

10. A külső egyensúly menedzselése

Ebből a fejezetből megtudjuk:

- A fizetési mérleg egyenlegét mozgató folyamatok értelmezését.
- A folyó fizetési mérleg hiány kockázatának lényegét.
- A gazdaságpolitika hibái miként érvényesülnek és okoznak kudarcot a fizetési mérlegen keresztül.

10.1. A külső egyensúly és egyensúlytalanság

A folyó fizetési mérleg és ezen belül a kereskedelmi mérleg egyenlege számos alkalommal felbukkan a nyitott gazdaságok elemzése során, hiszen a gazdasági nyitottság hatása elsősorban ezen és a tökmérleg számain keresztül nyilvánul meg. Átfogóan mindezt külső egyensúlynak nevezzük. Nem különíthető el célzottan szakpolitika a külső egyensúlyra, hanem a fiskális és monetáris politikai lépések szándékolt vagy mellékhatása a külső egyensúly változása.

Sok tényező befolyásolja a folyó fizetési mérleg alakulását.¹ A folyó fizetési mérleg egyenlege az árfolyamingadozáson túl függ

- a demográfiai alakulás hatásától a fogyasztás és a megtakarítás szerkezetére;
- a reál GDP jelenlegi és jövőben várható növekedésétől, és annak megtakarításokra gyakorolt hatásától;
- a munka termelékenységjavulásának folyamatosságától és egyenletességétől, az ország méretétől;
- a pénzállomány GDP-vel és a megtakarításokkal való pozitív korrelációjának alakulásától;
- az úgynevezett portfólióhatás érvényesülésének mikéntjétől, amely azt jelenti, hogy bizonyos esetekben a befektetők alacsony kockázatú kötvényeiket magas hozammal értékesítik, hogy ellensúlyozzák a kockázatos kötvényekből eredő veszteségüket, és ez által biztosítsák a portfóliójuk egyensúlyát;
- attól, hogy milyen fejlődési szakaszban van egy gazdaság, mivel a mérlegegyensúly és a relatív egy főre jutó jövedelem között feltételezhető az U alakú függvényszerű összefüggés;
- az örökölt adósság, a tőkekorlátozás, a túlértékelt befektetési termékek, az ár- és bérversenyképesség és az iparági tőkeigény mérlegre történő hatásától;
- az államháztartás tőkepiacra gyakorolt kizorítási hatásának mértékétől;
- a konjunktúra/dekonjunktúra hatásától az államháztartásra és a hitelbőségre.

A folyó fizetési mérleg a reálgazdasági tranzakciókat (áru- és szolgáltatásexport és -import), a tőkebefektetések tulajdonlásához és a munkavállaláshoz kapcsolódó jövedelmeket, valamint a viszonzatlan, egyoldalú átutalásokat (járadék, nemzetközi segélyek, adók) foglalja magába.

¹ Mindezekről részletesen: DE SANTIS–LÜHRMANN 2006; GAVILÁN et al. 2011; ANDO–MODIGLIANI 1963; MODIGLIANI 1970; TOBIN 1967; FARRELL 1970; GLICK–ROGOFF 1995; BANZ 1981; ASNESS et al. 1997; BEKAERT et al. 1997; EDWARDS 1996; CHINN–PRASAD 2003; BOHN–TESAR 1996.

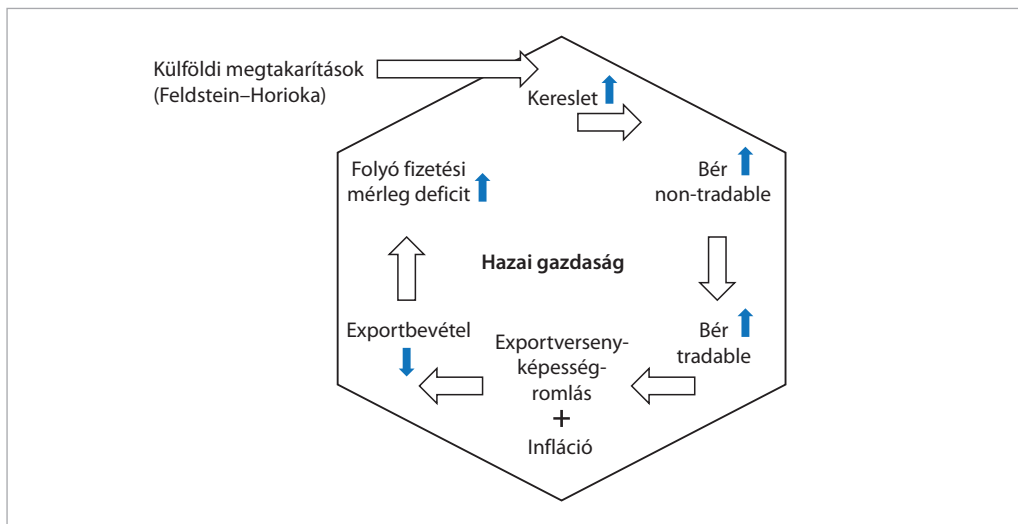
A folyó fizetési mérleg tehát a jövedelemtermelés azon elemeit összesíti, amely valamilyen formában kapcsolatba kerül a külfölddel. Ez esetben pedig a jövedelemtulajdonosok nemzetközi összehasonlítást végeznek, hogy milyen devizában érdemes a tranzakciókat végrehajtani, majd ebből az összehasonlításból következtetéseket vonnak le arra nézve, hogy melyik nemzetgazdasággal milyen tranzakciókat érdemes lebonyolítani (értékesítés, beszerzés, befektetés, hitelezés vagy hitelfelvétel stb.) Ennek következtében nem csupán a nominális árfolyam – amelyek az eurózónában a rögzített árfolyamnak felelnek meg –, hanem az adott gazdaság ár- és bérversenyképessége is meghatározóvá válik bizonyos folyó tételeknél.

Miért szükséges ezzel párhuzamosan a tőkemérleget is vizsgálni? Mivel a külső egyensúlytalanság az állami eladósodás csatornája is, a 8. fejezetben kifejtett adósságmenedzsment külföldiek felé eladott államkötvény-állománya és külföldről felvett állami hitelállománya befolyásolja a folyó fizetési mérleg jövedelemkiramlását is egyrészt az állam által adósságból teremtett kereslet importkeresletté válása során, másrészt a külföldre fizetett kamatokon keresztül. A jelenség magyarázatának elméleti kiindulópontja a Feldstein–Horioka-rejtély,² amely arról a felismerésről szól, hogy a nyitott gazdaságok korlátlanul hozzáférnek a világ tőkepiacához, így a hazai beruházások (illetve a hitelfelvétel) egyáltalán nem függenek a hazai megtakarításoktól. Természetesen a hozzáférés mértékét meghatározza a szuverén adós kockázati prémiuma és a nemzetközi befektetők kockázatvétsége.

További „rejtély”, hogy miért válik évtizedes távlatban tartóssá a külső egyensúlytalanság bizonyos országok esetében, és miért egy gazdasági válságnak kell helyreállítania a versenyképességi aszimmetriákat, noha a nemzetközi gazdasági elmélet különböző folyó fizetési mérleg mechanizmusokban gondolkodik az egyensúly gyors helyreállítására. Látszólag a túlzott importfogyasztás végül visszaveti a gazdaságot az árfolyam leértékelődésén vagy a GDP csökkenésén keresztül, de ez is csak a globális likviditásbőség eltűnésével, azaz a Feldstein–Horioka-hatás megszűnésével következett be.

A tartós egyensúlytalanságot perverz bérhatással lehet megmagyarázni, amely a likviditásbőségből fakadó külső kölcsöntőke-beáramlásra épül. (Ez az úgynevezett fordított Balassa–Samuelson-hatás, JAKAB–KOVÁCS 2000: 144.) Ez alapján a külföldről beáramló hitelpénz felhajtja a keresletet a külfölddel nem versengő hazai szolgáltatások és az import iránt, amely megemeli a hazai szolgáltatások bérszínvonalát termelékenységjavulás nélkül is. Utóbbi pedig az exportágazatok bérszínvonalát növelheti, szintén függetlenül a termelékenység alakulásától. Rugalmas árfolyam esetén ez a hazai valuta eladása miatt árfolyamleértékelődéshez vezet, ami csökkenti a bérek vásárlóértékét, azaz a bérköltséget reálértelemben. Rögzített valutaárfolyam-viszonyok között ez a reálköltségek emelkedéséhez és így versenyképesség-romláshoz vezet mind az exportpiacokon, mind az importtal szemben a hazai piacon. Amíg nem történik meg az úgynevezett belső leértékelés (nominális jövedelem- és bércsökkentés), addig tartósan fennmarad a folyó fizetési mérleg romló hiánya.

² FELDSTEIN–HORIOKA 1980.



10.1. ábra: A fordított Balassa–Samuelson-hatás működési folyamata

Megjegyzés: tradable = külkereskedelmi-képes ágazatok, non-tradable = nem külkereskedelmi-képes ágazatok, kereslet = áru- és szolgáltatáskereslet

Forrás: KUTASI: 2015, 2. ábra

A folyó fizetési mérleg tekintetében a statisztikai elemzésből megállapítható, hogy a rögzített árfolyamnak megfelelő egységes valuta övezetében a fent vázolt folyamat következtében a kevésbé fejlett tagállamok felértékelődő reálbéréi és termékárai hatással vannak a folyó fizetési mérlegre, méghozzá a hiányt növelik. A nemzetközi hitelpiacok képesek éveken keresztül fenntartani ennek a hiánynak a finanszírozását a tőkemérlegben keresztül, így a tankönyvszerű, egyensúlyt helyreállító mechanizmusok nem működnek. A hitelcsatorna azonban egyszerre finanszírozza az egyensúlytalanságot és halmozza a kockázatokat. A növekvő hitelkamat-kiadások már a folyó fizetési mérleg tételei között jelennek meg, kiszorítva az importfogyasztást és a hazai célú jövedelemfelhasználást. Hasonló folyamat zajlik le rugalmas árfolyam esetén is, ha folyamatos a külföldi hitelek beáramlása, amely fenntartja a keresletet és a folyamatos béremelés lehetőségét (azaz a reálberek vásárlóértékét).

E jelenség kapcsán a folyó fizetési mérleg egyensúlytalansága két csatornán keresztül érvényesült, az állami deficiten és a magánszektor nemzetközi eladósodásán keresztül. Az állam képes lehet ösztönözni és visszafogni a magánszektorhitelből keresletét, amely az importkeresletre is kihat, illetve kevésbé piacbarát módon közvetlenül az importkeresletre és az exportértékesítésre is hatást gyakorolhat a kereskedelempolitika protekcionista eszközein (vám, exporttámogatás stb.), valamint a közbeszerzésben a külföldi cégek bevonásán vagy kizárásán keresztül. Az árfolyampolitika is befolyásolja az export és az import árversenyképességét. A gazdaságpolitika kihatással lehet a magánszektor külföld felé történő eladósodására is annyiban, hogy képes szabályozni és korlátozni a lakossági vagy a vállalati szektor számára hozzáférhető devizaalapú hitelek elérhetőségét, amely miatt a hitelfelvevők elkezdik külföldi jegybankok kamatpolitikáját követni a hitelkeresletükben, amely lehet akár jelentősen kedvezőbb is a hazai kamatpolitikánál. Másfelől az állam külföld felé történő eladósodása is a gazdaságpolitikán múlik, ahogyan azt a 7. és 8. fejezetben részleteztük.

A gazdaságpolitika külső egyensúlyra gyakorolt hatást jól érzékelteti az úgynevezett ikerdeficit állapota, amely különösen kockázatos gazdaságpolitikai fundamentumokat takar. Ez a jelenség a költségvetési hiány és a folyó fizetési (vagy a kereskedelmi) mérleg hiányának együttes fennállását jelenti és a veszélye abban van, hogy miközben az említett Feldstein–Horioka-rejtély szerint a gazdaság egésze külföld felé eladósodik, a fiskális politika pénzügyi megmentőképessége is megszűnik, sőt jó eséllyel az államadósság jelentős része is külföldi hitelezők által finanszírozott. Amennyiben a külföldi hitelpiacok bezárulnak, akár a likviditásuk csökkenése, akár a kockázatérzékenységük növekedése, akár az adott ország adósságkockázatának növekedése miatt, az egyszerre okoz államcsődöt az államkötvények lejáratakor, mert nem lesz új hitelező, aki megújítaná a lejáró kötvényeket, és a magángazdaságnak sokszerűen visszaesik a kereslete, mivel a kieső külföldi forrásokból finanszírozott fogyasztás és beruházás nem talál hazai helyettesítő forrást sem a magán-, sem az állami szektorban. (Lásd a 10.1 szemelvényt és az E.4 esettanulmányt.)

A külső egyensúly javítására a fiskális politika csökkentheti a külföldi adósságát és az államháztartási deficitet, valamint minden olyan ösztönzőjét erősítheti (például forinthitelek kamattámogatását), amely a hazai valutában történő hitelfelvétel felé tereli a magánszektor és elriasztja a devizaalapú hitelektől. A fiskális és a kereskedelempolitika is tehet azért, hogy a fogyasztói és beruházási kereslet az import helyett hazai irányba forduljon akár a termelők támogatásával, akár a vevők ösztönzésével, illetve a közbeszerzések keretében is visszaszoríthatja az importot. Természetesen mindezt csak a nemzetközi szabadkereskedelmi rendszer (és adott esetben az EU egységes piacának) keretei között, korlátozott módon. A 6. fejezetben ismertetett monetáris eszközökkel is befolyásolható az export- és importtermékek árversenyképessége és a deviza-beáramlás,³ valamint a devizahitelek hozzáférhetősége.

10.1. szemelvénnyel: Az ikerdeficit jelensége és veszélyei

„[...] A makrogazdasági elemzésekben valóban gyakran megmutatkozik, hogy a külkereskedelmi mérlegnek, sőt általánosabban a fizetési mérlegnek a hiánya együtt jár a költségvetési deficittel. [...] hazai termelési és jövedelmi folyamatokat nagy aggregátumokra egyszerűsítő nemzeti számlarendben egy adott évre a következő egyenlőség írható fel:

$$(\text{megtakarítások} - \text{beruházások}) + (\text{költségvetési bevételek} - \text{költségvetési kiadások}) = \text{nettó export}.$$

[...] A mérlegösszefüggésekből következően amennyiben nem nőnek meg a megtakarítások, akkor vagy a beruházások mérséklődnek vagy az egyenlőség jobb oldalán álló tag lesz kisebb. Az utóbbi más néven a külkereskedelmi mérleg. Nyitott gazdaságban, mint a miénk, a külkereskedelmi mérleg romlása az, ahol rögtön megjelenik az állami túlköltekezés hatása. [...] Van bőszes történelmi tapasztalatunk is: a magyar gazdaságpolitikában a 2001 és 2006 közötti nagy kormányzati kiköltekezés valóban együtt járt a fizetési mérleg súlyos romlásával, a külső eladósodás felfutásával, ami azután 2008 őszén a pénzügyi csőd szélére sodorta az országot. [...] A külkereskedelmi mérleg szufficitje rekordokat döntött a 2014–2015-ös években – szerény hazai lakossági fogyasztás és nem túl magas beruházási ráta mellett. Az ismert makrogazdasági összefüggések alapján abban nem volt semmi meglepő. De abban sincs, hogy ha a lakossági fogyasztás nekilendül, a beruházási volumen felfut, az államháztartás tartósan

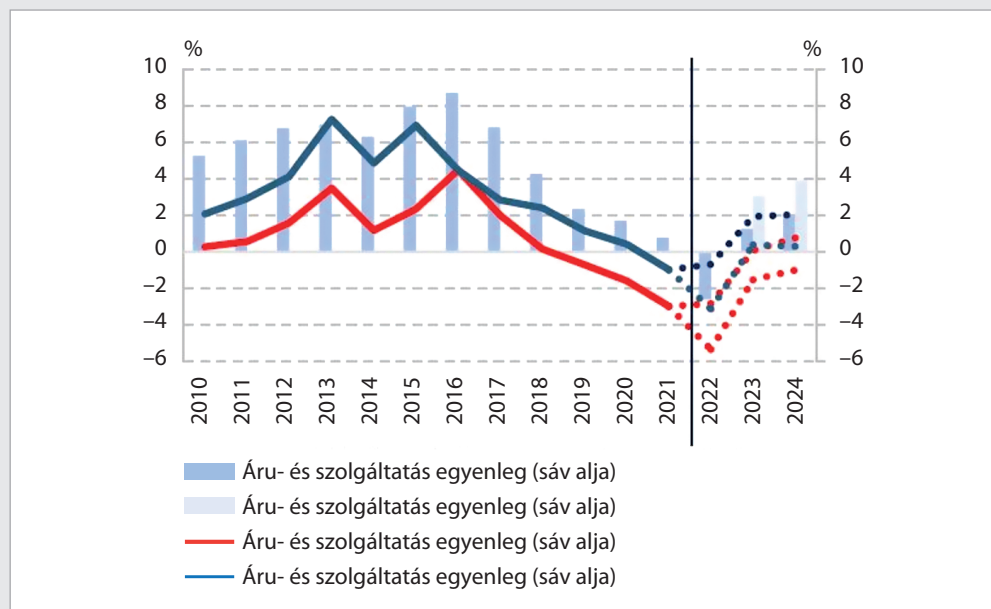
³ Ha a Marshall–Lerner-feltétel teljesül. Ennek lényege, hogy az export- és importkeresletnek túl kell reagálnia az árfolyamleértékelés mértékét, különben csak ront a külső egyensúlytalanságon (SZENTES 1999: 313).

és masszívan deficitese, akkor az egyenlőség jobb oldalán csak negatív szám állhat: a külkereskedelmi egyensúly romlik.”

Forrás: BOD 2022.

„[...] A magasabb energiaárak, a gyengébb külső kereslet, az alkatrészhiány miatt akadozó magyarországi autógyártás, a külföldi turizmus hiánya és az erős belső kereslet egyaránt rontják a folyó fizetési mérlegünk egyenlegét. [...] A mérleg hiánya az idén elérheti akár az 5,3 százalékot az MNB friss előrejelzései alapján. Ez párosul az idei évben várható 4,9 százalékos költségvetési hiánnyal. [...] A következő évek legfontosabb gazdaságpolitikai feladata, hogy mind a folyó fizetési mérleg, mind a költségvetés hiányát mérsékelje. Ellenkező esetben jelentősen megnőhet hazánk sérülékenysége.”

Forrás: HARSÁNYI 2022.



Folyó fizetési mérleg várható alakulása

Megjegyzés: A GDP százalékában. * A viszonyzatlan folyó átutalások és a tőkémerleg egyenlegének összege.

Forrás: HARSÁNYI 2022.

10.2. A külső sérülékenység és a jegybank szerepe a sérülékenység mérséklésében⁴

A külső sérülékenység (külső kitettség) a külföldi és nem hazai devizában fennálló megtakarításokra való túlzott ráutaltsággént definiálható, ami elsősorban akkor jelent valós és releváns gazdaságpolitikai problémát, ha a gazdaság finanszírozási szerkezetén belül a külföld részaránya tartósan dominánssá, a külföldi forrásokra való ráutaltság pedig túlzottá válik. A külső kitettség legjelentősebb hátránya, hogy válságos időszakban komoly megújítási kockázatot jelent, illetve mivel a külső adósság sok esetben nem hazai devizában denominált, így a gazdaság devizaliquiditásra való ráutaltsága is érdemben nőhet. A külső megtakarításokra és a devizapiacokra való ráutaltság felerősíti az árfolyam és a kamatfelárak volatilitását, ami válság bekövetkezése esetén alááshatja a gazdaság forrásszerzési lehetőségeit.

Piaci turbulenciákkal járó, válságos időszakban felerősödhetnek a külföldi függőségből adódó kockázatok az árfolyam és a kamatfelárak kedvezőtlen alakulása, vagy adott esetben a piaci megítélés romlása következtében. A külfölddel szembeni eladósodottságon belül különösen a rövid lejáratú kötelezettségállomány hordoz kockázatokat, hiszen válságos időkben annak megújítása ütközhet először nehézségbe. Egy tőkehiányos gazdaságban a hazai megtakarítások elégtelensége esetén természetesen jelentkezik igény a külföldi források bevonására, különösen, ha azokat kedvezőbb feltételek mellett lehet megszerezni, mint a hazai (belföldi és hazai devizában denominált) forrásokat. Az olcsóbb forrás azonban nagyobb potenciális jövedelemkiáramlással jár együtt, ami szélsőséges árfolyamingadozás és kamatfelárak esetén a gazdasági teljesítmény visszaesését okozhatja.

A jegybankok által alkalmazott monetáris politikai eszközök célja, hogy biztosítsák a monetáris politikai döntések hatékonyságát, effektivitását. A 2007–2008-ban kirobbant gazdasági válság előtti időszakban ez azt jelentette, hogy a monetáris politikai implementáció elsősorban arra fókuszált, hogy biztosítsa a monetáris transzmissziót, vagyis azt, hogy a pénzpiaci hozamok illeszkedjenek, igazodjanak az irányadó kamatlábhoz. A pénzügyi piacok megfelelően működtek, kellően likvidek voltak, azaz az eszköztár feladata alapvetően technikai jellegű volt.⁵

A válság, illetve a válság kezelése azonban új megvilágításba helyezte mind a monetáris politika egészét, mind pedig a monetáris implementációt. A jegybanki implementáció tekintetében fontos felismerés volt, hogy az operatív cél és a monetáris kondíciókat meghatározó különböző pénzpiaci hozamok, illetve a releváns pénzügyi mennyiségek közötti kapcsolat a korábbi nem stabil, ami logikusan elvezetett a „monetáris makroökonómia versus monetáris politikai implementáció” dichotómia elvetéséhez.⁶ Mivel a piacok nem hatékonyak és arbitrázsra adnak lehetőséget, a transzmisszió pedig nem effektív, valamint a piacokat tartós likviditási problémák jellemezhetik, így a monetáris politika által a klasszikus eszközökkel elsődlegesen befolyásolt rövid hozamok nem feltétlenül tükröződnek az egyéb piaci szegmensekben. Mindez azt jelenti, hogy a monetáris politikai eszköztár működtetése nem technikai feladat többé, hiszen a monetáris politika egészének hatékonyságát és effektivitását meghatározza, hogy a jegybank *milyen eszközökkel* éri el a kitűzött célokat. Bindseil (2014) szerint a monetáris politikai implementáció az ilyen turbulens időszakokban egyfajta „művészetté válik”.

⁴ Az alfejezet a KOLOZSI–HOFFMANN (2016) tanulmány bevezetőjére épít.

⁵ BINDSEIL 2014.

⁶ BINDSEIL 2014.

Bár a jegybanktörvényben rögzített célok stabilak, a gazdasági-intézményi adottságok változhatnak, amiből adódóan a monetáris politikai eszköztárnak is folyamatosan alkalmazkodnia szükséges a változó környezethez. A globális pénzügyi válság ebből a szempontból is új korszakot nyitott, hiszen a jegybankoknak az árstabilitási cél veszélyeztetése nélkül egyre inkább kell egyéb céljaira is fókuszálnia, és a korábban használt transzmissziós csatornák romló hatékonysága miatt mindezt – részben legalábbis – nem konvencionális (vagy nem hagyományos) jegybanki eszközökkel kell megtennie.

A szakirodalomban a külső sérülékenységnek nincs egyértelmű mérőszáma: jellemzően a különböző eladósodottsági mutatók GDP-arányos vagy devizatartalékhoz viszonyított mértéke, az adósság devizaszerkezetét megragadó mutatószámok, az adósság kifizetésének forrásaként szolgáló exportjövedelem nagysága, a külkereskedelmi mérleg egyenlege, illetve a közvetlen tőkebeáramlásból számított indikátorok segítségével mérik.⁷ A szakirodalom három fontos tényezőt azonosít a külső sérülékenységgel szembeni biztosítékként: a magángazdaságban rejlő exportorientált növekedési potenciált, a hazai kötvénypiacok méretét és likviditását, illetve a devizatartalékokat.⁸ Ezek közül a jelen tanulmány szempontjából kiemelt jegybankok hagyományosan a devizatartalékok állományát tudják közvetlenül befolyásolni, de közvetetten a kötvénypiacokra is hatást gyakorolhatnak – részben a hagyományos hiteltendereknél fedezetként megkövetelt elfogadható értékpapírok körének meghatározása, részben és esetlegesen az ezen piacokon való közvetett vagy közvetlen szerepvállalás, valamint egyéb, nem konvencionális eszközök alkalmazása révén.

Mivel a legtöbb országban a jegybank feladata a nemzetközi tartalékok kezelése, a jegybankok számára elsődlegesen a rövid külső adósság mögött álló devizatartalékok megfelelősége jelent biztosítékot külső gazdasági sokkokkal szemben. Ennek mérésére szolgál a Guidotti–Greenspan-mutató, mely a rövid külső adósságot vetíti a devizatartalékok állományára, és akkor tekinti a tartalékmegfelelést biztosítottnak, ha a mutató eléri a 100%-os szintet.⁹ A nemzetközi trendeknek megfelelően a Magyar Nemzeti Bank devizatartalék-stratégiájában is a Guidotti–Greenspan-mutató az elsődleges indikátor.¹⁰

10.2. szemelvény: Példa a Guidotti–Greenspan-mutató értelmezésére

„Az MNB október közepén jelentette be, hogy az irányadó kamat azonnali 500 bázispontos emelése mellett az év végéig kész biztosítani az energiaszámla kifizetéséhez szükséges devizaigényt a tartalékából. Egyelőre nem tudni, mekkora összegre lesz szükség ehhez, először havi 1,2-1,5 milliárd eurós becslés hangzott el, majd a világpiaci földgázár esése után a jegybank már úgy fogalmazott, hogy az összeg »közelebb van az egymilliárd euróhoz«.

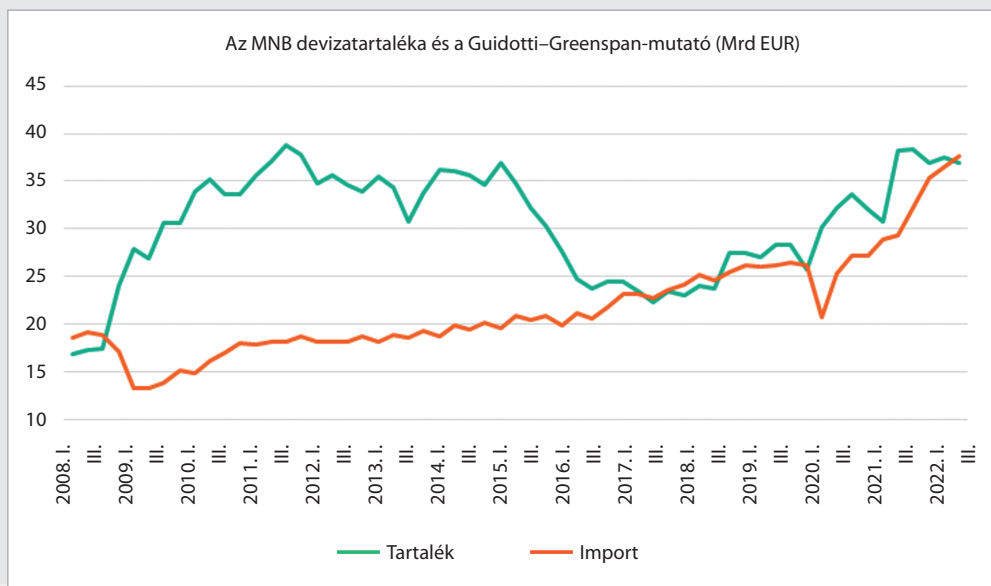
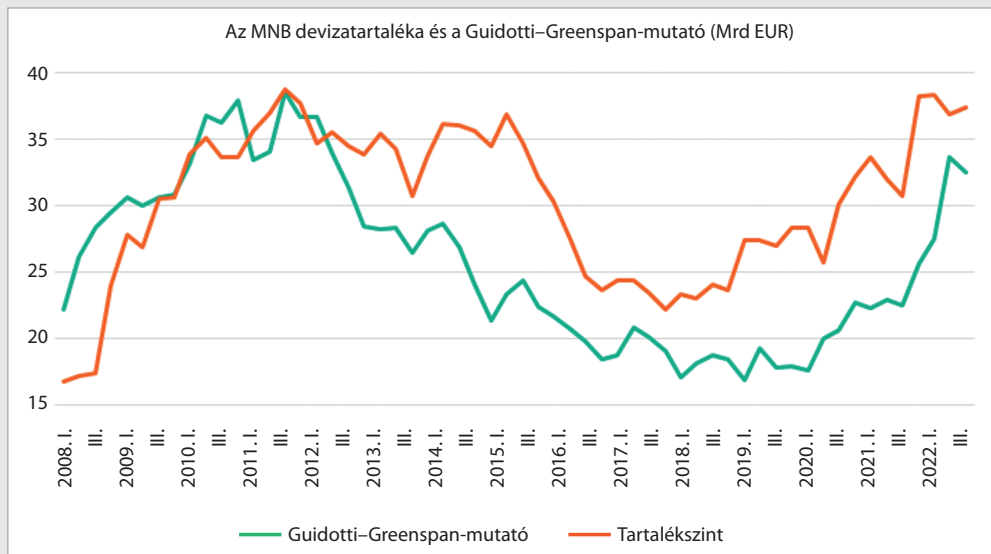
Októberben még nem látszott annak hatása, hogy emiatt csökkenne a tartalék, az MNB statisztikája szerint 36,9 milliárd euró volt az összeg, a novemberi adat pedig majd a napokban érkezik. Ugyanakkor legutóbbi elemzésünkben rámutattunk arra, hogy nem mondható kifejezetten bőségesnek a tartalék, hiszen a nemzetközileg elfogadott Guidotti–Greenspan mutatót mintegy 4 milliárd euróval haladja meg, míg a háromhavi importnál már alacsonyabb is.”

⁷ IMF 2012; SUPRIYADI 2014.

⁸ DYSON 2014.

⁹ NAGY-PALOTAI 2014, CSÁVÁS 2015.

¹⁰ NAGY-PALOTAI 2014.



Forrás: BEKE 2022

Fogalmak: folyó fizetési mérleg, tökemérleg, ikerdeficit, fordított Balassa–Samuelson-hatás

Ellenőrző kérdések:

1. Milyen gazdasági és társadalmi tényezők hatnak a folyó fizetési mérleg egyensúlyára?
2. Milyen eszközökkel tudja befolyásolni a gazdaságpolitika a külső egyensúlyt?
3. Hogyan függ össze a fiskális politika és a külső egyensúly?
4. A külföldi hitelbeáramlás hogyan hat a folyó fizetési mérlegre? Mi köze van ehhez a béreknek?
5. Mit tehet a jegybank a külső egyensúly javításáért?

Problémamegoldás:

1. Az egységes valutájú eurózónához csatlakozott tagország mit tehet a külső egyensúlyának javításáért, és hogyan ronthatja el a gazdaságpolitikán keresztül a külső egyensúlyt?
2. Hogyan lehetséges, hogy az USA évtizedek óta szinte folyamatosan ikerdeficitet mutat, és mégsem megy csődbe az államháztartás vagy nem történt ez idő alatt olyan válság, amely ebből indult volna ki? (Segítség: adatok – IMF World Economic Outlook; háttér: MANN, Catherina L. (2003): A fizetési mérleg hiánya és a hiány fenntarthatósága az Egyesült Államokban. *Közgazdasági Szemle*, 50(10), 891–910.)

Irodalomjegyzék

- ANDO, Albert – MODIGLIANI, Franco (1963): The 'Life Cycle' Hypothesis of Savings: Aggregate Implications and Tests. *American Economic Review*, 53(1), 55–84.
- ASNESS, Cliff S. – LIEW, John M. – STEVEND, Ross L. (1997): Parallels Between the Cross-Sectional Predictability of Stock Returns and Country Returns. *Journal of Portfolio Management*, 23(1), 79–87.
- BANZ, Rolf W. (1981): The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks. *Journal of Financial Economics*, 9(1), 3–18.
- BEKAERT, G. et al. (1997): What Matters for Emerging Market Investment? *Emerging Market Quarterly*, 17–46.
- BEKE Károly (2022): Szép csendben épül Magyarország hatalmas védőhálója, amire szükség is lehet az év elején. *Portfolio.hu*, 2022. december 6. Online: www.portfolio.hu/gazdasag/20221206/szep-csendben-epul-magyarorszag-hatalmas-vedohaloja-amire-szuksege-is-lehet-az-ev-elejen-582996
- BINDSEIL, Ulrich (2014): *Monetary Policy Operations and the Financial System*. Oxford: Oxford University Press.
- BOD Péter Ákos (2022): Már megint ez az ikerdeficit? *Portfolio.hu*, 2022. május 17. Online: www.portfolio.hu/gazdasag/20220517/bod-peter-akos-mar-megint-ez-az-ikerdeficit-544997
- BOHN, Henning – TESAR, Linda L. (1996): U.S. Equity Investment in Foreign Markets: Portfolio Rebalancing or Trend Chasing. *American Economic Review*, 86(2), 77–81.
- CHINN, Menzie D. – PRASAD, Eswar S. (2003): Medium-Term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries. An Empirical Exploration. *Journal of International Economics*, 59(1), 47–76.
- CSÁVÁS Csaba (2015): *A devizataralék-megfelelés értékelésének nemzetközi trendjei*. Online: www.mnb.hu/letoltes/csavas-csaba-a-devizataralek-megfeleles-ertekelesenek-nemzetkozi-trendjei.pdf
- DE SANTIS, Roberto – LÜHRMANN, Melanie (2006): On the Determinants of External Imbalances and Net International Portfolio Flows. A Global Perspective. *ECB Working Paper Series*, no. 651.
- DYSON, Kenneth (2014): *States, Debt, and Power: 'Saints' and 'Sinners' in European History and Integration*. Oxford: Oxford University Press.
- EDWARDS Sebastian (1996): Why Are Latin America's Savings Rates so Low? An International Comparative Analysis. *Journal of Development Economics*, 51(1), 5–44.
- FARRELL, M. J. (1970): The Magnitude of 'Rate-Of-Growth' Effects on Aggregate Savings. *Economic Journal*, 80(320), 873–894.
- FELDSTEIN, M. – HORIOKA, C. (1980): Domestic Saving and International Capital Flows. *Economic Journal*, 90(358), 314–329.
- GAVILÁN, Ángel et al. (2011): Fiscal Policy, Structural Reforms and External Imbalances. A Quantitative Evaluation for Spain. Banco de España. *Documentos de Trabajo*, no. 1107. Online: <https://repositorio.bde.es/bitstream/123456789/7060/1/dt1107e.pdf>
- GLICK, Reuven – ROGOFF, Kenneth (1995): Global Versus Country-Specific Productivity Shocks and the Current Account. *Journal of Monetary Economics*, 35(1), 159–192.
- HARSÁNYI Péter: Újra 10 százalékos ikerdeficit jöhet Magyarországon. *Növekedés.hu*, 2022. április 6. Online: <https://novekedes.hu/elemzesek/ujra-10-szazalekos-ikerdeficit-johet-magyarorszagon>
- IMF (2012): *Pilot External Sector Report*. Online: www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/070212.pdf
- JAKAB M. Zoltán – KOVÁCS M. András (2000): A reálárfolyam-ingadozások főbb meghatározói Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 47(2), 136–156.

- KOLOZSI Pál Péter – HOFFMANN Mihály (2016): A külső sérülékenység csökkentése monetáris politikai eszközökkel. *Pénzügyi Szemle*, 61(1), 8–34.
- KUTASI, Gábor (2015): External Imbalances in the EU: A REER-based Explanation. *Intereconomics: Review of European Economic Policy*, 50(5), 301–308.
- MODIGLIANI, Franco (1970): The Life Cycle Hypothesis of Saving and Intercountry Difference in the Savings Ratio. In ELTIS, Walter A. – SCOTT, Maurice FitzGerald – WOLFE, James Nathaniel (szerk.): *Introduction, Growth, and Trade: Essays In Honour of Sir Roy Harrod*. Oxford: Clarendon, 197–225.
- NAGY Márton – PALOTAI Dániel (2015): Az MNB eszközeinek megújításával tovább csökkenti az ország sérülékenységét. Online: www.mnb.hu/letoltes/150603-nagy-marton-palotai-daniel-az-mnb-eszkoz-einek-megujitasaval-tovabb-csokkenti-az-oroszag-serulekenyseget.pdf
- SUPRIYADI, Ayi (2014): *External Vulnerability Indicators: The Case of Indonesia*. Bank Indonesia. Online: www.bis.org/ifc/events/7ifcconf_supriyadi.pdf
- SZENTES Tamás (1999): *Világgazdaságtan. Elméleti és módszertani alapok*. Budapest: BKE Aula.
- TOBIN, James (1967): Life Cycle Saving and Balanced Growth. In *Ten Economic Studies in the Tradition of Irving Fisher*. New York: Wiley and Sons, 231–256.