

# A KÜLSŐ SÉRÜLÉKENYSÉG – A NEMZETKÖZI SZAKIRODALOMTÓL A HAZAI GAZDASÁGPOLITIKÁIG

## ON THE EXTERNAL VULNERABILITY – FROM THE INTERNATIONAL LITERATURE TO THE HUNGARIAN ECONOMIC POLICY

Hajnal Gábor<sup>1</sup>, Szűcs Nóra<sup>2\*</sup>

<sup>1</sup> Gazdálkodási és menedzsment alapszak, Gépipari és Automatizálási Műszaki Kar, Neumann János Egyetem, Magyarország

<sup>2</sup> Gazdálkodási és menedzsment Tanszék, Gazdaságtudományi Tudásközpont, Neumann János Egyetem, Magyarország

---

### **Kulcsszavak:**

monetáris politika,  
válság,  
külső sérülékenység

### **Keywords:**

monetary policy,  
crisis,  
external vulnerability

### **Cikktörténet:**

Beérkezett 2017. október 6.  
Átdolgozva 2017. október 15.  
Elfogadva 2017. október 18.

---

### **Összefoglalás**

*A külső sérülékenység csökkentése a hazai gazdaságpolitika kiemelt céljai közé tartozott az elmúlt években. A felhasznált eszköztár az ország külső adósságállományát, különösen a devizában fennálló tartozások állományát csökkentette. A nemzetközi szakirodalmat áttekintve megvizsgáltuk, mi a külső sérülékenység fogalma, elfogadott mérőszáma. Az eredmények alapján a hazai gazdaságpolitika csak egy részére koncentrált ezen indikátoroknak, de egyértelműen sikerült a releváns mutatók alakulását pozitívan befolyásolni.*

### **Abstract**

*One of the major goals of the Hungarian economic policy was to reduce the external vulnerability of the country over the past years. The implemented programs decreased the external debt of the country. We focused on the international literature to define the external vulnerability and find the appropriate indicators to measure it. Based on our findings the Hungarian economic policy chose the relevant indicators to manage, and had a positive influence on them.*

---

## 1. Bevezetés

A Magyar Nemzeti Bank (MNB) 2014. április végén jelentette be az önfinanszírozási programot, amely kiemelt eleme volt annak a gazdaságpolitikai eszköztárnak, amellyel az ország külső sérülékenységét kívánta csökkenteni. A külső sérülékenység mérését az MNB kommunikációjában elsősorban az államadósság devizaszerkezetét jellemző mutatószámok szolgálták. Jelen tanulmányunkban azt vizsgáljuk meg, hogy a külső sérülékenység fogalmát a nemzetközi szakirodalom hogyan definiálja, milyen mutatók terjedtek el a témában. Az irodalmi kitekintés azért szükséges, hogy nemzetközi példákkal összehasonlítva megállapíthassuk, valóban

---

\* Szűcs Nóra.  
E-mail cím: szucs.nora@gamf.kefo.hu

a releváns mutatók javítását célozták a 2014. óta megvalósított gazdaságpolitikai lépések. A nemzetközi szinten is elfogadott, ám konkrétan Magyarországra is releváns mutatók időbeli alakulását megvizsgálva tudjuk levonni azt a következtetést, hogy az önfinanszírozási koncepció hogyan járult hozzá az ország külső sérülékenységének csökkentéséhez, és tekinthetjük-e nemzetközi szinten is sikeres intézkedésnek. Valamint munkánk további szempontokkal szolgálhat ahhoz, hogy milyen további mutatók bevonása lehet indokolt hasonló gazdaságpolitikai helyzet esetén. A tanulmány második fejezetében a nemzetközi irodalmat tekintjük át, a harmadik fejezetben röviden leírjuk, milyen gazdasági szituációban fogalmazta meg az MNB önfinanszírozási programját, a negyedik fejezetben az MNB és a nemzetközi irodalom által alkalmazott mutatók időbeli alakulását megvizsgálva értékeljük az önfinanszírozási koncepciót. Az ötödik fejezetben összefoglaljuk eredményeinket.

## 2. A külső sérülékenység fogalma és előrejelzése

A külső sérülékenység kérdése a válság-modellezés területére vezet minket. Elsőként mindehhez érdemes megnézni, hogyan definiálja a szakirodalom a válságot, mennyiben vág ez egybe témánkkal, a külső sérülékenységgel.

Supriyadi (2014) [1] hivatkozik Chui (2002) [2] összefoglaló munkájára, aki a Goldman Sachs, a JP Morgan, valamint számos kutató definícióit összevetve megállapítja, hogy a válság definíciójának központi eleme a nemzeti fizetőeszköz jelentős leértékelődése. Más szerzők válság-indexeket definiálnak, mint Eichengreen (1996) [3] és Kaminsky (1998) [4], akik az ún. „Exchange Market Pressure” (EMP) mutatót megalkották. Eichengreen (1996) [3] az árfolyam, a kamatláb és a nemzetközi tartalékok változását építette az indexbe, míg Kaminsky (1998)[4] kihagyta a kamatlábakat a számításaiból. További gazdag irodalom szól arról, hogy hogyan célszerű súlyozni ezen három szempontot. Mindez azonban már átvezet ahhoz a témához, hogy mely mérőszámok alkalmasak a válságok előrejelzésére. De ahhoz, hogy a válság kialakulásának okait, azaz a különböző mutatók kiválasztásának motivációját is feltárjuk, tekintsük át röviden a válság-modellek generációit.

Supriyadi (2014)[1] Indonéziáról szóló írásában részletesen ismerteti a válságok előrejelzésére szolgáló modellek generációit. Teszi mindezt úgy, hogy Indonéziát a válság kívülről, fertőzés útján érte el, gazdasági mutatói alapján nem tartozott a veszélyeztetett gazdaságok közé. A válság-modellek legfrissebb fejleményei adják meg számára a választ, hogy belső, strukturális okok mellett az externális hatások is válságba sodorhatnak egy gazdaságot. Ez a pont jó illusztrációja annak, hogy a válság-modellek legújabb eredményei szerint a külső sérülékenység (nevezzék akár máshogy az adott szerzők) különböző tényezőit is számba kell venni egy válság-előrejelző modell felépítésénél.

Supriyadi (2014)[1] elsőként Krugman 1979-es munkáját [5] hivatkozva, amely belső okokra koncentrál: válsághoz az vezet, ha a monetáris politika nem biztosított elegendő volumenű pénzteremtést, amely a fiskális deficitet fedezte volna. A második generációs modelleket Eichengreen és Wyplosz (1993), Obstfeld (1994) jegyzik. Eredményeik szerint a válságot a befektetők várakozásai okozzák. Ha fix árfolyam esetén a befektetők úgy gondolják, a monetáris politika már kevésbé elkötelezett az adott árfolyamszint mellett, és ezért a hazai fizetőeszköz leértékelődésére számítanak, akkor külföldi devizában helyezik el befektetéseiket. Mindez az ország nemzetközi tartalékait csökkenti, és valóban veszélyezteti a megcélzott árfolyamszint (fix árfolyam vagy árfolyamsáv) fenntartását, függetlenül a szakpolitikai szándéktól. [1], [5]

A modellek első két generációja alkalmas az egyedileg megjelenő, egyes országokat érintő válságok magyarázatára, ám az ázsiai válság esetében tapasztalt fertőzéshullámra már nem nyújt magyarázatot. Krugman 1999-ben publikálta azt a harmadik generációs modellt, amely már képes volt erre. Más szerzőkkel egyetemben úgy látja, a rendkívül mobilis nemzetközi tőkebefektetések korában nem belső, hanem externális sokk vezetett az egyébként kielégítő gazdasági állapotban lévő ázsiai országok egymást követő összeomlásához. A fertőzés szerinte is kiemelt fontosságú, hiszen pénzügyi és kereskedelmi kapcsolatban nem álló országok válsága indította be sok kis ázsiai ország krízisét. Ám nem hisz abban, hogy elegendő lett volna a bankrendszer felelőtlen, morális kockázattól vezérelt rossz hitelek is a portfólióba engedő üzletvitele. Arra helyezi a hangsúlyt, hogy

a vállalati mérlegekben szereplő dollárkitettségek, dollárhitelek jelentették a kockázatot. Ezek egyedi szinten ugyan racionális döntések voltak, ám országos szinten komoly rendszerkockázatot jelentettek. [6]

Hawkins és Klau (2000) [7] munkáját még szintén a 90-es évek krízisei ihlették. Ők a válság megjelenését három külön mutató együttesével vizsgálják. A válságot az árfolyamra ható piaci nyomás nagyságát mérő mutatók, a külső sérülékenységi index valamint a bankrendszer sérülékenységének indexe jelezhetik előre. Ezek elemei sorban: az árfolyamra ható piaci nyomást az árfolyam százalékos változásai, a reálkamatláb és a nemzetközi tartalékokban bekövetkező változást mérő mutatók jellemezték. A külső sérülékenységet az effektív reálkamatlábhoz az átlagtól vett eltérése, a folyó fizetési mérleg GDP-re vetített értéke, az export növekedési ütemének az átlagtól vett eltérése, a rövid lejáratú külső adósság GDP-hez mért aránya, ennek növekedése végül pedig rövid lejáratú külső adósságnak a nemzetközi tartalékokra vetített értéke jellemezték. A bankrendszer sérülékenységét a megnövekedett hazai hitelkihelyezés, a hazai bankrendszernek a külföldi bankrendszerrel szembeni tartozásainak növekedése, a reálkamatláb szintje valamint a hazai bankok átlagos hitelminősítése értékelték. Számításaik alapján az első két részindex sikeres lehet az előrejelzésben, azonban a bankrendszerre vonatkozó mutató teljesítménye is elegendő volt ahhoz, hogy scoring-modell jellegű előrejelzésükbe beépítsék. [7]

A szerzőpáros munkája több szempontból jelentős. Rendkívül alaposan rendszereztek az irodalmat. Minden egyes mutatót, amelyet akár 1997. (az ázsiai válság előtt) előtt akár 1997. után válság előrejelzésre használtak, tartalmaz az elemzésük. Táblázatos formában közlik, hogy hány szerző említette az adott mutatót, és ebből hány alkalommal bizonyult sikeresnek az előrejelzés. Ezen elemzés alapján határozták meg a fent említett, három indexbe rendezett mutatók sorát. Jelzik azonban, hogy akár olyan „soft” tényezők is fontos elemei lehetnének elemzésüknek, mint a központi bank függetlensége, a bankfelügyelet hatékonysága vagy éppen a politikai rendszer stabilitása. Hawkins és Klau (2000) munkája egyértelműen jelzi az irányt, amelyet követve részletesen érdemes elemezni egyes országok, így hazánk külső sérülékenységét. [7]

### 3. Magyarország gazdasági helyzete 2008-as válság idején

A 2007-ben kezdődő és 2008-ban kiteljesedő globális pénzügyi válságot megelőzően a magyar gazdaság jelentős külföldi adósságállományt halmozott fel, így az előző fejezet alapján egyértelmű, külső sérülékenysége emelkedett [8]. A külső adósság megújítása a piacon már nem volt lehetséges, ezért Magyarország a Nemzetközi Valutaalaphoz, a Világbankhoz és az Európai Unióhoz fordult finanszírozási forrásért [9]. Bár a refinanszírozás megoldódott, a magasabb volumenű devizaadósság tovább rontotta az ország külső sérülékenységét. [9]. Magyarország a válságot követő években nemzetközi összevetésben is veszélyeztetett országnak számított: mind nettó, mind bruttó külső adóssága meghaladta a régiós államok többségének hasonló értékét [10].

A válságot követő időszakban ennek megfelelően kedvezőtlen szakértői kép alakult ki az országról. Az IMF 2013-as elemzésében a külső sérülékenység mutatószámai közül, amelyeket az előző fejezetben tárgyaltunk, például kiemeli, hogy a gazdaság külső forrásokra való ráutaltsága magas kockázatot jelent externális sokkok esetén. [11]. Ennek megfelelően a 2013-16-os időszakra megfogalmazott konvergenciaprogram céljai között kiemelten szerepelt az ország magas külső adósságának csökkentése.

Ennek módja lehet a devizaadósság forint adóssággal való refinanszírozása. Ezt célozta meg az MNB és az ÁKK együttműködése által kivitelezett önfinanszírozási koncepció. Az önfinanszírozási koncepció a hazai bankrendszer forint-állampapír piaci aktivitásának ösztönzését célozta, ami lehetővé tette, hogy az állam a lejáró devizaadósságát forint forrással refinanszírozza. Az MNB ezért a program keretében úgy alakította át monetáris politikai eszköztárát, hogy a hazai bankrendszer likviditását áttételese a forint-állampapír piac felé terelje. [12]. A kezdeményezés eredményességét bizonyítja, hogy az indulását követően a bankok állampapír-vásárlása valóban megnőtt, tartósan kezdte meghaladni az ÁKK nettó forint-állampapír kibocsátását. Így a hazai bankrendszer elkezdte felzárkózását a külföldi befektetőkhez. A szektorok részesedési aránya 2015 májusára fordult meg, amikor a forint-állampapírok piacán a külföldi befektetők helyett a hazai bankrendszer vált a legjelentősebb tulajdonosi szektorrá [6]. Ebben az időszakban a bankszektor és a külföldi befektetők részesedésbeli különbsége még elenyésző volt, viszont a hazai bankok a

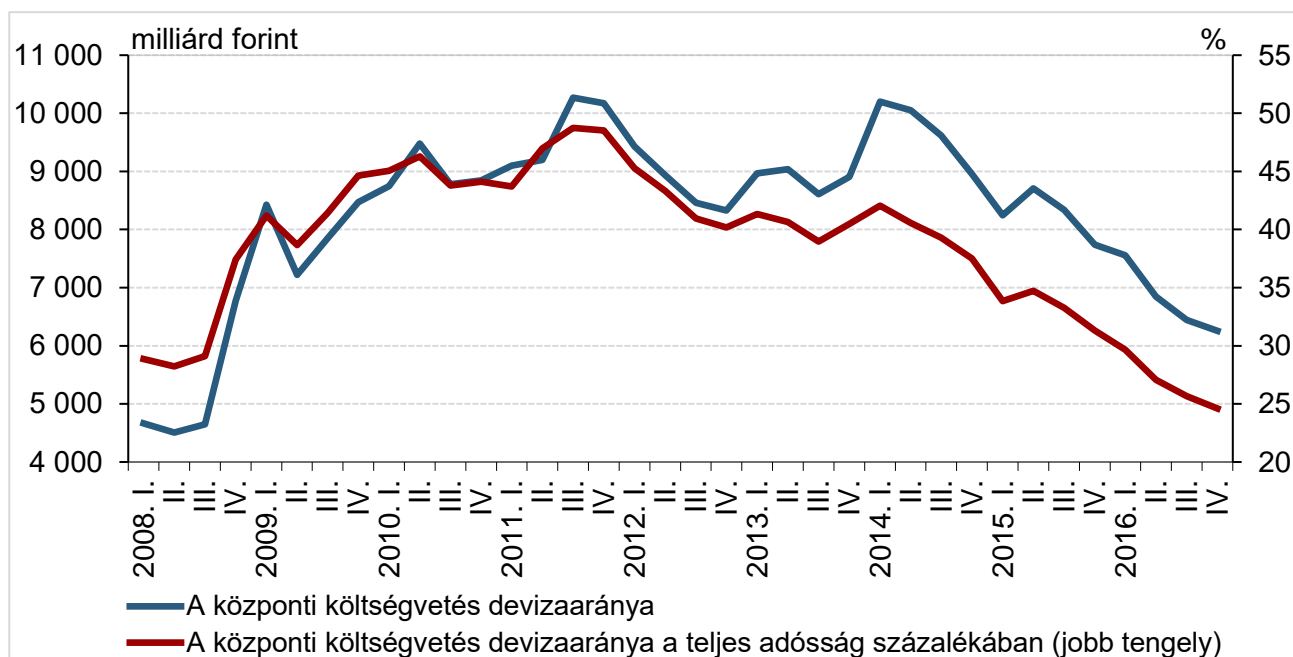
későbbiekben is folytatták a korábban elkezdett forint-állampapír piaci alkalmazkodásukat, amit az önfinanszírozási koncepció folytatása tett lehetővé. Ez a későbbiekben azt eredményezte, hogy 2016 végére a hazai hitelintézetek részesedése már 20 százalékkal meghaladta a nem-rezidens befektetők részesedési arányát [13].

## 4. Magyarországon alkalmazott indikátorok és alakulásuk

Kolozsi–Hoffmann (2016) [10] a külső sérülékenység magyarországi relevanciájával foglalkozó tanulmányában a külső sérülékenységet „a külföldi és nem hazai devizában fennálló megtakarításokra való túlzott ráutaltsággként” definiálja [11. oldal], azaz az IMF 2013-as elemzéséhez hasonlóan a külső sérülékenységnek erre az egy dimenziójára koncentrálnak. A tanulmány rámutat, amit saját irodalmi áttekintésünk is alátámaszt, hogy a nemzetközi gyakorlatban\* nem alakult ki egyértelmű konszenzus a külső sérülékenység mérőszámairól. Véleményük szerint azonban Magyarország tekintetében a külső adósságmutatóknak, azaz a GDP arányos nettó és bruttó adósságnak, valamint a devizaadósságnak van kiemelt jelentősége. A szerzőpáros szerint a külső kitettséget a nettó külső adósság ragadja meg leginkább, viszont annak alakítása csak reálgazdasági költségek árán kivitelezhető, ezért célszerűbb a bruttó külső adósság mérséklését célozni, amihez az államadósság belső forrásokból történő finanszírozása vezet el.

### 4.1. A központi költségvetés devizaadósságának alakulása

A központi költségvetés adósságának devizaaránya a nemzetközi hitelcsomagok igénybevételének köszönhetően a válság után jelentős mértékben emelkedett, majd 2011 végére elérte a rendkívül magas 50 százalékos szintet (1. ábra) [13]. A korábban felhalmozott külső adósságállomány 2012-től az IMF és EU hitelek törlesztéseinek köszönhetően ugyan mérséklődni kezdett, a központi költségvetés devizaadóssága még az önfinanszírozási koncepció 2014 áprilisi meghirdetése előtt is 42 százalék [6]. A bankszektor forint-állampapír piaci aktivitása 766 milliárd forinttal csökkentette a központi devizaadósságot az év során [14], aminek következtében az év végére az adósságmutató is érdemben javult.



1. ábra. A központi költségvetés adósságában a devizaarány alakulása

\* Kolozsi–Hoffmann (2016) az IMF 2012-es [19] és Supriyadi 2014-es [1] tanulmányaira hivatkozik.

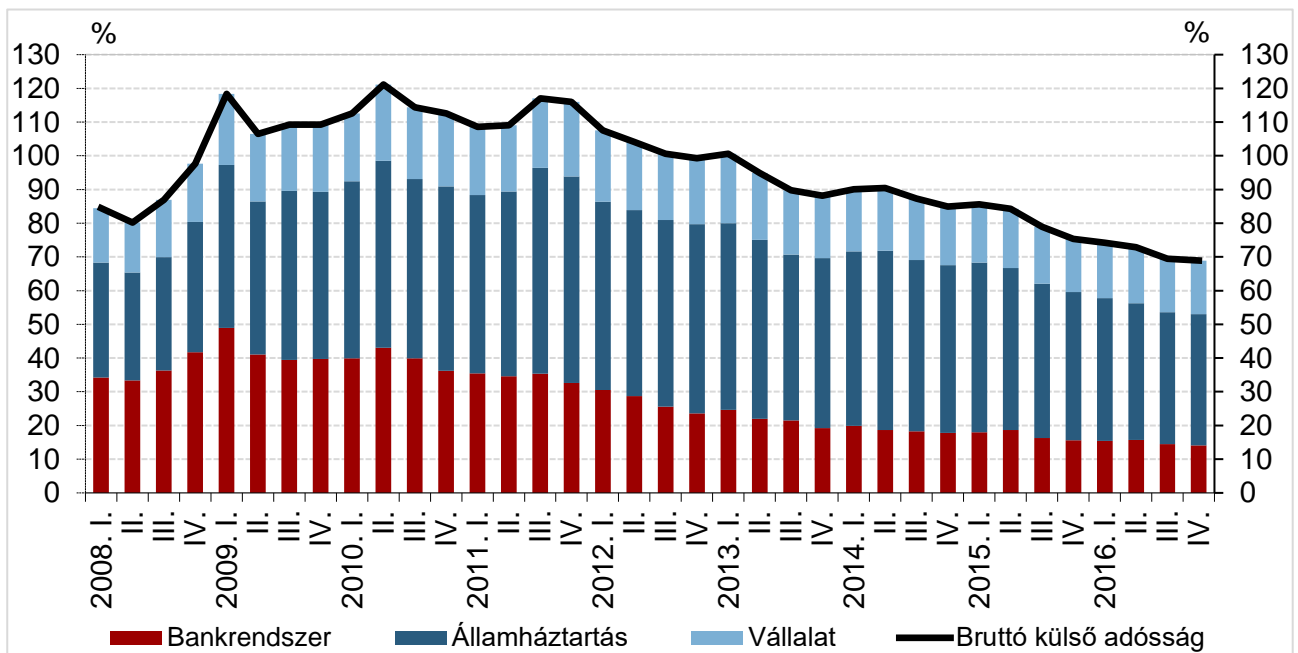
Forrás: ÁKK

A forint alapú finanszírozási koncepció a következő években is folytatódott. A belső forrásokból való finanszírozásnak köszönhetően a központi költségvetés devizaaránya 2016 márciusára már elérte a 30 százalékos küszöbszintet, majd az év végére 25 százalékig süllyedt [13]. A devizaadósság forintforrásból történő finanszírozásának további pozitív eredményeként értékelhető, hogy csökkent az adósság devizaárfolyamra való érzékenysége, azaz a forint árfolyam-ingadozások kisebb mértékben jelennek meg Magyarország adósságmutatóiban [10].

#### 4.2. A bruttó külső adósság alakulása

A magyar állam a devizakibocsátás visszafogásán és a forintállampapír-kibocsátás megnövelésén keresztül képes volt az aktuális devizalejáratokat belföldi forrásból refinanszírozni, ami jelentős mértékben hozzájárult a bruttó külső adósság csökkenéséhez is. Az államadósság devizaarányának és a bruttó külső adósság egyidejű csökkenése csak úgy valósulhatott meg, hogy a megnövelt forint-állampapír kibocsátások nagy részét a hazai szereplők vásárolták fel. Ennek magyarázata, hogy mivel a bruttó külső adósság az összes hazai szereplő minden olyan kötelezettségét tartalmazza, amely külföldiek felé áll fenn – függetlenül attól, hogy az forintban vagy egyéb devizában denominált – ha a forint-állampapírokat a nem-rezidens befektetők tulajdonolnák, az a bruttó külső adósság emelkedésével járna. A külföldi szereplőktől befolyó többlet forint likviditásból ugyanakkor az államadósság kezelő ugyanúgy képes lenne csökkenteni az államadósság devizaarányát, ami viszont ebben az esetben a bruttó külső adósság emelkedésével párhuzamosan történne.

Magyarország GDP arányos bruttó adósságállománya a válság után folyamatosan növekedni kezdett, és 2010 második negyedévében elérte a rendkívül magas 121 százalékos szintet (2. ábra) [15]. Az önfinanszírozási koncepció indulása előtt a GDP arányos bruttó adósságállomány ugyan 90 százalékig mérséklődött, azonban a koncepció kezdetét követően tovább csökkent: 2016 végére historikus minimumot ért el (69%). [15].



2. ábra. A bruttó külső adósság szektorok szerinti felbontása (tulajdonosi hitel nélkül)

Forrás: MNB

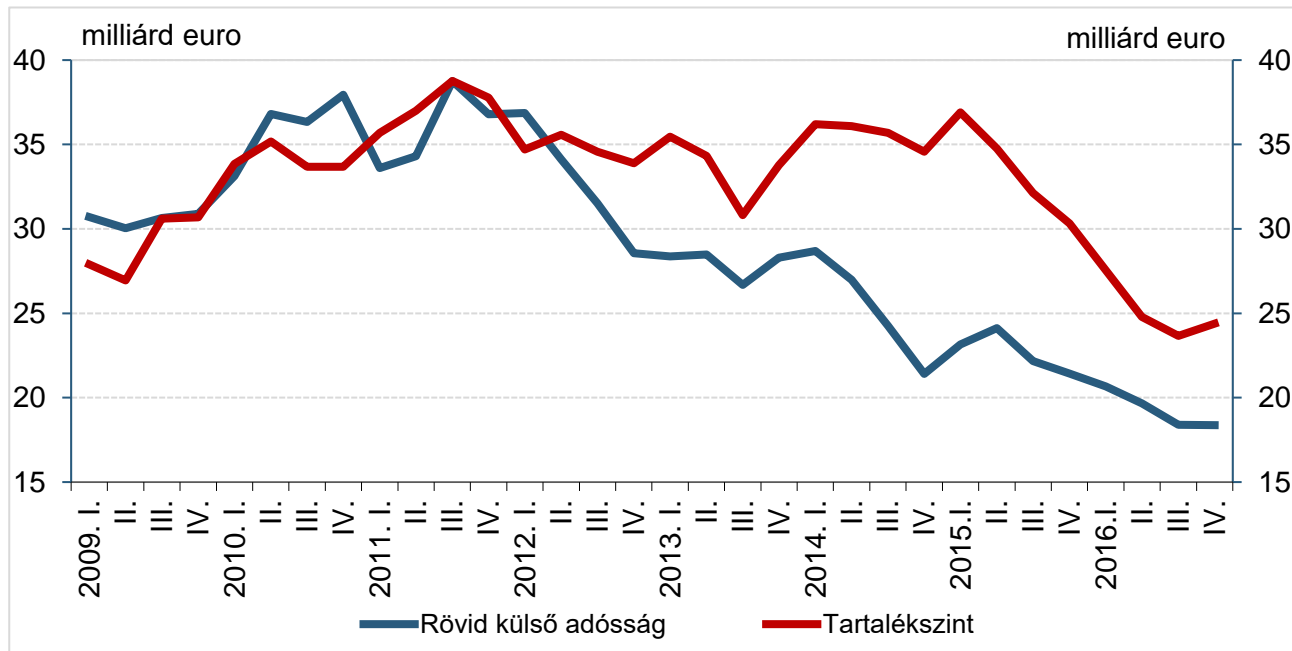
A bruttó külső adósság csökkenésére elsősorban az államháztartás külső adósságának korrekciója volt hatással. Az államháztartás az önfinanszírozási koncepció kezdetén fennálló 53

százalékos GDP arányos bruttó külső adóssága 2016 végére 39 százalékra süllyedt, ami főként a külföldiek állampapír-állomány mérséklődésének tulajdonítható [15]. A bruttó külső adósság csökkenésében a hazai bankrendszer és a vállalatok is kivették a részüket. A bankszektor külső adóssága korábban a bankok mérlegalkalmazkodása és külső forrásaik nettó törlesztése révén csökkent, később azonban a korrekcióban meghatározó szerepe lehetett a forintosításnak, a jegybanki szabályozások szigorításának, valamint egyéb makroprudenciális intézkedéseknek is [12]. A bankszektor bruttó külső adóssága a kiugróan magas 2009 első negyedévi 49 százalékos szintről 2016 végére összességében 14 százalékra csökkent a GDP arányában [15]. A vállalati szektor GDP arányos bruttó külső adóssága a válságot követő években is alacsony, 20 százalék körüli szinten alakult a GDP arányában, ugyanakkor 2016 végére 16 százalék alá mérséklődött [15].

### 4.3. A rövid külső adósság alakulása

Egy gazdaság sérülékenységi indexe – lásd [7] sérülékenységi indexe - a bruttó külső adósságon belül is különösen a rövid lejáratú adósságállomány jellemzi, hiszen ezt kell legelőször visszafizetni vagy megújítani. [10]. A rövid külső adósság magas szintje azonban csak abban az esetben kritikus, ha az ország tartalékmegfelelése nem elégséges. Az 1990-es években kialakult délkelet-ázsiai és latin-amerikai válságok kitörésében éppen a rövid külső adósság megnövekedett mértéke és az attól elmaradó devizatartalék aránya játszott nagy szerepet [16], amely állítást az irodalmi áttekintésünk is alátámaszt. Ezen válságok után fogalmazza meg a Guidotti-Greenspan-szabály, hogy a rövid külső adósságot a devizatartalékok állományának teljes egészében fedezni kell, ez tekinthető elégséges tartalékolásnak. [16].

Magyarország rövid külső adóssága a 2008-as válság után kezdett emelkedni, maximuma 2011 harmadik negyedévében 38,8 milliárd euró volt. (3. ábra) [15]. Azonban pont 2011-től a Guidotti-Greenspan-szabály szinte folyamatosan érvényesül, azaz a rövid külső adósság volumene nem érte el a kritikus felső korlátját, a devizatartalékok szintjét. A rövid külső adósságállomány közel folyamatos mérséklődése 2011 harmadik negyedévtől egyre nagyobb teret adott a tartalékszint csökkenésének is. [15].



3. ábra. A devizatartalék és a rövid külső adósság mutató alakulása  
Forrás: MNB

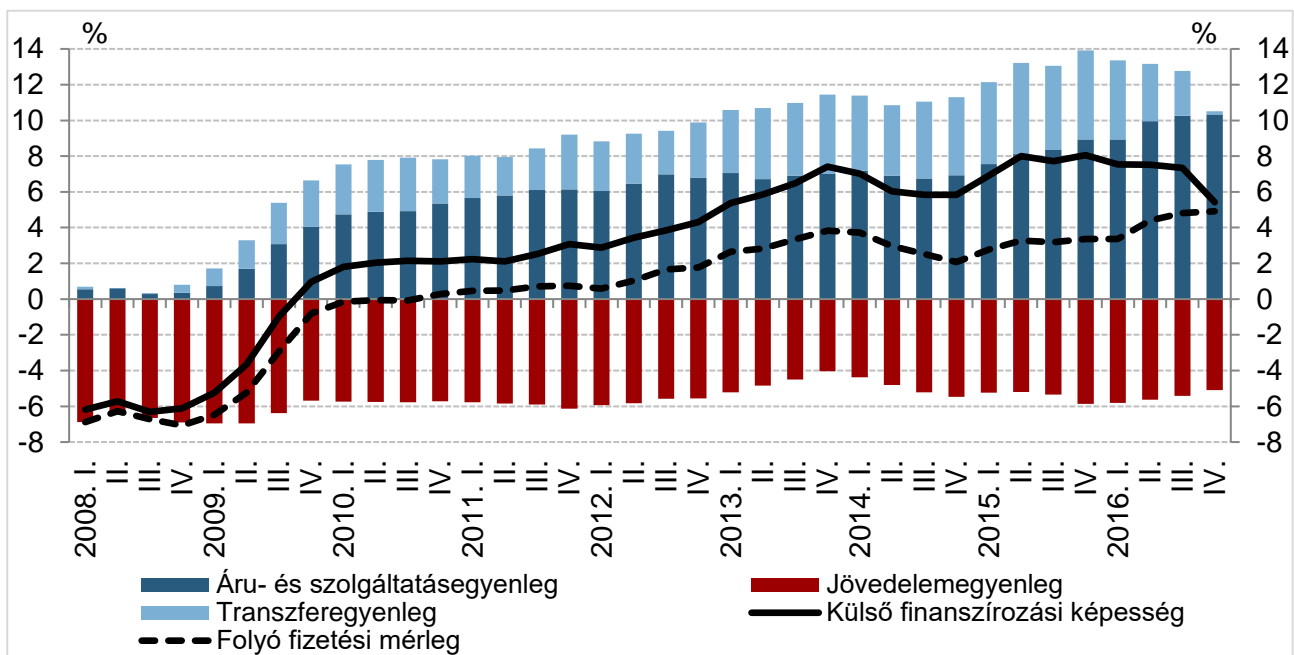
Erre azért is volt szükség, mert az önfinszírozási koncepció maga után vonta a devizatartalékok csökkenését. A koncepció keretein belül beszédett forintforrást a jegybanki devizatartalékokból váltották devizára, amellyel így az ország éppen lejárató devizaadósságát

törleszthette. Erre egyértelműen lehetőség volt már a koncepció bevezetésekor, ahogyan a 3. ábra is illusztrálja. [12]

#### 4.4. A külső finanszírozási képesség és a nettó külső adósság alakulása

A magyar gazdaságról szóló nemzetközi elemzésekben a fent ismertetett mutatókon túl a folyó fizetési mérleg egyensúlya és az azzal szoros összefüggésben lévő nettó külső adósság is rendszeresen szerepel, ezért ezekben a mutatóban történő változásokat is érdemes megvizsgálni. A nettó külső adósság változása a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg emelkedésének vagy csökkenésének, azaz a külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség\* alakulásának következményeképp adódik. Ha egy ország nettó hitelezői pozícióban van, akkor a gazdaságban megtermelt jövedelem egy részével külföldi szereplőket hitelezi, amivel végeredményben csökken az ország nettó külső adóssága. A korábban bemutatott bruttó és nettó külső adósság között a legfőbb különbség, hogy a nettó külső adósság már csökkentve van a hazai szereplők külföldiekkel szembeni követeléseivel – aminek az egyik legfontosabb tétel a devizatartalék, hiszen az az MNB külföld felé fennálló követelése [17].

Magyarországon a válságot megelőző időszakban a folyó fizetési mérleg egyenlege jelentős hiányát mutatott (4. ábra), és az állami túlköltekezést, illetve a lakosság hitelfelvételét külföldről érkező források finanszírozták [18]. A 2008-as válság kitörését követően a befektetők kockázatvállalási hajlandósága visszaesett, ezért a magyar gazdaság rossz fundamentumai miatt a külföldi befektetők nem nyújtottak finanszírozási forrást a hazai szereplőknek [15]. Ezzel párhuzamosan a csökkenő jövedelmek, a vállalati beruházások szűkülése és a befagyó hitelpiac a lakossági fogyasztás visszaeséséhez vezetett. [18]. A finanszírozási és a reálgazdasági válság együttes hatása azonban 2009-re a külkereskedelmi egyenleg, majd maga a folyó fizetési mérleg is pozitívba fordult. Ennek magyarázata kettős: A fogyasztás csökkenése ugyanis az import csökkenéséhez vezetett. Valamint az jelentős mértékben megemelkedtek az EU-támogatások az új EU költségvetési periódusban. [18].



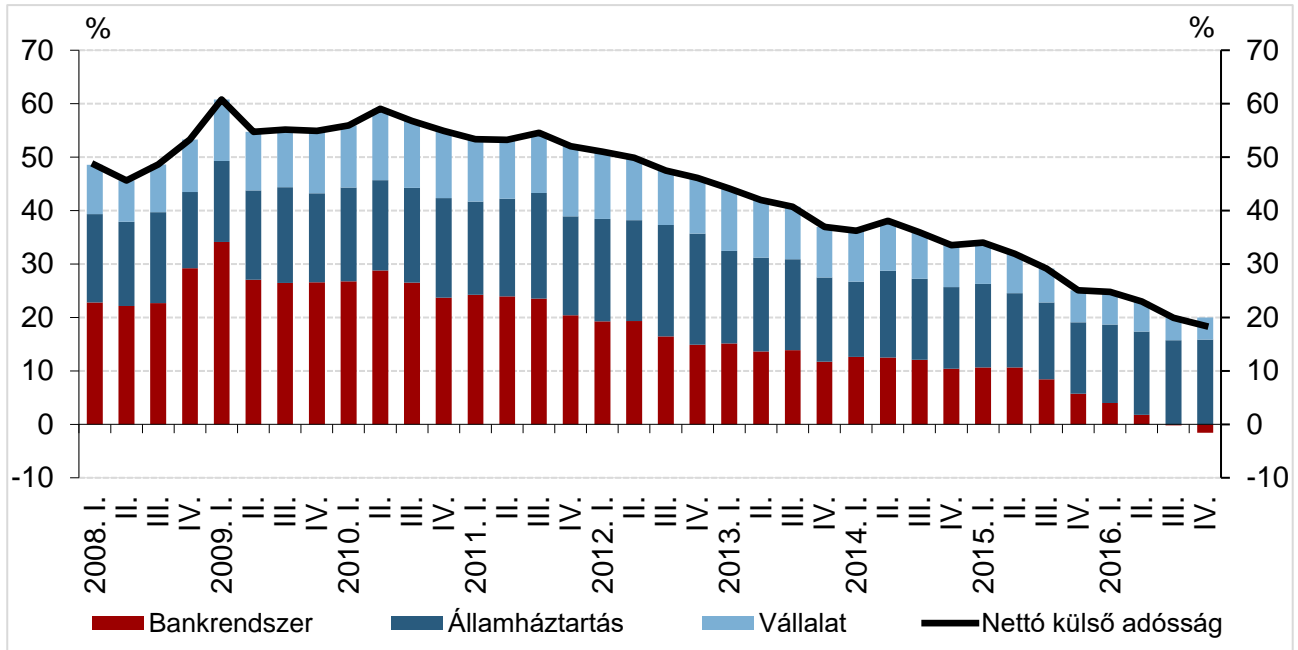
4. ábra. A külső finanszírozási képesség alakulása és annak komponensei (a GDP arányában)  
Forrás: MNB

A nettó külső adósság 2009 első negyedében érte el csúcspontját, amikor GDP arányosan közel 61 százalékos szinten állt (5. ábra) [15]. A válság kitörését követően visszaeső fogyasztás és beruházás következtében azonban megemelkedtek a magánszektor szereplőinek megtakarításai,

\* Ha a folyó fizetési mérleg és tőkemérleg egyenlege többletet mutat, akkor nettó finanszírozási képességről, ha pedig az egyenleg negatív, akkor nettó finanszírozási igényről beszélünk.



finanszírozás oldaláról pedig a korábban jellemző külső forrásbeáramlást a külföldi hitelek visszafizetése követte [18]. A jelentős finanszírozási képességgel összhangban Magyarország nettó külső adóssága 2009 után mérséklődni kezdett. A folyó fizetési mérleg a következő években jelentős mértékű többletet mutatott, amivel párhuzamosan az ország nettó finanszírozási képessége is emelkedett, és így a nettó külső adósság korrekciója is felgyorsult. Magyarország külső egyensúlyában a válság óta bekövetkező éveken át tartó javulás lehetővé tette, hogy a nettó külső adósságállomány a 2009-es több mint 60 százalékos GDP arányos szintről 2016 végére historikusan alacsony 18 százalékgig süllyedjen [15].



5. ábra. A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása (tulajdonosi hitel nélkül)  
Forrás: MNB

## Konklúzió

A válság-modellezés irodalmában az országot kívülről elérő, fertőzéssel érkező sokkok az ázsiai válságot követően kerültek a figyelem középpontjába. Számos szerző kereste a magyarázatot arra, hogy belső, korábban jól azonosítható okok fennállása nélkül, stabil gazdasággal rendelkező országokat ér el a válság. Így jelent meg a külső sérülékenység fogalma. Bár a szófordulatot szintén számos írásban olvashatjuk, definíciót annál ritkábban olvashatunk. A legjobb irodalmi áttekintés alapján Hawkins és Klau [7] több dimenzióját azonosítja a külső sérülékenységnek. A külső sérülékenységet az effektív reálkamatlábnak az átlagtól vett eltérése, a folyó fizetési mérleg GDP-re vetített értéke, az export növekedési ütemének az átlagtól vett eltérése jellemzik egyrészt, amelyek általános, az ázsiai válságot megelőzően is elterjedt válság-előrejelzők. Azonban megjelenik a mérőszámokban az a csatorna, amelyen keresztül a stabil gazdaságokat is elérheti a fertőzés: a rövid lejáratú külső adósság GDP-hez mért aránya, ennek növekedése végül pedig rövid lejáratú külső adósságnak a nemzetközi tartalékokra vetített értéke mind a külföldi finanszírozástól való függőség mértékére koncentrálnak.

A hazai irodalomban egyértelműen ez utóbbi szemlélet jelenik meg. Például Kolozsi–Hoffmann (2016) [10] a külső sérülékenységet „a külföldi és nem hazai devizában fennálló megtakarításokra való túlzott ráutaltsággként” definiálja, mint releváns, a magyar gazdaságra alkalmazható megfogalmazást. A külső sérülékenység csökkentését megfogalmazó gazdaságpolitika tehát nemzetközileg is bevett mutatók alapján értékelte a külső sérülékenységet, majd értékelte saját sikerességét a kritikus mutatók csökkenő tendenciája alapján.

További kutatás témája lehet, hogy ha a Hawkins és Klau [7] által megfogalmazott egyéb elemeit is vizsgáljuk a külső sérülékenységnek, akkor az effektív reálkamatlábnak az átlagtól vett eltérése, a folyó fizetési mérleg GDP-re vetített értéke és az export növekedési ütemének az átlagtól



vett eltérése mutattak-e együtt olyan szélsőértéket 2008-tól, amelyek alapján érdemes egy hasonló gazdasági helyzetben indikátorként használni őket hazánkban is. Ebben az esetben szintén érdemes megvizsgálni, a külső sérülékenység csökkentését célzó gazdaságpolitika milyen módon érintette ezen mutatókat.

## Köszönetnyilvánítás



AZ EMBERI ERŐFORRÁSOK MINISZTERIUMA ÚNKP-17-1 KÓDSZÁMÚ ÚJ NEMZETI KIVÁLÓSÁG PROGRAMJÁNAK TÁMOGATÁSÁVAL KÉSZÜLT

## Irodalomjegyzék

- [1] Supriyadi, Ayi (2014): External Vulnerability Indicators: The Case of Indonesia. Bank Indonesia. Seventh IFC Biennial Conference on 4–5 September 2014. [http://www.bis.org/ifc/events/7ifcconf\\_supriyadi.pdf](http://www.bis.org/ifc/events/7ifcconf_supriyadi.pdf)
- [2] Chui, Michael (2002). "Leading Indicator of Balance of Payments Crises: a Partial Review". Working Paper no. 171, Bank of England. cited in [1] Supriyadi, Avi (2014)
- [3] Eichengreen, Barry, Andrew Rose, Charles Wyplosz (1996). "Contagious Currency Crises". NBER. Working Paper, No. 5681. cited in [1] Supriyadi, Avi (2014)
- [4] Kaminsky, Graciela, Saul Lizondo, Carmen M. Reinhart (1998). "Leading Indicators of Currency Crises". IMF Staff Papers, Vol. 45, No. 1 (March 1998). cited in [1] Supriyadi, Avi (2014)
- [5] Krugman, Paul (1979). "A Model of Balance of Payments Crises". Journal of Money, Credit and Banking 11, 311–25.
- [6] Krugman, Paul (1999). "Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises". International tax and Public Finance, 6, 459-472.
- [7] Hawkins, John, Klau, Marc (2000): „Measuring potential vulnerabilities in emerging market economies”. BIS Working Papers No 91. <http://www.bis.org/publ/work91.htm>
- [8] MNB (2015): A Magyar Nemzeti Bank Önfelkészítési programja. <https://www.mnb.hu/letoltes/magyar-nemzeti-bank-onfinanszirozasi-programja-1.pdf>
- [9] Kolozsi, P. P. (2015): Önfelkészítési program: jegybanki eszközökkel az ellenállóbb magyar gazdaságért. Polgári szemle, 2015/11. [http://old.polgariszemle.hu/?view=v\\_article&ID=717](http://old.polgariszemle.hu/?view=v_article&ID=717)
- [10] Kolozsi, P. P. – Hoffmann, M. (2016): A külső sérülékenység csökkentése monetáris politikai eszközökkel. Pénzügyi Szemle, 2016/I. 9-34. o. <http://www.penzugyiszemle.hu/tanulmanyok-eloadasok/a-kulso-serulekenyseg-csokkentese-monetaris-politikai-eszkozokkal>
- [11] IMF (2013): Staff Report for the 2013 Article IV Consultation and Third Post Program Monitoring Discussions. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2016/12/31/Hungary-2013-Article-IV-Consultation-and-Third-Post-Program-Monitoring-Discussions-Staff-40438>
- [12] MNB (2016): Az Önfelkészítési program első két éve tanulmánykötet. <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-az-onfinanszirozasi-program-első-két-éve-tanulmánykötet.pdf>
- [13] ÁKK: Államadósság, finanszírozás statisztika. <http://akk.hu/hu/oldal/statisztika#allamadossag-finanszirozasi>
- [14] ÁKK (2014): Módosított finanszírozási kiadvány 2014. <http://www.akk.hu/uploads/e3w2Xl7P.pdf>
- [8] ÁKK (2015): Éves jelentés az államadósság kezeléséről 2015. <http://www.akk.hu/uploads/2n8y2E7l.pdf>
- [9] ÁKK (2016): Éves jelentés az államadósság kezeléséről 2016. <http://www.akk.hu/uploads/qwGg1lwB.pdf>
- [15] MNB: Fizetési Mérleg jelentések. <http://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/fizetesi-merleg-jelentes>
- [16] Csávás, Cs. (2015): A devizatartalék-megfelelés értékelésének nemzetközi trendjei. <https://www.mnb.hu/letoltes/csavas-csaba-a-devizatartalek-megfeleles-ertekelesenek-nemzetkozi-trendjei.pdf>
- [17] Csávás, Cs. – Koroknai P. (2014): Visszanyerni az egyensúlyt: Hol tartunk most? <https://www.mnb.hu/letoltes/visszanyerni-az-egyensulyt-cikk-teljes-csavas-koroknai.pdf>
- [18] Hoffmann, M. – Kóczian, B. – Koroknai, P. (2013): A magyar gazdaság külső egyensúlyának alakulása: eladósodás és alkalmazkodás. <https://www.mnb.hu/letoltes/hoffmann.pdf>
- [19] IMF (2012): Pilot External Report. <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/070212.pdf>