháborút megelőző mintegy két évtizedben. Ennek a forrásadottságok mellett az is oka, hogy ezek tették ki a németországi tőkeimport túlnyomó részét. A kronológiai határokat pedig az indokolja, hogy ez volt a német tőkeimport fénykora a világháború jóidőre annak végét jelentette.

¹ *John Komlos: Az Osztrák-Magyar Monarchia mint közös piac. Bp., 1990.; Berend T. Iván és Ránki György nem csak a hazai, hanem általában a kelet-európai gazdasági modernizáció legfontosabb jegyének tartotta a nagyarányú tőkeimportot: Berend T. Iván-Ránki György: Közép-Kelet-Európa gazdasági fejlődése a 19–20. században. Bp., 1969. 109.*

² *Ránki György: A francia tőke Magyarországon 1914-ig. Magyar történeti tanulmányok. IX. Debrecen, 1976. 58–72.; Kövér György: A brit tőkepiac és Magyarország: az Angol-Magyar Bank, 1867–1879. Századok, 1984. 3. szám. 486–513.*

³ Különösen Richard H. Tilly kéziratosa és megjelenés alatt lévő tanulmányaira támaszkodunk, melyek a kor német tőkeexportjának legújabb német feldolgozásait jelentik. *Richard H. Tilly: German Banks and Foreign Investment in Eastern and Central Europe before 1939. Manuscript. Úó: Some Comments on German Foreign Portfolio Investment, 1870–1914. Manuscript.*

Magyarország ma — csakúgy mint a vizsgált periódusban, az első világháborút megelőző két évtizedben — jelentős tőkeimportőr, így tárgyunknak lehet némi aktualitása is. Ráadásul a tőkebehozatal forrásaiban is jelentős az állandóság: a tőkeimportnak ma is fontos forrását képezi Ausztria és Németország. Ugyanakkor — mint látni fogjuk — a tőkeimport lebonyolításának módja, intézményi és egyéb feltételei a századfordulón jelentősen különböztek a maitól.

A külföldi német befektetések fő jellemzői

A német tőkeexport már a 19. század első felében is jelentős méreteket öltött, jóllehet még megbecsülni is nehéz ennek mértékét. A német pénzügyi központokban kezdetben elsősorban külföldi állampapírokat forgalmaztak, majd a vasútépítések megindulása után vasúti papírok is társultak hozzájuk. Összefüggő adatsorokkal az 1880-as évek elejétől rendelkezünk a külföldön végrehajtott német portfolió-beruházásokról.

A német piacon elhelyezett külföldi értékpapírok mennyiségére vonatkozóan három forrás használható: az úgynevezett bebocsátási statisztika (Zulassungsstatistik), a kibocsátási statisztika (Emissionsstatistik) és az „értékpapírbélyegzési” statisztika (Effektenstempel-statistik). Ami a statisztikák elsőként említett típusát illeti, a tőzsdei kereskedelembe bebocsátott értékpapírokról a német statisztikai hivatal 1897 után adott ki adatsorokat. Ezek azonban nem veszik figyelembe azt, hogy az engedélyezést követően a kibocsátás valóban megtörtént-e, s amennyiben igen, a teljes engedélyezett összegben valósult-e meg. Különösen félrevezető lehet ez a statisztika, ha az újonnan engedélyezett papírok régebbiek konverziójaként kerültek kibocsátásra.⁴ A kibocsátási statisztika legfőbb forrása a kor neves német közgazdasági folyóirata, a *Der deutsche Ökonomist*, ami 1883-tól kezdődően közölt ilyen adatokat.⁵ Legfontosabb adatbázisát a kibocsátások nyilvánosságra hozott eredményei jelentették, s a folyóirat maga is végzett rendszeres felméréseket a kibocsátások sokerességét illetően. Ennek ellenére gyakran így is csupán becslésekről volt szó. A statisztikák harmadik típusának alapja az volt, hogy a Németországban kibocsátott, illetve az országba behozott külföldi értékpapírok után adót kellett fizetni, amit a papírok bélyegzésével igazoltak. A befolyt összegeket statisztikailag is feldolgozták, s különböző folyóiratok illetve lapok le is közölték azokat (*Frankfurter Zeitung*).

A fenti adatforrások mindegyike rendelkezett tehát hiányosságokkal, így célszerűnek tűnik többet is megismerni a különböző statisztikákat felhasználó számítások közül. Annál is inkább indokolt ez, mert jóllehet a vizsgált periódus német tőkeexportjára vonatkozóan a számításokban nincs hiány, a fenti módszertani problémák fényében talán nem is tűnik különösnek, hogy nem találunk standard, általánosan elfogadott adatokat.⁶

⁴ Paul Arndt: *Neue Beiträge zur Frage der Kapitalanlage im Auslande*. Zeitschrift für Sozialwissenschaft. N.F. VI. Jg. 1915. 443.

⁵ Hermann Kleiner: *Emissions-Statistik in Deutschland*. Stuttgart-Berlin, 1914. 7.

⁶ Csak néhány jelentősebb munkára utalunk az alábbiakban nem idézettek közül: G. Schmoller: *Einleitung zu den statistischen Anlagen der Börsen-Enquete-Kommission*. Berlin, 1893.; A. Sartorius v. Waltershausen: *Das volkswirtschaftliche System der Kapitalanlage im Auslande*. Berlin, 1907.; K. Helfferich: *Deutschlands Volkswohlstand, 1888-1913*. Berlin, 1915.

Hely hiányában most nem nyílik módunk az összes statisztika részletes ismertetésére, csupán a kibocsátási statisztikák vonatkozásában vállalkozunk erre. Azért választottuk ezt a típust, mert a Der deutsche Ökonomist ezeken alapuló tudósításai és számításai a legnagyobb időtávot fogják át, s már a kortársak is a leggyakrabban ezeket a statisztikákat vették alapul számításaik során. Erre példa Paul Arndt kortárs becslése, melyet az 1. sz. táblázat mutat, s a kibocsátási statisztikákon alapul.

1. sz. táblázat. A német külföldi portfolio-beruházások földrajzi megoszlása, 1897-1914 (milliárd márka)

	Új kibocsátások	
	1897-1906	1907-1914
Európa	7,1	5,5
Észak-Amerika	4,0	1,1
Közép-Amerika	0,7	0,6
Dél-Amerika	0,2	0,8
Ázsia	1,7	0,9
Afrika, 0,2		
Összesen	13,7	9,0

Forrás: Paul Arndt: *Wesen und Zweck der Kapitalanlage im Ausland. Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft. N.F. 6. 1915.*

2. sz. táblázat. Értékpapírbebecsátások a német tőzsdékre, 1897-1914

	Tőzsdéi bebecsátások		
	1897-1906	1907-1914	1897-1914
Európa			
Magyarország	582	1474	2056
Ausztria	797	1090	1887
Oroszország	3231	1042	4273
Románia	475	513	988
Bulgária	91	81	172
Szerbia	152	30	182
Törökország	353	296	649
Amerika			
Egyesült Államok	3842	476	4318
Kanada	153	666	819
Argentína	57	569	626
Mexikó	578	507	1085
Ázsia			
Kína	366	348	714
Japán	1290	444	1734
Afrika			
Marokkó	-	82	82
Rhodézia	-	61	61

Forrás: Arndt: *Neue Beiträge zur Frage der Kapitalanlage im Auslande i.m. 459.*

Szintén Arndt a forrása a következő, immár részletesebb földrajzi bontást tartalmazó táblázatunknak, ami abban is különbözik az előzőtől, hogy a bebecsátási statisztikákat hasznosította. (2. sz. táblázat.) Nem mond ennek ellent H. Feis 1930-as munkája, melyben megállapítja, hogy „az átlagos évi beruházás a háború előtti 20 évben körülbelül 600 millió márka volt, beleértve a tengerentúli ban-

kokba történt befektetéseket.”⁷ Feis igyekezett szintetizálni a kortárs számításokat. Az ő eredményeit a 3. sz. táblázat mutatja.

3. sz. táblázat. A német külföldi beruházások állományának alakulása, 1883–1914 (milliárd márka)

Év	Összeg
1883	5
1893	10–13
1905	15–18
1914	22–25

Forrás: Herbert Feis: *Europe: The World's banker, 1870–1914. New Haven, 1930. 71.*

Feis számai esetében tőkeállományról van szó, ezenkívül pedig már nem csupán a portfolio-beruházásokat vette figyelembe. Ez magyarázhatja, hogy Arndtnál kissé magasabb eredményekhez jutott. Nála is valamivel magasabb szintet kapott R. H. Tilly, akinek becslései szerint az 1870-es évek eleje és 1913 között 3-ról 23–25 milliárd márkára nőtt a németek által birtokolt külföldi értékpapír-állomány mennyisége.⁸ Ugyanezen időszak alatt pedig a német közvetlen beruházások külföldön 6–7 milliárd márkát tettek ki.⁹ R. H. Tilly már Kelet- és Közép-Európára vonatkozóan is fontos számításokat végzett, mint ezeket több táblázatunk is mutatja. (5–6–7. sz. táblázat.)

4. sz. táblázat. A német hosszúlejáratú tőkeberuházások földrajzi megoszlása 1914-ben (milliárd márka)

Európa	Tőkeberuházások	Európán kívüli területek	Tőkeberuházások
Ausztria-Magyarország	3,0	Afrika (beleértve a német gyarmatokat)	2,0
Oroszország	1,8	Ázsia (beleértve a német gyarmatokat)	1,0
Balkáni országok	1,7	Egyesült Államok és Kanada	3,7
Törökország (beleértve ázsiai részeit)	1,8	Latin-Amerika	3,8
Franciaország és Nagy-Britannia	1,3	Egyéb területek	0,5
Spanyolország és Portugália	1,7		
Európa egyéb területei	1,2		
Összesen	12,5	Összesen	11,0

Forrás: Herbert Feis: *Europe: The World's Banker, 1870–1914. New Haven, 1930. 74.*

5. sz. táblázat. A német portfolio-beruházások Ausztria-Magyarországon és Kelet- és Közép-Európában, 1883–1913 (millió márka)

Év	Magyaro.	Ausztria	Oroszo.	Balkán*
1883	74	72	66	19
1884	79	36	270	322
1885	81	94	174	20
1886	0	61	43	16
1887	0	43	5	0

⁷ Herbert Feis: *Europe: The World's Banker, 1870–1914. New Haven, 1930. 71–72.*

⁸ Tilly: *German Banks and Foreign Investment* i.m. 4.

⁹ Tilly: *German Banks and Foreign Investment* i.m. 5.

Év	Magyaro.	Ausztria	Oroszo.	Balkán*
1888	45	43	23	37
1889	0	52	7	36
1890	0	36	0	0
1891	0	25	0	41
1892	1	13	0	29
1893	177	89	0	23
1894	0	49	70	36
1895	42	90	129	32
1896	104	92	93	28
1897	143	3	240	3
1898	37	26	236	64
1899	18	17	0	0
1900	55	1	0	0
1901	0	26	148	0
1902	52	110	262	45
1903	1	73	5	10
1904	57	13	24	0
1905	7	11	308	109
1906	0	39	0	36
1907	5	0	0	12
1908	47	0	17	42
1909	14	15	128	38
1910	16	76	87	85
1911	97	49	107	0
1912	0	28	97	23
1913	73	110	49	102

*Románia, Szerbia, Bulgária.

Forrás: Tilly: *German Banks and Foreign Investment i.m. 36.*

6. sz. táblázat. A német portfolio-beruházások Kelet- és Közép-Európában, 1883–1913 (millió márka, folyó áron)

	1883–1895		1896–1913	
	Adósság	Rv.tulajdon	Adósság	Rv.tulajdon
Ausztria	528	131	423	86
Magyarország	492	8	698	30
Balkán-országok*	312	0	529	68
Oroszország	757	30	1598	206
Összesen	2098	169	3248	390

*Románia, Szerbia, Bulgária.

Forrás: Tilly: *German Banks and Foreign Investment i.m. Table Three.*

7. sz. táblázat. A német portfolio-beruházások Kelet- és Közép-Európában típusok szerint, 1883–1913 (millió márka, folyó áron)

	Állami	Városi	Vasút	Magán	Összesen
Ausztria	535	117	513	222	1387
Magyarország	903	101	53	168	1225
Balkán-országok*	735	60	39	85	919
Oroszország	1008	21	1314	236	2579

*Románia, Bulgária, Szerbia

Forrás: Tilly: *German Banks and Foreign Investment i.m. Table Four.*

A fenti adatok Magyarországra vonatkozó tanulságaira később még visszatérünk, előbb azonban célszerűnek tűnik ezek alapján — figyelembe véve kisebb ellentmondásaikat is — a német tőke kivétel néhány általános jellemzőjének megállapítása a 19. század utolsó évtizedeiben és a 20. század elején. Ezek a következők:

- Németországot a világháború előtt a harmadik legnagyobb tőkeexportőrnek tekinthetjük Nagy-Britannia és Franciaország után;¹⁰
- Észak-Amerika magas aránya a német tőke kivételben az 1900-as évtized közepétől drasztikusan visszaesett;
- Európa jelentősége ezzel párhuzamosan nőtt;
- a világháború előttre a külföldi német tőkebefektetések szétforgácsolódtak a korábbi beruházási struktúrához képest;
- az Európán belüli befektetések kiemelt célpontja volt az Osztrák–Magyar Monarchia, jelentősen megelőzve Oroszországot, s a balkáni országokat egyaránt.

Az intézményes feltételek

A tőkeimport lebonyolításában mindenekelőtt a frankfurti, majd az 1880-as évektől a németországi pénzügyi életben egyre nagyobb szerepet betöltő berlini tőzsdének jutott kiemelkedő feladat. Kettő kivételével minden Berlinben jegyzett állampapírt Frankfurtban is jegyeztek.¹¹ Frankfurtban különösen erősen voltak képviselve a közlekedési vállalatok papírjai: 1912 végén a jegyzett 242 féle külföldi papírból 102 közlekedési vállalaté volt.¹² Ezzel is összefügg az, hogy Ausztria–Magyarország a legnagyobb számú értékpapírral — többnyire vasúti kötelezvényeivel — volt jelen ezen a börzén. (8. sz. táblázat.)

A német magánbankházak — közülük mindenképpen említésre érdemes a Bleichröder, a Mendelssohn, a Speyer, a Wartburg, és a Rothschild-ház — jelentősége ugyan a századfordulóra már jelentősen hanyatlott, ezek Frankfurthoz kötődő tevékenységének eredménye volt azonban az, hogy még 1912 végén is sok olyan papírt jegyeztek a frankfurti tőzsdén, melyeket Berlinben nem.¹³

8. sz. táblázat. A frankfurti tőzsdén jegyzett külföldi értékpapírok számának országok szerinti megoszlása 1912 végén

	Értékpapírfajta	Kibocsátás
Osztrák–Magyar Monarchia	78	148
Észak-Amerika	38	59
Oroszország	26	58
Olaszország	18	23
Skandinávia	15	25
Törökország	10	21
Svájc	12	14
Balkán-országok	6	19
Egyéb európai országok	15	21

¹⁰ 1913-ban Nagy-Britannia 82–84 milliárd márkás, Franciaország 36–40 milliárd márkás külföldi befektetésállománnyal rendelkezett.

¹¹ *Otto Wormser: Die Frankfurter Börse. Tübingen, 1919. 106.*

¹² *Manfred Pohl: Deutscher Kapitalexport im 19. Jahrhundert. Frankfurt am Main, 1977. 42.*

¹³ *Wormser: i.m. 220–228.*

	Értékpapírfajta	Kibocsátás
Európán kívüli országok	17	44
Egyéb	7	7
Összesen	242	439

Forrás: Pohl: *Deutscher Kapitalelexport im 19. Jahrhundert. i.m. 43.*

Berlin növekvő jelentősége összefüggött azzal, hogy míg Frankfurtban hosszú ideig a magánbankházak voltak a külföldi értékpapírkibocsátások végrehajtói, addig a 19. század utolsó évtizedeiben ez a tevékenység már egyre inkább a nagy berlini részvénytársasági bankokhoz kapcsolódott.¹⁴ A német nagybankok e kiemelkedő szerepe megmutatkozott a külföldi értékpapírok átvételében, németországi forgalmazásában.¹⁵ Négy közülük különösen kimagaslott tőkeerejét tekintve. Ezen úgynevezett „D-bankok” közé a Deutsche Bank, a Deutsche Disconto-Gesellschaft, a Dresdner Bank és a Bank für Handel und Industrie (más néven Darmstädter Bank) tartoztak. Egy következő csoport elmaradt ugyan tőlük tőkeerejében, de szintén igen fontos szerepet játszott a tőkeimport lebonyolításában (Commerzbank, Nationalbank für Deutschland, Berliner Handelsgesellschaft, Schaffhausen Bankverein).¹⁶

Bizonyos mértékű munkamegosztás is kialakult a német nagybankok között a külföldi piacokon. Így az Osztrák–Magyar Monarchiában kiemelkedően aktív volt a Darmstädter Bank – együttműködve a Rothschild-házzal. A német nagybankok számos összeköttetést létesítettek külföldön, sőt bankokat is alapítottak. Magyarországon azonban, sőt az egész Monarchiában sem ismerünk ilyen saját alapítást korszakunkban. Ennek oka lehetett, hogy az osztrák és magyar bankok közvetlen német tulajdonosi befolyás nélkül is megfelelő partnerek voltak.

A nagybankok tehát jelentős befolyást gyakoroltak nagy hálózatuk és kapcsolattrendszerük révén, de mint Feis megjegyzi, az egyéni beruházók Németországban lényegesen nagyobb függetlenséget őriztek meg, mint Franciaországban. A magánbankok nagyobb önállósággal rendelkeztek, mint ott, s a német pénzügyi saját is tájékozottabb és tárgyilagosabb volt.¹⁷

A német és magyar bankok külföldi piacokon való együttműködése mindezekelőtt a Balkánon volt jellemző. Itt az egyik legkarakterisztikusabb kooperáció a Marmorosch, Blank et Co. bukaresti bank esetében bontakozott ki.¹⁸ A legrégebb és legfontosabb román bankok közé tartozó pénzügyi intézet évtizedekig magáncéggként működött, majd kommandittársasággá alakult, 1905-től pedig részvénytársaságként dolgozott tovább. A Bank für Handel und Industrie (Darmstädter Bank) már a kommandittársaságban is részesedett a Pesti Magyar Kereskedelmi Bank mellett, majd a Berliner Handelsgesellschaft is tulajdonos lett, s a világháború előttre a két német bank már a részvények közel felét birtokolta. Igaz, a bank függősége a német pénzforrásoktól nem volt ilyen egyenesvonalúan növekvő, hi-

¹⁴ Hellmut Gebhard: *Die Berliner Börse*. Berlin, 1928.

¹⁵ Hermann Zickert: *Die Kapitals-Anlage in ausländischen Wertpapieren*. Berlin, 1911. 16–20.

¹⁶ Karl E. Born: *Geld und Banken im 19. und 20. Jahrhundert*. Stuttgart, 1977. 324.

¹⁷ Feis: i.m. 67.

¹⁸ Hegedüs Loránt: *A Pesti Magyar Kereskedelmi Bank keletkezésének és fennállásának története*. II. k. 1892–1917. Bp., 1917. 239–245.

szen a külföldi tulajdonosok mind kevesebb betétet tartottak a banknál a világháborúhoz közeledve.¹⁹

A nemzetközi bankegyüttműködés jellemző formáját a konzorciumok, azaz alkalmi pénzügyi társulások képezték, melyek során német és magyar bankok is közös vállalkozásokat alkottak. A legnevesebb az Ausztria-Magyarország államkölcsöneinek lebonyolítására létrejött úgynevezett Rothschild-csoport volt, melynek a Magyar Általános Hitelbank is tagja lett. A konzorcium az 1864-es 70 millió forintos osztrák ezüstkölcsön lebonyolításakor alakult, amiben a Rothschild-bankház mellett a bécsi Creditanstalt és a német Disconto-Gesellschaft is részesedett. Utóbbi kezdetben 1/3-os aránnyal rendelkezett a tranzakciók során, s természetesen más német bankoknak is alrészeseledést biztosított. Ez a csoport jutott meghatározó szerephez 1873-tól kezdődően egészen az első világháborúig a magyar államhitel területén is. A 9. sz. táblázat a csoport összetételét mutatja két magyar államkölcsön lebonyolítása során. Legfőbb jellemzőként látható a Magyar Általános Hitelbank, illetve rajta keresztül a magyar pénzügyi piac nagyarányú előretérése 1875 és 1908 között, mindenekelőtt a magánbankházak rovására.

9. sz. táblázat. Részesedések a magyar államkölcsönökben
1875-ben és 1908-ban (%)

	1875 (6%-os aranyjárdék)	1908 (4%-os koronajárdék)
Creditsanstalt	18	17,7
M. Wodianer	5	-
S. M. von Rothschild	40	21,07
R. Freres		
M.A.R. und Söhne	-	12,073
Bodencreditanstalt	-	32,663
Magyar Általános Hitelbank	9	7,123
Deutsche Disconto-Gesellschaft	19,5	3,373
S. Bleichröder	5	1,5
Bank für Handel und Industrie	3,5	-
Mendelssohn und Co.	-	4,498

Forrás: Kövér: *Az Osztrák-Magyar Monarchia bankjai i.m. 54.*

A magyarországi tőkeimport. Németország mint tőkeforrás

Mint említettük, a szakirodalom hagyományosan a dualizmus-kori magyar gazdasági fejlődés legfontosabb tényezőjének tartja a tőkeimportot. John Komlos szerint az 1890-es évek elejéig a magyar gazdaságba áramló 2 milliárd K-nak döntő szerepe volt abban, hogy „nem volt jele gazdasági visszaesésnek”.²⁰ Nem csupán a közvetlenül a gazdaságba fektetett tőke jön számításba ebből a szempontból, hiszen a kormány által kibocsátott értékpapírok háromnegyedét külföldiek vásárolták meg, s ilyen módon az állam rendes működési költségeit és különböző iparfejlesztő és egyéb programjait finanszírozták, ezáltal pedig azok a hazai gazdaságtól nem szívtak el a fejlődéshez szükséges tőkét.

¹⁹ Kövér György: *Az Osztrák-Magyar Monarchia bankjai a nemzetközi pénzügyi kapcsolatok rendszerében.* In: *Iparosodás és modernizáció.* Debrecen, 1991. 48.

²⁰ Komlos: *i.m. 167.*

Igaz, a tőkeimport relatív jelentősége hozzávetőlegesen a századfordulótól kezdődően csökkent, hiszen — mint egy másik szerző írja — „amíg az 1890-es években a külföldi tőke részesedése azután a magyarországi beruházásokban elérte az 50%-ot, addig az 1900 és 1913 közötti tőkebefektetéseknek már csak egynegyed része származott külső forrásokból, háromnegyed részét a belső felhalmozás fedezte.”²¹ Hasonlóképpen változott a tőkeimport forrása is az 1890-es évek elejétől. Addig Ausztria minden más országot messze megelőzött, de részesedése a magyar gazdaság finanszírozásában fokozatosan csökkent: míg 1892-ben a magyar értékpapírok fele itt talált gazdára, 1901-ben 34%-ra, 1912-re pedig 21%-ra mérséklődött a másik birodalomfél aránya.²² Ausztriát mindenekelőtt Németország pótolta ettől kezdve. Katus László szerint a befektetett német tőke összege 1913-ban meghaladta a 2 milliárd K-t. Összehasonlításképpen, a vámkülföldi tőkeforrások között második helyen álló Franciaország befektetései 1 milliárd K-ra rúgtak,²³ illetve egy másik becslés szerint ennél valamivel kevesebbre, mintegy 900 millió K-ra tehetők.²⁴

A németországi tőkeimport közül az államkölcsonök, a vasúti kölcsönök, a záloglevelek és egyéb közületi kölcsönök, s a bank- és ipari működőtőkebefektetések formájában végrehajtott beruházásokat vizsgáljuk.

Mielőtt szemügyre vennénk az államkölcsonök hivatalos magyarországi statisztikáját, ezúttal is fel kell hívnunk a figyelmet néhány módszertani problémára.²⁵ Magyarország esetében a tőkeimport nagyságának megítélését nehezíti az ország sajátos helyzete Ausztriához való viszonyában. Egyrészt ellentmondásosan ítélték meg már a kortárs statisztikusok is, hol külön államként kezelve Magyarországot, hol pedig csupán a vizsgálati egységet jelentő Monarchia részének tartva. Másrészt a vámkülföldi tőkebefektetések gyakran Ausztriába irányultak ugyan, de onnan Magyarországra kerültek végül, az osztrák tőkebehozatali statisztikában megjelenve. Fontos körülmény az is, hogy a hivatalos magyarországi adatok az államkölcsonök címleteinek területi megoszlásáról „az esedékes szelvények beváltási helye alapján készültek”.²⁶ Ennek következtében torzítást tartalmazhatnak több szempontból is. A külföldi illetőségű személyek értékpapírjukat gyakran nem is otthon őrizték, hanem például magyarországi bankoknál, s így a szelvénybeváltás is itt történt — szintén torzítva ezzel a statisztikát. Előfordulhatott ez már csak azért is, mert a szelvénybeváltóhelyek nem oszlottak meg egyenletesen. Másrészt a szelvénytulajdonosok gyakran kihasználták, hogy az adott valutaviszonyok mellett nem volt mindegy a beváltás helye, s így nem a „lakóhelyük” szerint várható helyen vitték a szelvényeket pénztárhoz. Ezenkívül a nemzetközi fizetőforgalomban az esedékes szelvényeket esetenként kvázi váltó funkcióval ruházták fel, azaz országhatárokon keresztül történő fizetési kiegyenlítésre használták azokat.²⁷

²¹ Katus László: Magyarország gazdasági fejlődése, 1890–1914. In: Magyarország története. 7/1. Bp., 1978. 286.

²² Katus: i.m. 286.

²³ Katus: i.m. 287.

²⁴ Ránki: A francia tőke i.m. 71–72.

²⁵ Erre lásd általában: Kövér György: A dualizmus-kori tőkeimportsámítások historiográfiai és módszertani kérdései. Aetas, 1992. 4. szám. 5–18.

²⁶ Fellner Frigyes: A nemzetközi fizetési mérleg és alakulása Magyarországon. Bp., 1908. 73.

A megoldást az egyes hitelműveletek számbavétele jelenthetné. Statisztikai nehézségek azonban — mint láttuk — itt is jelentkeznek, így ez a módszer sem nyújthat teljesen pontos képet. Mindenesetre egy ilyen megközelítésre tett kísérletet német részről R. H. Tilly.

A magyar állami papírok nem voltak népszerűek az osztrák befektetők körében egészen az 1870-es évtized végéig. A magyar államhitelek forrásai ebben a korai szakaszban elsősorban vámkülföldön voltak találhatóak. 1873 után azonban jóidőre megrendült az osztrák befektetők bizalma az ipari és egyéb vállalkozásokban, s ez — párhuzamosan a kiszámíthatóbbá vált politikai viszonyokkal — mind nagyobb mértékben arra ösztönözte őket, hogy magyar állampapírokat is vásároljanak. Ebben a periódusban vált a Creditanstalt-Rothschild konzorcium a magyar állampapírok rendszeres átvevőjévé. 1881 és 1887 között például a Creditanstalt-Rothschild páros 280 millió forint értékű magyar államkötvényt vett át.²⁸ Döntően Ausztriában helyezték el azokat, de a vámunió kívüli piacok fokozottabb magyar államkötvényvásárlásai is jelentősen hozzájárultak a hazai piac tehermentesítéséhez. (10. sz. táblázat)

1902 után világosan csökkent — legalábbis 1905-ig — a magyar államadósági papírok után külföldre történő kamat- és tőkefizetés, mivel a papírok jelentős része hazaáramlott, mindenekelőtt Ausztriából. A magyar értékpapírok visszaszorulása az osztrák piacon a politikai sülődások mellett az osztrák papírokhoz viszonyított hozamuk csökkenésének eredménye volt. Ezenkívül újra megélnékült az ipari papírok iránti kereslet is.²⁹ 1902-ben 1,593 milliárd K, míg 1905-ben 1,073 milliárd K magyar állampapír volt Ausztriában elhelyezve. Mindenekelőtt a magyar piacnak kellett felvennie az osztrák piacról kiáramló magyar államkötvényeket. 1905-re — mint Komlos írja — a hazai részesedés az állampapírok tulajdonából 1 milliárd K-val emelkedett. Ennek következtében az állami hitel-felvételek kiszorító hatása jelentősen nőtt, az ipari papírok rovására.³⁰

Az Ausztriából eladott papírokat Magyarországon kívül döntően franciaországi és németországi vevők vásárolták meg. Franciaország már az 1890-es években is hozzávetőleg 300 millió K értékű magyar állampapírt szívott fel. Az 1900-as évtized közepén azonban ezek nagy hányada elkerült onnan.

A franciaországinál tartósabbnak bizonyult Németország felvevő szerepe. A német arány a magyar államkölcönökben 1901-től ugrott meg újra, egy év alatt 20,9%-ról 26,9%-ra, majd 1904-ben tetőzött 33%-kal.³¹ A német piacnak valószínűleg ez volt a legnagyobb hozzájárulása a magyar államhitelek szilárdságához, hiszen az 1900-tól kezdődően Franciaországból, majd az 1902-től kezdődően Ausztriából kiáramló magyar államkötvényeket ez a piac vette fel. (11. sz. táblázat.)

Az 1900-as évtized közepétől Ausztria újra nagyobb mértékben vett fel magyar állampapírokat. Ezzel párhuzamosan a vámkülföldi érdeklődés csökkent i-

²⁷ Erre lásd: *Fellner: A nemzetközi fizetési mérleg* i.m. 73–74.

²⁸ *Eduard März: Österreichische Industrie- und Bankpolitik in der Zeit Franz Josephs I.* Wien, 1968. 231.

²⁹ *Richard L. Rudolph: Banking and Industrialisation in Austria-Hungary.* Cambridge, 1976. 70.

³⁰ *Komlos: i.m.* 187.

³¹ *Fellner: A nemzetközi fizetési mérleg* i.m. III. kimutatás.

rántuk. Mindent összevéve azonban az állampapírok felvevőpiaca immár főként Magyarország volt ekkoriban.

10. sz. táblázat. Magyar kötvények állománya a Monarchián kívül,
1892–1913 (millió K)

Év	Magán	Kommunális	Állami	Összesen
1892	185	n.a.	662	847
1896	423	n.a.	1417	1840
1901	751	n.a.	1657	2408
1903	866	n.a.	1971	2837
1913	893	1092	2056	4041

Forrás: Komlos: i.m. 187.

A különböző módszerekkel készült statisztikák ugyan közvetlenül nem összehasonlíthatóak, de néhány megjegyzésre mégis alkalmat nyújthatnak. Az állami kölcsönök központi helyéhez nem fér kétség a periódus során. (10. sz. táblázat.) Ugyanakkor a kibocsátási statisztika a vasúti és a városi papírok összegét igen alacsonyra teszi. (7. sz. táblázat.) Ennek oka részben az, hogy a németországi állomány jelentős részét a másodlagos forgalomban szerezték be, másrészt pedig kibocsátásuk jelentős részben állami garanciavállalással történt, s így az állami papírok közé sorolták őket.

11. sz. táblázat. A magyar államkölcsönök címleteinek területi megoszlása
országok szerint

Év	Összesen (millió K)	Magyaró. (%)	Ausztria (%)	Németo. (%)	Franciaó. (%)	Anglia (%)	Hollandia (%)
1868	544,6	89,1	10,9				
1873	987,2	36,0	22,0	16,9	6,4	18,5	0,5
1878	1779,6	37,9	14,5	15,7	9,2	17,8	4,8
1893	4379,8	22,5	61,0	13,8	2,5	0,3	0
1896	4526,0	37,1	31,6	25,1	4,8	1,4	0
1900	4997,8	34,9	32,3	20,9	10,3	1,6	0
1905	5146,7	39,6	20,9	30,5	7,4	1,5	0,3
1910	5440,6	43,1	24,8	26,9	3,6	1,2	0,4
1913	6229,3	45,2	32,8	25,6	5,7	1,3	0,2

Forrás: Fellner Frigyes: A nemzetközi fizetési mérleg és alakulása Magyarországon. Bp., 1908. III. kimutatás.; Fellner Frigyes: Ausztria és Magyarország nemzeti jövedelme. Bp., 1916. VII. táblázat.

A századforduló előtti évtizedben a külföld már jelentős érdeklődést mutatott a nem állami magyar értékpapírok iránt is. Az 1892 utáni tíz év folyamán közel 700 millió K-t fektettek magánvállalkozásokba. Ennek forrása több mint felerészben Németország volt.³² Különösen a helyi érdekű vasutak finanszírozása történt jelentős mértékben német tőkével ekkor. Az elnevezés jórészt kisebb forgalmú, de állami kezelésben lévő vasutakat takart.

³² Komlos: i.m. 189.

A kiegyezés előtt a vasútépítésbe áramló tőke 85%-a külföldről jött. Ezt követően némileg mérséklődött ez az arány, főként az állam megismert fokozottabb szerepvállalása miatt a hitelfelvételekben. 1904-ben mindenesetre számos jelentős helyi érdekű vasútban nagyarányú többségi német tulajdont találhatunk (Budapest-Esztergom-Füzfői h.é.v., Győr-Veszprém-Dombóvári h.é.v. stb.).³³ Ekkor összességében Németországban volt a legtöbb helyi érdekű vasúti részvény elhelyezve külföldön, messze megelőzve Ausztriát. (12. sz. táblázat.) Az úgynevezett fővasutak (Kassa-Oderbergi vasút magyar része, Győr-Sopron-Ebenfurti vasút stb.) esetében pedig ez az arány még nagyobb volt. A déli vasút magyar részének vámkülföldön lévő részvényeit nem számítva — ezek megoszlása nem ismeretes — 1904-ben német tulajdonban volt a 1 045 864 000 K értékű vasúti értékpapír 39%-a, messze megelőzve az osztrák részarányt (8,2%).³⁴

A jelzett okokból a németországi kibocsátási statisztika alapján készített összeállítás (7. sz. táblázat) a Fellner által közreadott értéknél jóval kisebbre teszi a magyar vasúti papírok németországi tulajdonát. Annál is kevésbé lehetne érvényes ez az igen alacsony érték, mert néhány külföldi — köztük német — pénzintézet tulajdonában jelentős összegű magyar helyi érdekű vasúti részvény volt 1904 végén: a Centralbank für Eisenbahnwerte, Berlin 38 667 400 K, a Vereinigte Eisenbahnbau und Betriebsgesellschaft, Berlin 7 040 200 K, az Eisenbahn Rentenbank, Frankfurt am M. 47 781 600 K, az Eisenbahnbank, Frankfurt am M. 11 532 800 K, a Lokalbahn AG, München 20 774 400 K, a Bank für Transportwerte in Basel 13 128 500 K, és a Banque Belge de chemins de fer Bruxelles 16 000 000 K-nyit tartott tárcájában.³⁵

12. sz. táblázat. A helyi érdekű és egyéb magánvasutak címleteinek elhelyezése 1904 végén (1000 K)

	Magyarország		Ausztria	Németo.	Belgium	Svájc	Külföldön
	Törzsrv.	Elsőbbségi rv.	Els. rv.	Els. rv.	Els. rv.	Els. rv.	
Helyi érdekű vasutak	260 417,7	228 040,6	22 823,6	226 364,3	17 143,6	17 044,0	-
Fővasutak	10 745,5	19 055,5	62 850,0	181 379,7	-	-	203 857,0

Forrás: Fellner: A nemzetközi fizetési mérleg i.m. VII. kimutatás.

A magyarországi helyi érdekű vasutak finanszírozásának egyik legjelentősebb vállalkozása a Magyar H.é.v. Rt. — közkeletű és tevékenységére jobban utaló nevén Vasúti Bank — szintén német közreműködéssel alakult 1892-ben. Alapítókéje kezdetben 4 millió frt volt felerészben befizetve, melynek felét a Pesti Magyar Kereskedelmi Bank, másik felét pedig egyenlő részben a Länderbank, a Nationalbank für Deutschland és az Erlanger und Söhne bankház jegyezték.³⁶ Ezek később a Deutsche Bankkaliegészülve delegáltakal is rendelkeztek az igazgatóságban egészen a világháborúig.³⁷ A Vasúti Bank vasutak részvényeire lombardkölcsönöket folyósított és a nála elzálogosított címletek alapján kamatozó kötvényeket bocsátott ki. Ezeket döntően Németországban értékesítette, az említett német

³³ Fellner: A nemzetközi fizetési mérleg i.m. VII. kimutatás.

³⁴ Fellner: A nemzetközi fizetési mérleg i.m. VII. kimutatás.

³⁵ Fellner: A nemzetközi fizetési mérleg i.m. 78.

³⁶ OL Z 37. Magyar H.é.v. Rt. 11. cs. 1000B.

³⁷ OL Z 37. Magyar H.é.v. Rt. 3. cs.

nagybankok közreműködésével. A Magyar H.é.v. Rt. címletei közül 1899-ben 10 millió a frankfurti tőzsdén, míg 16 millió a berlinin volt jegyzésre bocsátva.³⁸

Az értékpapírok következő figyelműnkre számot tartó csoportját a záloglevelek és a községi kötvények jelentik. Az 1901-ben forgalomban lévő 1 755 226 380 K névértékű záloglevél- és községi kötvényállományból 492 388 200 K (28,05%) volt vámkülföldön.³⁹ Ennek megoszlását a 13. sz. táblázat mutatja.

13. sz. táblázat. A magyarországi záloglevelek és községi kötvények területi megoszlása 1901 végén

Ország	Záloglevelek		Községi kötvények	
	(K)	%	(K)	%
Németország	149 642 500	41,6	93 937 600	70,6
Hollandia	124 382 500		4 732 700	
Svájc	53486400		14 529 500	
Franciaország	29 873 200		10 013 600	
Nagy-Britannia	612 000		9 794 000	
Belgium	906 200		–	
Egyéb vámkülföld	458 000		20 000	
Vámkülföld összesen	359 360 800	100	133 027400	100

Forrás: Tabellen zur Währungs-Statistik. 2. Teil. Wien, 1900–1904. 504. s. köv.

A direkt beruházásokat illetően csak az iparba fektetett német tőke nagyságára vonatkozóan rendelkezünk részletesebb adatokkal a világháború előttre. A Magyar Statisztikai Évkönyv szerint 1913 végén a magyarországi ipari — bányászat nélkül — 1 090 130 000 K részvénytőkéből Németországban 32 706 000 K-nyi értékpapír volt található (3%).⁴⁰ Összehasonlításképpen Ausztriában 198 587 000 K, míg az összes többi államban 59 511 000 K a megfelelő adat. A német részvénybirtok a gépgyártásban és villamosiparban (11 762 000 K), és a vegyiparban (8 545 000 K) volt a legnagyobb mind abszolút értékben, mind pedig az iparág nagyságához viszonyítva (6,1% illetve 5,1% a fenti sorrendben).⁴¹

14. sz. táblázat. A vámkülföldi és német tulajdonban lévő magyar értékpapírok 1912 végén (1000 K)

	Összesen	Ebből Németország
Államadósság	2 272 896	1 405 365
Közkölcsonök	252 925	9 025
Hítelinézetek és iparvállalatok záloglevelei és kötelezvényei	568 576	105 600
Közlekedési vállalatok kötelezvényei	126 225	98 025
Sorsjegyek	12 508	2 138
Hítelinézetek és iparvállalatok részvényei	154 782	69 050
Közlekedési váll. részvényei	396 350	335 000
Összesen	3 784 262	2 024 203

Forrás: Franz Bartsch: Statistische Daten über die Zahlungsbilanz Österreich-Ungarns vor Ausbruch des Krieges. Wien, 1917. 20.

Franz Bartsch 1917-ben kiadott összeállítás (14. sz. táblázat) összefoglalóan mutatja a magyarországi német beruházások összegét és jelentőségét a vámkül-

³⁸ OL Z 37. Magyar H.é.v. Rt. 11. cs. 1000.

³⁹ Fellner: A nemzetközi fizetési mérleg i.m. 82.

⁴⁰ Magyar Statisztikai Évkönyv. 1913. Bp., 1915.

⁴¹ Magyar Statisztikai Évkönyv. 1913. i.m.

földi befektetésekben a világháború előtt. A 3784,3 millió K vámkülföldi beruházásból 2024,2 millió K, azaz 53,5% származott Németországból 1912-ben. Kima-gaslik az államadósságok tétele 1405,4 millió K-s összegével, valamint a vasúti részvények állománya 335 millió K-val. Az államadósságok vámkülföldön lévő részének 62%-a, a vasúti részvényeknek pedig 85%-a Németországban volt található ekkor.

Az idézett német kibocsátási statisztikák lehetővé teszik, hogy a térség többi államával és régiójával való összevetés révén rávilágítsunk a németországi magyar értékpapírkibocsátások néhány sajátosságára. 1883 és 1913 között 1190 millió márka, azaz 1913-as árfolyamon 1400,6 millió K magyar állampapír-, vasúti papír és záloglevél-, községi kötvény-kibocsátás történt Németországban.

Közép- és Kelet-Európából a német tőkepiacra érkező értékpapírok között az állami papírok domináltak. Az állampapírokon belül azonban körülbelül fele részben vasúti papírok szerepeltek, melyeket kormánygaranciákkal bocsátottak ki. A részvénytőke-birtok kis jelentőségű volt, jöllehet a 20. század elején a Berlinben kibocsátott hazai értékpapírok egyharmada részvény volt.⁴² A kibocsátások meglehetősen egyenetlenül oszlottak meg az egyes évek között, még az intenzívebb kibocsátási periódusokban is. (5. sz. táblázat.) Mindazonáltal a közép- és kelet-európai német portfolio-beruházások dinamikája jórészt megfelelt a teljes német külföldi kibocsátásokénak. A csúcspontok az 1880-as évek közepén, az 1890-es évek végén, 1902-ben és 1905-ben voltak, míg a mélypontokat 1890, 1900, s 1907 jelentették.

Mint láttuk, Németország tőkeexportjának fő célpontja a korszakban az Osztrák–Magyar Monarchia volt. A Monarchián belül Ciszlajtánia jelentősége csökkent, Magyarországé pedig nőtt. A magyar kibocsátások azonban más térségünkbeli országokéval összevetve korántsem tűnnek kiemelkedőnek dinamikájukat tekintve sem. Oroszországba a német befektetők a német-országi politikai ellentétek kiéleződése után is jelentős összegeket investáltak, még közvetlenül a háború előtt is. Így Oroszország volt képes növelni a legnagyobb mértékben tőkeimportját az 1896–1913 közötti periódusban Németországból. A Balkán szintén visszaesett a századfordulóra. Itt az államkölcönsönök még az Osztrák–Magyar Monarchiánál is és Oroszországnál is inkább domináltak. A balkáni országok közül messze Románia volt a legfontosabb kölcsönfelvevő.

Profitvárákozások és politikai akarat a tőkeexportban

Legutóbb a már többször idézett R. H. Tilly hívta fel a figyelmet a profitvárákozások fontosságára a német tőkeexportban, melyeket ő egyértelműen a tőkeáramlást determináló tényezőknak tart. Tilly számításokat végzett arra vonatkozóan, hogy a német és a külföldi értékpapírok jövedelmezősége miként aránylott egymáshoz 1870 és 1913 között. Az úgynevezett CAPM-t (capital asset pricing model) használja fel, ami a kockázat és a jövedelem viszonyát vizsgálja a befektetések során. Tilly megállapítja, hogy „a CAPM a német adatokra alkalmazva azt eredményezi, hogy a külföldi értékpapírok lényegesen nagyobb jövedelmet

⁴² Tilly: German Banks and Foreign Investment i.m. 6.

ígérték és hoztak, mint a velük összevethető hazai kibocsátások.”⁴³ Ez a magasabb hozam véleménye szerint önmagában is indokolta a német befektetéseket. A statisztikai analízis azt is lehetővé tette számára, hogy megállapítsa: a német tőkepiac negatívan megkülönböztette a külföldi értékpapírokat a hazaiakkal szemben, de csak enyhe mértékben. Hosszú távon a külföldi értékpapírok kockázata és hozama csökkent, s a különböző értékpapírcsoportok kockázata és jövedelmezősége konvergált.⁴⁴ Nyilvánvaló azonban az is Tilly számításai alapján, hogy az 1890-es évektől erősen csökkent a különbség az osztrák–magyar és a német papírok hozama között.⁴⁵ Ez is a valutastabilizáció nagy jelentőségét mutatja a külföldi tőkepiaci kapcsolatok csempontjából. John Komlos szintén arra az eredményre jutott, hogy az osztrák–magyar papírok hozama 1892 előtt nem korrelált más jelentős országok papírjainak hozamával, míg 1892 után igen erős pozitív korreláció látható.⁴⁶

Úgy tűnik azonban, hogy tisztán a profitvárakozásokkal egy sor jelenséget nem lehet megmagyarázni. Nem képes ez a modell például megfelelő magyarázatot nyújtani arra, hogy miért összpontosultak az egyes nagy tőkeexportőr nemzetek befektetései olyan karakterisztikusan különböző térségekre.

Albert Fishlow az első világháború előtt a tőke kivitel két fontos változatát különbözteti meg. Az egyik — döntően piaci erők által vezérelt forma — Nagy-Britanniára volt jellemző, s a gazdag, európaiak által benépesített tengerentúli területekre irányult Amerikában és Ausztráliában. Ezek a területek a világháború kitörésekor az összes tőkeexport több mint felét szívták fel, s a brit tőke kivitel több mint 70%-át adták. A másik, a tőke kivitel egynegyedét összpontosító csoport — mindenekelőtt Franciaország és Németország tartozott ide — Európát tekintette célpontjának. Ezen belül Oroszország élvezett elsődlegességet, majd más kelet-európai és skandináviai országok következtek. Fishlow szerint itt a politikai megfontolások nyilvánvaló szerepet játszottak, csakúgy, mint a Törökországban, Egyiptomban, Kínában, s az afrikai gyarmatokon történő befektetések esetében.⁴⁷ Fishlow úgy véli, hogy a francia és a német kölcsönök britekhez képest való nagyobb átpolitizálódása megnyilvánult az állami és más közkölcsönök, valamint a gyarmati kölcsönök nagyobb arányában is.⁴⁸ A párizsi és a berlini tőkepiac az állami beavatkozás jegyeit mutatta pénzügyi és reálértelemben egyaránt. Ami az első kategóriát illeti, mindkét tőzsdé esetében külpolitikai szempontok is közrejátszhattak és játszottak abban, hogy milyen papírokat vezettek be oda, s a külügyminisztérium informális véleményalkotása is fontos szerepet kapott működésükben. A külügyminisztérium elérhette ugyanis, hogy egy külföldi kölcsönt elutasítsanak, vagy éppen jóváhagyjanak, s azáltal is ösztökélhette a befektetőket,

⁴³ Tilly: *German Banks and Foreign Investment* i.m. 11.

⁴⁴ Tilly: *German Banks and Foreign Investment* i.m. 11.

⁴⁵ Tilly: *German Banks and Foreign Investment* i.m. 13.

⁴⁶ Komlos: i.m. 206–208.

⁴⁷ Albert Fishlow: *Foreign Loans, Debt and Economic Development in the 19th and 20th Centuries*. In: Herman Van der Wee–Erik Aerts (Eds.): *Debates and Controversies in Economic History*. Leuven, 1990. 127–128.; Hasonló felfogásra lásd pl.: Brinley Thomas: *The Historical Record of International Capital Movements to 1913*. In: John H. Adler–Paul W. Kuznets (Eds.): *Capital Movements and Economic Development*. New York, 1967. 3–32.

⁴⁸ Fishlow: i.m. 131.

hogy hivatalos közbenjárást helyezett kilátásba a fizetés esetleges elmulasztása esetén.⁴⁹ Ezenkívül a németek és a franciák törekedtek arra, hogy a kölcsönöket a hazai ipartól való vásárlásokhoz kapcsolják. Különösen a franciák tették ezt azért, hogy iparuk a némettel felvegye a versenyt. Igaz, ha a kölcsön önmagában is igen jövedelmezőnek tűnt, akkor eltűntek ezek a megfontolások.⁵⁰

A német kormány formális ellenőrzése két pilléren nyugodott. Egyrészt a Reichsbank működését szabályozó törvényeken, másrészt a tőzsdék felügyeletét szabályozó rendelkezéseken.⁵¹ A Reichsbank változtathatta a leszámítolási kamatlábat, s ezzel nagyban befolyásolhatta a tőkeáramlást, s a diszkontálás során diszkriminálhatott bizonyos típusú külföldi értékpapírokat politikai szándékok szerint is. A tőzsdéket szabályozó törvény egy újabb eszköz volt. Ez célul tűzte ki, hogy távol tartja a rossz papírokat a tőzsdéktől, azonban a „közérdek” veszélyeztetése is kizáró ok lehetett. Az egyes tartományok illetve államok, melyekben a tőzsdék működtek, biztossal képviseltették magukat a tőzsdetanácsokban. A tőzsdék egységes eljárását biztosította az a szabály, mely szerint azt a papírt, melyet egy tőzsdéről kizártak, a többi tőzsdén sem jegyezheték. Ez nagy mozgásteret nyújtott a központi kormánynak a tőkeexport szabályozásában, hiszen a kancellár egyben Poroszország miniszterelnöke is volt, s így a porosz tőzsdék biztosa az alárendeltjeként dolgozott.⁵²

Megemlítendő az informális nyomásgyakorlás is. Annál is inkább, mivel a német kormány viszonylag ritkán élt a formális beavatkozás eszközével, s szinte minden esetben állami papírok esetében tette azt. Nyilvánvaló volt ugyanis, hogy a nyílt állásfoglalás a befektetés későbbi sorsától függően „zsarolhatóvá” tette a kormányt. Igaz persze az, hogy a kormánybeavatkozás sikerét gyakran nem csak az mérsékelte, hogy a kölcsönt kereső más hitelezőhöz is fordulhatott, hanem az is, hogy a német befektetők külföldön is jegyezhettek a kérdéses értékpapírból. Az informális kapcsolatok kihasználása gyakran sikeresebbnek bizonyult a direkt beavatkozásnál. Ezért is figyelhető meg a formális ellenőrzés helyett mindinkább az informális nyomásgyakorlás a német kormányok részéről.⁵³

A német közvéleményt foglalkoztatta az a kérdés, hogy előnyös-e Németországnak tőkét kivinnie nagyobb mennyiségben olyankor, amikor erre magának a német gazdaságnak is szüksége volna. Ez az aggodalom alapját jelenthette a kivitel valamiféle szabályozásának, mérséklésének. Így a kormány időnként formális vagy informális módon kifejezésre juttatta véleményét arról, hogy nem aktuális illetve előnyös egy-egy tervezett külföldi kölcsönügylet lebonyolítása. Delbrück belügyminiszter például 1911. február 11-én a Reichstag előtt bejelentette, hogy adott esetben a kormány be fog avatkozni a gazdasági folyamatokba, hiszen fenn kell tartani a hazai és a külföldi értékpapírok között azt az arányt, ami biztosítja az

⁴⁹ Fishlow: i.m. 131.

⁵⁰ Fishlow: i.m. 131.

⁵¹ Erre lásd: Laves: German Governmental i.m. 499–500.; A német kormánybefolyás szükségére de egyszersmind korlátaira lásd még: Alfred Lansburgh: Der Staat und die Auslandsanleihen. Die Bank, 1913. 623–637.

⁵² Laves: i.m. 500.

⁵³ Laves: i.m. 519.

állampapírok megfelelő árfolyamát. 1911-ben az amerikai vasúti papírok esetében ezt meg is tette.⁵⁴

A világháború felé haladva, a nagyhatalmi ellentétek éleződésével egyre nőtt a politikailag érzékeny pénzügyi műveletek száma. A párizsi német követség 1911 februárjában már egy bank, a Pesti Magyar Kereskedelmi Bank tervezett ottani részvénykibocsátási terveiről is féltékenyen számolt be Berlinnek.⁵⁵

1913–1914-ben, amikor a német kormány nagy belföldi kölcsönműveleteket hajtott végre, ismét kifejezésre juttatta azt a véleményét félhivatalos lapokon keresztül, hogy nem kedvező az időpont külföldi kölcsönműveletek lebonyolítására a német piacon. A porosz kereskedelmi miniszter a berlini tőzsdén jelezte, hogy melyek azok a papírok, melyek kibocsátását ellenzi. Ezúttal egy mexikói államkölcsönről és mexikói vasúti papírokról volt szó.⁵⁶

Oroszország esete talán a legpregnansabb példa a politikai szempontok érvényesülésére.⁵⁷ Az első ilyen fejlemény az úgynevezett Lombardverbot volt, amelynek során egy igen jelentős Oroszországba irányuló német tőke kiviteli periódust követően Bismarck 1887-ben megtiltotta a Reichsbank számára, hogy orosz kormánypapírokat fedezetként elfogadjon. Ez a rendelkezés 1894-ig maradt érvényben. Ezt követően Oroszország ismét folytathatott kölcsönműveleteket Németországban, egészen 1906-ig, amikor a német kormány újólág az előbbi módon száműzte az orosz kormánypapírokat. Az orosz ipari papírok számára azonban továbbra is fennállt a lehetőség, hogy gazdára találjanak a német tőkepiacon. Szerbia esetében két alkalommal, 1893-ban és 1906-ban fordult elő, hogy az ország már megállapodott német bankokkal kölcsönfelvételben, de végül az üzletekre — tisztázatlan, de sejtetően politikai okok miatt — nem került sor.

A kormány azonban nem annyira egyes papírok elutasítására, mint inkább egyes papírok átvételére ösztönözte a bankokat. Ez a fajta beavatkozás többször közvetlenül érintette a magyar papírokat is, hiszen különösen olasz, osztrák–magyar, török, román papírokról mondhatjuk ezt el az európai államok értékpapírjai közül. Több alkalommal előfordult, hogy a német kormány azt követően lépett fel kezdeményezőleg, hogy egy állam kölcsönkérelmét már elutasították Párizsban. Ez volt a helyzet 1887-ben Olaszország esetében, s 1910-ben Törökország és Magyarország, valamint 1913-ban Románia és 1914-ben Bulgária esetében.

A francia tőkepiac sokáig nyitva állt a magyar papírok előtt, még akkor is, amikor az osztrák értékpapírokat már nem szívesen fogadta. Bosznia annexiója után (1908–09) azonban a magyar állampapírokkal szemben is erős diszkrimináció kezdődött. Pedig Magyarország már 1909-ben kölcsönt szeretett volna felvenni Franciaországban, ám a boszniai válságot éppen csak követő tervekről a francia közvélemény azt tartotta, hogy azok a katonai költségeket illetve az új tartományban való katonai és polgári berendezkedést szolgálják. Párizsra erős orosz nyomás is nehezedett, hogy ne engedélyezze a magyar kibocsátást. Ráadásul a francia befektetőket élesen sértette a Déli Vasút (Südbahn) révén elszenvedett veszteség,

⁵⁴ Feis: i.m. 170.

⁵⁵ PA AA, Bonn. R 8945.

⁵⁶ Feis: i.m. 170.

⁵⁷ Wilfried Reininghaus: Der deutsche Kapitalexpert nach Russland, 1870–1913. (unveröff. Diplomarbeit. Münster, 1973.)

amiért valamilyen formában kárpótláshoz szerettek volna jutni. Utóbbit is feltételül szabták tehát a kölcsönnek. Némi ingadozás után a francia kormány végül elutasította a hitelfelvételt, amit aztán a német és az osztrák pénzügyi piac pótolta Magyarországnak számára. Kinderlen-Waechter német külügyminiszter a következőképpen összegezte a tapasztalatokat a tranzakcióval kapcsolatban: „A tanulságokat nem szabad elfelejteni. A kölcsön következménye az, hogy a Németország és Ausztria-Magyarország közötti kötelekeket tovább erősíti, s jelzi ezen országok sikerét, melyeket a francia tőkepiac meg akart sebezni.”⁵⁸

A politika mindazonáltal nem feltétlenül sértette a profitérdekeket a tőke-tranzakciók során. Ellenkezőleg: a magyar államkölcsönkibocsátások számos esetében maguk a német bankok igyekeztek politikai pártfogást szerezni profitérdekeik védelmében. A német bankok maguk kezdeményezték politikai egyeztetést, például amikor 1909 végén a Deutsche Disconto-Gesellschaft jelezte a német külügyminisztériumnak, hogy a magyarok a tervezett 500 millió aranyfrankos kölcsönből ki akarják hagyni a német bankokat Párizs javára. A német bankok legalább 25%-ot követeltek a maguk számára. A Disconto-Gesellschaft sérelmezte, hogy az évek során egyre redukálták a Rothschild-konzorciumban a német kvótát a magyar bankok (például a Postatakarékpénztár) javára. A Rothschild-konzorcium német résztvevői jelezték, hogy további részaránymódosulásukba nem hajlandók belemenni, ez a konzorcium felbomlását jelentené.⁵⁹ A magyarok arra hivatkoztak, hogy a német piacon nem lehetne jelenleg egy magyar kölcsönt elhelyezni. Ezzel azonban a németek diplomáciai csatornákon keresztül is vitába szálltak.⁶⁰

A francia és a német hivatalos vélemények a sajtón keresztül is kifejezésre jutottak. A *Le Petit Journal* 1909. december 16-i száma közölte, hogy ha Magyarországnak 500 millió frank kölcsönt ad Franciaország, akkor Ausztriának kezességet kell vállalnia, hogy nem fordítja ezt „egy ügyes eltolással” az Oroszország elleni fegyverkezésre, s ezenkívül a francia érdekeket a Südbahn-kötelezvények birtokei esetében is megvédi, például tarifaemelés útján.⁶¹ A *Vossische Zeitung* 1909. december 31-i számában válaszolt, kifejtve, hogy a francia politika ki akarja használni Magyarország pénzügyi szükségletét arra, hogy saját céljait megvalósítsa vele kapcsolatban. A német illetékes körök azonban tudatták Magyarországgal — írta a lap —, hogy a német pénzügyi piac a magyar terveket kedvezően szemléli: „Magyarországnak mindig is lehetősége van az általa igényelt fél milliárd koronát a német tőkepiacon beszerezni. Magyarországnak nincs szüksége arra, hogy megalázó, önállóságát korlátozó feltételeket fogadjon el... mivel a Hármas Szövetség tőkepiaca teljes mértékben rendelkezésére áll.”⁶²

Mint a bécsi német követ 1910. január 5-én írt leveléből kitűnt, a kör hamarosan bezárult. A franciák a németek kirekesztését az 500 millió frank kölcsönből annak feltételeként szabták. Esetleg alrészkesedést adtak volna nekik, ezt azonban a németek utasították el.⁶³ Így rövid időre úgy tűnt, hogy a kölcsönt Franciaor-

⁵⁸ *Feis*: i.m. 204.

⁵⁹ Politisches Archiv des Auswärtigen Amts. (PA AA), Bonn. R 8943.

⁶⁰ PA AA, Bonn. R 8943.

⁶¹ PA AA, Bonn. R 8943.

⁶² PA AA, Bonn. R 8943.

⁶³ PA AA, Bonn. R 8943.

szágban szerzi be a magyar kormány, hiszen ez előnyösebbnek mutatkozott, már csak azért is, mert a német piac a legutóbbi koronajáradék elhelyezésénél is — a bécsi német követ szavaival — „majdnem teljesen csődöt mondott.”⁶⁴ Végül ez a franciaországi kísérlet is sikertelen maradt, s Magyarország a német és osztrák piacokon helyezte el e kölcsönt. Ezzel a franciák pénzügyi bekerítési művelete fordítva sült el, hiszen a német-osztrák–magyar viszony még szorosabbá vált.

A német politikai közvélemény ezúttal is nem titkolt örömmel fogadta a francia kölcsön meghíúsulását. Mint a Kölnische Zeitung írta 1910. július 27-i számában: Magyarország „kimondottan franciabarát hangulat uralkodott, ami most észrevehetően lehűlt, s elhomályosította azokat a messzemenő reményeket, melyek a francia pénzügyminiszter látogatásához kapcsolódtak.... Ez a hidegzuhany... politikailag bizonyosan gyógyító hatással lesz.”⁶⁵ Így is volt: 1910 szeptemberében Lukács pénzügyminiszter a budapesti német konzulon keresztül közönte meg „a császári kormány támogatását, ami a gazdaságilag és politikailag egyaránt értékes művet [ti. a kölcsönt – T.B.] egyedül lehetővé tette.”⁶⁶

Jelek mutatnak arra, hogy a német piac ezekben az években szinte telítődött a magyar állampapírokkal. Jellemző ebből a szempontból a Disconto-Gesellschaft és a német külügyminisztérium közötti levélváltás. 1913 októberében a bécsi német követség beszámolója szerint Tisza panaszkodott Berchtoldnál, hogy a magyar pénzügyminiszter kölcsönszerzési kísérletét Németországban durván elutasították, de most ugyanazon bankok Romániának óhajtának kölcsönt nyújtani. Ezt Tisza Magyarországgal szemben igen barátságtalan lépésnek tartotta, „ami megnehezíti azok helyzetét, akik a Németországgal való legszorosabb kapcsolatra törekzenek.”⁶⁷ Az Auswärtiges Amt ezután intézett kérdést a Disconto-Gesellschafthoz, amely 1913. október 24-én válaszolt. A magyarázat szerint csak technikai természetű oka volt annak, hogy Romániának kölcsönt nyújtottak. „Magyarország ugyanis az 1908–1913 közötti időben a pénzpiacokat összesen 1,4 milliárd márka összegű tranzakciókkal foglalkoztatta. Ha ebből 400 millió márkát levonunk is a beváltott vagy még beváltandó kincstárjegyekre, akkor is marad összesen mintegy egy milliárd márka értékű magyar állampapír.”⁶⁸ Románia ellenben az akkori 200 millióval együtt is csak 414 millió márka állampapírt bocsátott ki, amiből szintén levonandó 176 millió márka beváltandó kincstárjegy és amortizáció. Ez összesen 238 millió márka román államjegyet eredményezett. Ezenkívül a magyar rente nem rendelkezett visszafizetési kötelezettséggel, míg a román igen erős amortizációval bírt. Ez a körülmény — így a Disconto-Gesellschaft —, párosulva a kedvező román gazdasági fejlődéssel, a román állampapíroknak nagy közkedveltséget biztosított. Ezzel szemben — folytatta a bank — a magyar járadékok „bizonyos mértékig azon furcsának tűnő események hatása alatt állnak, melyek a magyar parlamentben lejátszódnak.”⁶⁹

⁶⁴ PA AA, Bonn. R 8943.

⁶⁵ PA AA, Bonn. R 8944.

⁶⁶ PA AA, Bonn. R 8944.

⁶⁷ PA AA, Bonn. R 8945.

⁶⁸ PA AA, Bonn. R 8945.

⁶⁹ PA AA, Bonn. R 8945.

A német piac azonban nem sokáig maradt elzárva a magyar államkölcsönök elől. Teleszky pénzügyminiszter 1914. február 7-én megállapodott a Rothschild-konzorciummal egy újabb kölcsönről. A 4 1/2%-os, 60 év alatt amortizálódó 500 millió K-s hitel jelentős részét Németországban helyezték el.⁷⁰

Összefoglalás és következtetések

A világháború előtti két évtizedben jelentősen fokozódott a Magyarországra irányuló német tőkeexport, amely a vámkülföldről érkező tőkebefektetések első helyén állt, messze megelőzve Franciaországot. Különösen a századfordulót követő években jutott nagy szerephez Németország e tekintetben, amikor az Ausztriából és Franciaországból kiáramló magyar értékpapírokat — mindenekelőtt állampapírokat — nagy ütemben felszívta a német tőkepiac, ezzel pedig bizonyos mértékig átvette Ausztria szerepét Magyarország tőkeellátásában.

A német tőkepiac jelentőségének megítélésében fontos szempont az is, hogy Magyarország legfontosabb külső tőkeforrásának, Ausztriának Németország volt a legjelentősebb külső tőkeforrása. 1901 végén a külföldi kézben lévő osztrák értékpapírok mintegy 40%-a német tulajdonban volt. Összességében ez 2,1–2,9 milliárd K-t jelentett – becslésektől függően.⁷¹ Ezzel Németország közvetve elősegítette az osztrák tőkeexportot, aminek fő haszonélvezője Magyarország volt.

Más kelet-európai államokhoz hasonlóan főként az állam- és vasúti papírok formájában történt a tőkeimport, az ipari és egyéb befektetések ezekhez képest minimális szinten alakultak. A magyarországi helyi érdekű vasutakban való nagyarányú érdekltség sajátos német befektetési súlypontnak minősül korszakunkban. A német kormány tőkepiaci intervenciói a magyar kibocsátásokat összességében kedvezően érintették.

Esetünkben viszonylag egyszerű a tőkeimport hosszútávú hatásának megítélése, hiszen az első világháború nyomán a magyar kormány megtagadta a kölcsönök visszafizetését. Ennek következtében jelentős tőkemennyiség úgy áramlott Németországból Magyarországra a századfordulót követően, hogy egy részének kamatfizetését és törlesztését ugyan megkezdte a magyar fél, de tényleges visszafizetésére nem került sor.

Béla Tomka

LE CAPITAL ALLEMAND EN HONGRIE DANS LES DÉCENNIES AVANT LA PREMIÈRE GUERRE MONDIALE

(Résumé)

L'étude prend en considération les indices des transactions de capital allemandes et hongroises dans les trois décennies avant la première guerre mondiale d'après les caractéristiques générales de l'importation de capital hongroise et de l'exportation de capital allemande. Elle analyse le fonctionnement du marché de capital des deux pays, les conditions institutionnelles de l'exportation de capital allemande (rôle de la Bourse et des banques), ainsi que l'influence des circonstances politi-

⁷⁰ PA AA, Bonn. R 8945.

⁷¹ Komlos: i.m. 204.

ques. Elle essaie aussi de définir le volume et le dynamisme de l'importation de capital hongroise, provenant de l'Allemagne.

Concernant la quantité des papiers négociables étrangers mis au marché allemand, l'étude exploite les groupes de sources principaux suivants: 1. la statistique nommée d'admission (Zulassungstatistik); 2. La statistique d'émission (Emissionstatistik) et 3. La statistique de „crochet d'effet" (Effektenstempelstatistik). Parmi les formes de l'importation de capital allemande elle prend en considération les placements de fonds effectués en forme des crédits d'état, des crédits de chemin de fer, des billets de gage, d'autres crédits publics et des investissements du capital actif bancaire et industriel.

Il est remarquable, d'après les résultats que l'exportation de capital allemande en Hongrie s'augmentait beaucoup au cours des deux décennies avant la première guerre mondiale. L'Allemagne prit la première position dans le cercle des investissements de capital provenant de l'étranger, dépassant largement la France. L'Allemagne eut un rôle primordial surtout dans les années après le tournant du siècle, lorsque les effets hongrois – avant tout des billets d'état – provenant de l'Autriche et de la France, furent rapidement absorbés par le marché de capital allemand, et par conséquence elle prit possession, d'une certaine façon, du rôle de l'Autriche dans l'approvisionnement de capital de la Hongrie.

L'importation de capital fut effectuée surtout en forme des effets d'état et de chemin de fer, d'une manière similaire aux autres pays de l'Europe de l'Est. Par contre, les investissements industriels et les autres placements se développaient à un niveau minimal. La participation forte aux chemins de fer d'intérêt locale démontre à cette époque un point principal caractéristique aux investissements allemands.

GERMAN CAPITAL IN HUNGARY IN THE DECADES BEFORE WORLD WAR I

by Béla Tomka
(Summary)

The study describes the characteristics of German-Hungarian capital transactions on the basis of the fundamental features of the German export and Hungarian import of capital in the three decades preceding World War I. It analyses the functioning of the capital market in the two countries, the institutional framework of the German export of capital (stock exchange, banks) but also the influence of the political environment. At the same time it attempts to determine the volume and dynamics of German export of capital to Hungary.

In order to determine the amount of foreign shares and bonds put to the German market the study used three basic groups of sources: the so-called statistics of admission (Zulassungsstatistik), the statistics of emission (Emissionsstatistik) and the „stamping-statistics" (Effektenstempelstatistik). Among the forms of German import of capital the government loans, railway loans, mortgages and other public loans are examined as well as the investments in the form of influx of working capital into the banks and the industry.

One of the most important results of the study is the statement that the export of German capital to Hungary increased constantly in the two decades preceding World War I, and was by far the first in scale, largely surpassing the amount of French investments. In this respect an especially crucial role was played by Germany in the first years of the 20th century, when the Hungarian bonds flowing out from Austria and France were quickly absorbed by the German capital market, thus assuming to a certain extent the role of Austria in supplying Hungary with capital.

As in other Eastern-European countries, the import of capital took the form of state and railway bonds, the level of investments in the industry and elsewhere remaining relatively low. The dominance of German interests in the Hungarian national railways was a characteristic form of German investments in the period under consideration.