

Csávás Csaba – Koroknai Péter: Visszanyerni az egyensúlyt: Hol tartunk most?

Az elmúlt évek egyik legfontosabb sikere, hogy Magyarország külső egyensúlyi mutatói a válság óta eltelt években jelentősen javultak, ami a folyó fizetési mérleg masszív többletében és a külső adósságráták jelentős csökkenésében is tükröződött. A bruttó, rövid lejáratú külső adósság mintegy 30 százalékkal mérséklődött a 2011 és 2013 közötti időszakban, tehát e mutató alapján is számottevően csökkent az ország sérülékenysége. Előrejelzéseink alapján a folyó fizetési mérleg többletéből eredően a következő években is a külföldi hitelek visszafizetése várható, ami a külső adósság további csökkenését vetíti előre és vélhetően magával hozza a rövid külső adósság további mérséklődését is.

A feltörekvő országokat sújtó piaci turbulenciák hírére az elmúlt hetekben a gazdasági témák iránti érdeklődők többsége felkapta a fejét. Az amerikai jegybank likviditásbővítő programjának fokozatos szűkítése (közkeletű nevén a „tapering”) a decemberi bejelentés utáni, kezdetben visszafogott hatásokat követően január közepén egyre komolyabban kezdte éreztetni hatását az egyes feltörekvő gazdaságok pénz- és tőkepiacain. Ennek kapcsán sokan próbáltak magyarázatot adni a miértekre, aminek keretében egyesek általános feltörekvő piaci problémának tartották a problémát, míg mások inkább az országspecifikus tényezőket hangsúlyozták. Ugyanakkor abban minden megszólaló egyetértett, hogy a leginkább érintett országok valamilyen szempontból sérülékenynek tekinthetők. A helyzet komolyságát mi sem mutatja jobban, mint hogy a szituáció nyomán újabb betűszavakkal és állandó jelzős szerkezetekkel bővült a szakzsargon (BIITS (Brazil, Indonesia, India, Turkey, South-Africa), „törékeny ötök”).

Ugyanakkor a Magyarországot is tartalmazó feltörekvő piaci országok összemosása helyett nagyon fontosnak tartjuk az árnyalt, több szempontot is figyelembe vevő kép megrajzolását. Cikkünkben arra teszünk kísérletet, hogy a magyar gazdaság esetében röviden körüljárjuk a sérülékenységet általánosan meghatározó tényezők egyikét, a külső egyensúlyi pozíció, illetve azon belül is a rövid lejáratú külföldi források alakulását. A globális tőkepiacok hektikus viselkedése, illetve a globális likviditás várható mérséklődése ugyanis elsősorban a külső finanszírozás fenntarthatósága, az adósságállomány megújítása kapcsán lehet létfontosságú egy olyan feltörekvő gazdaság számára, mint a magyar. Cikkünkben – annak rövidege folytán – nem térünk ki részletesen a kérdés hosszabb távú, esetlegesen a gazdasági növekedést befolyásoló vagy strukturális szempontokat is figyelembe vevő aspektusaira, hanem elsősorban a rövid külső adósság alakulására fókuszálunk.

Egy gazdaság külső sérülékenységével kapcsolatban a gazdasági szereplők többféle mutatót szoktak figyelemmel kísérni, ugyanakkor a külső egyensúlyi és finanszírozási folyamatok a legfontosabbak közé tartoznak, nem véletlen, hogy az elemzők előszeretettel csemegéznek a belőlük kiolvasható információkból. Már a válság kitörése is rámutatott a külső egyensúly fontosságára, ugyanakkor az elmúlt hónapokban újra fókuszba került az egyes országok külfölddel szembeni pozíciója. Mindkét esetben a korábbi forrásbőség csökkenése irányította rá a figyelmet a külföldi forrásokra való ráutaltságra. A 2008-as válság a kockázatvállalási hajlandóság visszaesése miatt nehezítette meg bizonyos országok finanszírozhatóságát, míg 2013 közepétől az amerikai likviditásbővítő lépések fokozatos mérséklésének meglebegtetése vetett fel kérdéseket. Míg a pénzügyi válság kitörésekor a magas adósságállományokkal rendelkező országok bizonyultak sebezhetőbbnek, addig az elmúlt hónapokban inkább a folyó fizetési

mérleg egyenlege került a külföldi befektetők célkeresztjébe. A folyó fizetési mérleg hiánya ugyanis a gazdaság működésének olyan egyensúlytalanságát jelezheti, ami alapján a gazdaság növekedését nagy részben külföldi eladósodás finanszírozza, így ebben az esetben az ilyen gazdaságok nagymértékben ráutaltak a külföldi finanszírozási forrásokra, ami szűkülő likviditás mellett a fenntarthatatlanság árnyát vetheti az országra. Különösen igaz ez akkor, ha a külföldi források egészségtelen szerkezetű, nem fenntartható növekedést finanszíroznak.

Ma már talán szélesebb körben is elfogadott állítás, hogy a magyar folyó fizetési mérleg évek óta megfigyelhető masszív többlete mindenképpen nagymértékben hozzájárul a magyar gazdaság sérülékenységének mérsékléséhez. A válság előtti külső forrásbevonás nagyrészt fogyasztást, illetve kevésbé produktív beruházásokat finanszírozott, az így megvalósult gazdasági növekedés nem volt egészséges szerkezetű. A válság kitörésével elkezdődő alkalmazkodási folyamat, az egyensúly javulásában elért siker ugyanakkor elengedhetetlen a fenntartható, kiegyensúlyozott, egyre inkább belső forrásokra épülő gazdasági növekedés eléréséhez. Az egy adott időszakra vonatkozó, úgynevezett flow jellegű mutatók mellett talán eddig kevesebb szó esett az állományok alakulásáról. Pedig ezen a területen is, ha csak mérsékelt ütemben is, de a folyamatosan többletet mutató folyó fizetési mérleggel párhuzamosan elindult a külső adósságállomány leépülése. A továbbiakban ezt a folyamatot mutatjuk be röviden.

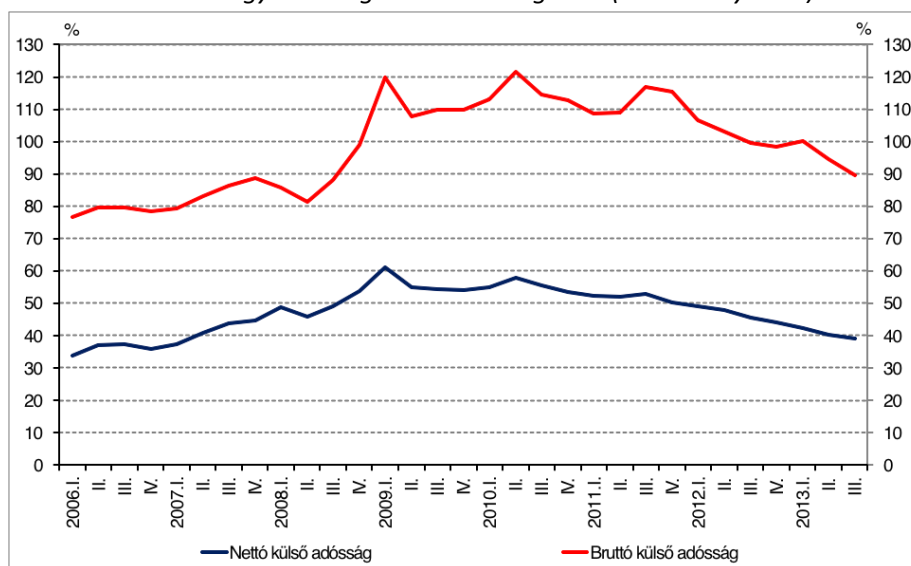
Magyarország külső egyensúlyi mutatói a válság óta eltelt években jelentősen javultak. A válság hatására a magyar gazdaság nagymértékben alkalmazkodott: a folyó fizetési mérleg válság előtt jellemző hiánya többletbe fordult. Ez a folyamat gyakorlatilag azt jelentette, hogy a korábbi, külföldi hitelből finanszírozott túlköltekezéssel szemben a hazai gazdasági szereplők fogyasztása és beruházása a válság kitörése után elmaradt a rendelkezésre álló jövedelmüktől – a fennmaradó jövedelmet pedig korábban felhalmozott külföldi adósságuk visszafizetésére fordították. A folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg többletének összege (Magyarország külső finanszírozási képessége) azt a mértéket jelenti, amennyivel csökkenhet az ország nettó külső (külföldiekkel szembeni) adóssága. Magyarország nettó (tulajdonosi hitelek nélkül számított) külső adóssága ennek megfelelően a válság óta mérséklődik, és 2013 III. negyedévében – a 2009-10 környékén csúcspontot jelentő 60 százalékos feletti értékről – a GDP 40 százaléka alá csökkent.¹ A nettó külső adósság csökkenése 2012-től gyorsult fel. A válság kitörése után a gazdasági visszaesés, illetve a forint árfolyamának gyengesége miatt átárázódó devizaadósság gátolta az adósságráta nagyobb mértékű csökkenését. A korábbi években a GDP 2 százaléka körül stagnáló külső finanszírozási képesség aztán 2012-től jelentősebb mértékben, 6 százalékos fölé növekedett, amivel párhuzamosan a nettó külső adósság csökkenése is felgyorsult, és így a kedvező folyamat immár látványossá vált.

Ez a dinamika nemzetközi összehasonlításban is kedvezőnek tekinthető. Ha az Eurostat adatai alapján összevetjük az Európai Unió tagállamainak nettó külső adósságrátait a válság kitörését követően (2009 I. negyedév), illetve az utolsó elérhető adatpont (2013 III. negyedév) segítségével, akkor azt láthatjuk, hogy Magyarország ezen mutatója mintegy 15 százalékponttal mérséklődött az időszakban, míg az uniós átlag mindössze 6 százalékpontos csökkenés volt. Emellett az uniós tagállamok felében egyáltalán nem csökkent a nettó külső adósság. Persze felhozható az az érv, hogy volt honnan csökkennie a magyar mutatónak,

¹ Az Eurostat a külső adósságba beleszámolja az egyébként a közvetlen működő-tőke (FDI) részét képező tulajdonosi hiteleket is – ugyanakkor ezek figyelembevételével is látványos, 15 százalékpontos a javulás. Cikkünkben ugyanakkor a tulajdonosi hitelt közgazdasági megfontolásokból FDI-jellegű forrásként kezeljük. Ezt az indokolja, hogy az anyavállalatok a részesedéshez hasonló módon tulajdonosi hitellel is tudják finanszírozni leányvállalatukat, és a két finanszírozási forma közötti átjárás rugalmas. Ráadásul a hitelekkel kapcsolatos kockázatok – például megújítási vagy kamatkockázat – is jóval kisebb a tulajdonosi hitelnél, mint ha a hitelt a vállalat egy banktól vette volna fel.

amiben kétségtelenül van igazság, hiszen hazánk külső eladósodottsága már a válság előtt is igen magas volt. Ugyanakkor úgy véljük, hogy egy, a közelmúltban megfigyeltnél erőteljesebb egyensúlyjavulásnak nagyobb lehetett volna a növekedési áldozata.

1. ábra: Magyarország külső adósságrátái (GDP arányában)*



**Tulajdonosi hitelek nélkül. Mivel a tulajdonosi hitelekkel kapcsolatos kockázatok (pl. megújítási vagy kamatkockázat) a hitel természetéből adódóan jóval alacsonyabbak, a külső adósságrátánál a tulajdonosi hitelek nélkül vett mutatót vizsgáljuk.*

A nettó külső adósság csökkenése nem önmagában álló eredmény. Az ország bruttó külső adóssága a javuló külső finanszírozási folyamatokkal összhangban a nettó mutatóhoz hasonlóan, ugyancsak jelentősen csökkent, a 2010 közepi GDP-arányos 120 százalékos szintről 2013 III. negyedévére a GDP 90 százaléka alá. Amint említettük, a külső finanszírozási folyamatok a nettó külső adósság szintjét befolyásolják a legközvetlenebb módon. Ugyanakkor a nettó külső adósság két tényező eredőjeként áll elő: a bruttó külföldiekkel szembeni adósságból kivonjuk a külföldiekkel szembeni követeléseket. Utóbbi esetben az egyik legfontosabb tétel a devizatartalék, hiszen az az MNB külföld felé fennálló követelése. Persze azt fontos megemlíteni, hogy a tartalékok közvetlenül nem használhatóak fel az adósság törlesztésére (az állam vásárolhat devizát a jegybanktól, de csak a jegybanknál vezetett számlái terhére), ugyanakkor természetesen a devizatartalékok (elegendő) szintje befektetői megítélés szempontjából is kiemelten figyelt mutató.

A bruttó adósság vizsgálata tehát fontos, azt a külföldi befektetők, hitelminősítők is szoros figyelemmel követik. A bruttó adósság azért is válhatott a külső sérülékenységnek egy fontos indikátorává, mivel annak visszafizetése lejárat kockázatot hordoz; megújítási kockázata különösen a rövid időn belül lejárat adósságnak van. A gyakorlatban az 1 évet szokták fontos választóvonalnak tekinteni, a bruttó külső adósság 1 éven belül lejárat része, más néven a rövid külső adósság az, aminek a befektetők sérülékenységi szempontból nagy figyelmet szentelnek. De miért és mikor is van ennek jelentősége? Elsősorban tőkepiaci turbulenciák, külső finanszírozási nehézségek esetén. Egy gazdaság szereplői, akár az államról, akár a bankokról vagy a vállalatokról legyen is szó, a működésükhöz szükséges források egy részét külföldről szerzik be. A gyakorlatban jelenleg minden szereplőnek van fennálló adósságállománya: azaz, ha a folyó

működése nem is igényel új forrásokat, a meglévő adósságának törlesztése önmagában is indokolhat külső finanszírozást. Ebben az esetben ez úgy zajlik, hogy a lejáró adósság helyett új hitelt kell felvenni vagy új kötvényt kell kibocsátani. Ha a tőkepiacok bizalma megrendül egyes piaci szereplőkben vagy esetleg teljes országokban, akkor elképzelhető, hogy ez nehézségekbe ütközik. Ilyen tekintetben a rövid időn belül (a piaci sztenderdek 1 évet tekintenek rövidnek) lejáró adósságot, mint a sérülékenység fontos fokmérőjét a befektetők és elemzők egyaránt kimondottan árgus szemekkel figyelik.

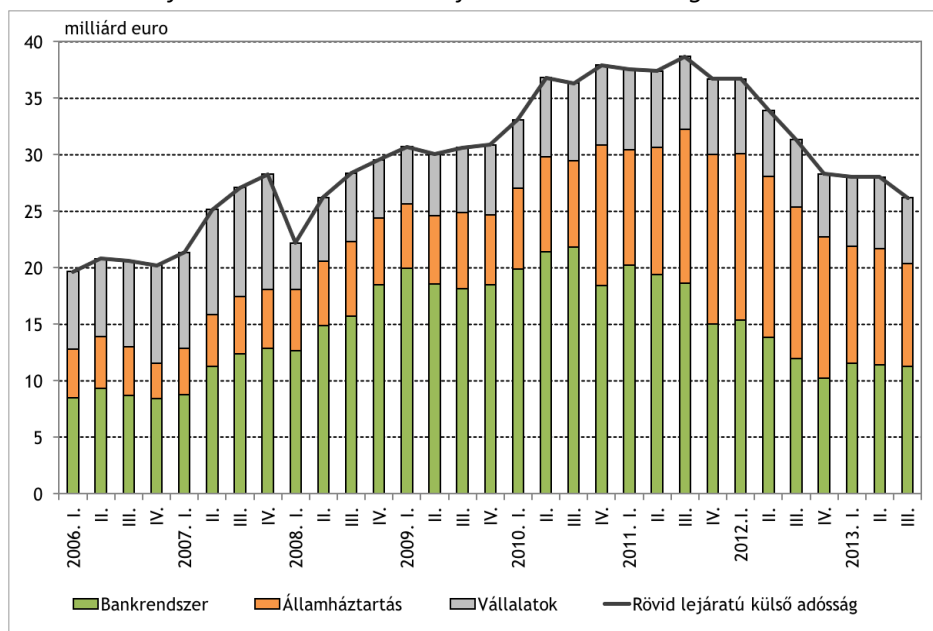
Az MNB statisztikai gyakorlatának köszönhetően Magyarország rövid lejáratú külső adósságáról pontos képet kaphatunk. Mielőtt rátérnénk a számok vizsgálatára, fontos tisztázni, milyen tételekből is áll össze a rövid adósság. A jegybankok többsége csak az úgynevezett eredeti futamidő szerinti rövid adósságot publikálja, azaz a hitelfelvétel pillanatában már éven belüli lejáratú adósságot (ide tartozik például a külföldiek által vásárolt DKJ állomány vagy egy anyabank 1 éven belüli lejáratú a leánybankja számára nyújtott hitele). Van azonban a rövid adósságnak egy másik része is, az úgynevezett berövidülő adósság, amely a hitelfelvétel időpontjában még 1 évnél hosszabb futamidejű adósságelem, viszont az idő múlásával 1 évnél rövidebbé válik (pl. egy eredetileg 5 éves futamidejű külföldi befektető által megvásárolt magyar államkötvény, amelynek a lejáratáig már kevesebb, mint 1 év van hátra). Ez utóbbi adósságelemekre nem minden ország esetében érhető el nyilvános adat, ami egyébként a nemzetközi összehasonlítást is megnehezíti. Magyarországra vonatkozóan azonban az MNB publikálja az eredetileg hosszú futamidejű adósság lejáratú bontását, amelyből a berövidülő adósság is könnyen kiszámítható. Az eredetileg rövid és berövidülő adósság összegét hátralévő futamidő szerinti, vagy teljes rövid adósságnak nevezik. E kétféle rövid adósság típust azért is fontos együttesen vizsgálni, mivel közgazdasági értelemben azok nem különböznek egymástól, egyaránt lejáratú kockázatot hordoznak, így elemzésünk során is csak ezek összegét vizsgáljuk.

A bruttó rövid külső adósság a 2011-ben elért, 39 milliárd euro körüli csúcsponttól tavaly III. negyedév végéig jelentősen, 26 milliárd euróra csökkent, tehát e mutató alapján számottevően csökkent az ország sérülékenysége. Arányaiban nézve ez azt jelenti, hogy az ország rövid külső adósságának mintegy harmada tűnt el. Ahhoz, hogy a folyamatok mögé lássunk, fontos áttekinteni, melyek voltak a nagymértékű csökkenés – illetve a korábbi növekedés – mögötti főbb tényezők. Ennek érdekében szektoronként vizsgáljuk a rövid külső adósság alakulását. Az államháztartás esetében a jegybankkal együtt számított rövid külső adósságot nézzük, tekintettel arra, hogy e két szereplő hasonló rövid értékpapírokat bocsát ki (MNB-kötvény, illetve diszkont kincstárjegyek).

Az amerikai jelzálogpiaci válság 2007 nyári kitörését követően a rövid külső adósság gyors ütemben emelkedett, a 2007 elején még 20 milliárd euro körüli mutató 2008 végére már 30 milliárd euro közelébe ugrott, majd 2010-2011 folyamán 35-40 milliárd euro között tetőzött. A válság hatására a külföldi szereplők óvatosabbá váltak, a hosszú források drágulni kezdtek, a bankszektor szereplői pedig rövidítették külső forrásaik futamidejét. Az államháztartás esetében a válság kitöréséig nem volt jellemző érdemi növekedés, alapvetően abból eredően, hogy a külföldi devizakötvények hosszú futamidejűek. A 2008 őszi Lehman-csőd után az ország rövid külső adóssága tovább nőtt. A bankrendszerben felgyorsult a rövid adósság növekedése, melyben az is szerepet játszott, hogy az árfolyam leértékelődése miatt a bankok a fedezeti ügyleteikhez kapcsolódó ún. margin számlákat (devizacsere ügyletek partnerkockázatához kapcsolódó fedezeti számlákat) főként az anyabankoktól származó, rövid lejáratú hitelekkel tölthették fel. Az államháztartás esetében a rövid külső adósság növekedése 2009 végétől gyorsult fel, a nemzetközi szervezetektől kapott hitelcsomag keretében felvett hitelek ekkortól kezdtek berövidülni. A bankszektorban 2010 második felétől kezdve figyelhetjük meg a rövid adósság csökkenését, ekkor azonban még, nagyjából 2011 végéig, az állam rövid adóssága emelkedett. Ennek egyik oka az

eurózóna válságához kötődően az euró főbb devizákkal szembeni gyengülése, az ÁKK az adósságkezeléshez kapcsolódó devizacsere (swap) ügyleteihez ugyanis szintén letéti számlák kapcsolódnak (a külföldiektől kapott, fedezeti számlán elhelyezett összeg rövid külső adósságnak számít). Az ellenkező irányú folyamatok eredőjeként az ország teljes rövid adóssága csak a bankszektorban megfigyeltnél később, 2012 elejétől – a bruttó külső adósság csökkenésének megindulásával párhuzamosan – indult csökkenő trendnek.

2. ábra: A hátralévő futamidő szerint rövid lejáratú külső adósság szektoronkénti alakulása*



*2008. I. negyedévében a vállalati szektor rövid külső adósságának csökkenése ahhoz köthető, hogy ekkortól az MNB a nem pénzügyi vállalatok csoporton belüli hiteleit a közvetlen tőkebefektetések között számolja el, a vállalatcsoporton belüli tőkemozgások korábbiánál teljesebb figyelembevételét új vállalati adatgyűjtés tette lehetővé.

A továbbiakban kicsit részletesebben is áttekintjük, hogy az egyes szektorok esetében hogyan alakultak a rövid lejáratú külföldi források.

A bankszektor rövid külső adóssága mára a válság előtti szint közelébe csökkent vissza, a 2010-ben kezdődő csökkenés 2011 végétől gyorsult fel igazán. A bankok rövid külső adósságának csökkenéséhez az első lökést az adta, hogy a külföldiek banki forráskivonása – amely egyébként már 2009-től kezdve tart – lehetővé tette, hogy a lejárató adósságot csak részben újítsák meg rövid futamidejű adósság formájában. A hazai devizahitelezés visszaszorulásával a bankok egyre kevésbé voltak ráutalva külső forrásokra, sőt a hitelek folyamatos törlesztésével párhuzamosan a bankok is visszafizették külső (részben hosszú, részben pedig rövid lejáratú) tartozásaikat. Ezt, a hitelezési folyamatok fundamentális jellegéből fakadó rövid adósság csökkenést két további tényező erősítette. 2011 őszén a lakossági devizahitelek végtörlesztéséhez kapcsolódóan az MNB euro eladási tendereket vezetett be, melynek feltétele volt, hogy a bankok rövid külső adósságukat törlesszék a jegybanktól kapott devizáért cserébe. Ugyanebben az időszakban került bejelentésre az ún. devizafinanszírozás megfelelési mutatót (DMM) előíró jogszabály is, melynek lényege, hogy a bankoknak devizaeszközök legalább 65 százalékát stabil - azaz hosszú lejáratú - devizaforrásokkal vagy hosszú devizaswapokkal kell finanszírozniuk. A szabályozás 2012 közepétől lépett életbe, azonban a bankok már hamarabb elkezdhettek alkalmazkodni, melynek – részben – a rövid külső adósság

hosszabbításával tettek eleget. A tavalyi év során azonban már nem csökkent érdemben a bankok rövid külső adóssága, melyben talán a legfontosabb tényező az volt, hogy a lakosság elkezdte átrendezni portfólióját a bankbetétek irányából az állampapírok felé, és az így kieső forrásokat a bankok részben rövid külföldi forrásból tudták pótolni. A bankszektor esetében fontos még kiemelni, hogy a rövid külső adósság csökkenése ellenére, az arányaiban nézve még továbbra is igen magas. A bankok bruttó külföldi adósságához viszonyítva a rövid arány 50 százalék körüli, azaz a bankok adósságának fele egy éven belül lejár. A magas arány az anyabanki finanszírozás szerepére vezethető vissza, mely bár bankokként jelentősen különbözik, szektorszinten magasnak tekinthető. Összességében a bankrendszer jelentős alkalmazkodáson ment keresztül az elmúlt években.

Az államháztartás rövid külső adóssága dinamikusan mérséklődött 2011 végétől kezdve, az akkori szintnek jelenleg kevesebb, mint kétharmadát teszi ki a rövid külső adósság. A csökkenéshez egyrészt hozzájárult, hogy az IMF-EU hitelcsomag fokozatosan visszafizetésre került, a hitelrészletek a törlesztéskor értelem szerűen kiesnek a rövid adósságból. Ezt a folyamatot erősítette fel, hogy Magyarország 2013 augusztusában az IMF-fel szembeni összes fennmaradó adósságát előtörlesztette. Mivel az előtörlesztéskor fennálló adósság gyakorlatilag teljes egésze éven belüli volt, a rövid külső adósságot a törlesztés mintegy 3 milliárd euróval csökkentette. Ezáltal az ország hamarabb szabadulhatott meg e rövid adósságelemtől, mintha menetrend szerinti törlesztésekre került volna sor. Megfigyelhetjük azt is, hogy az állam rövid külső adóssága még a válság előtti szint felett tartózkodik, amit részben az okozott, hogy a külföldiek berövidülő forint államkötvény-állománya emelkedett. Ez két tényező eredőjeként adódott: egyrészt a külföldiek jóval több forint államkötvényt tartanak, mint a válság előtt, másrészt az állományuk lejárat szerkezete nem változott nagymértékben, azaz a külföldiek magyar állampapír-befektetéseinek átlagos futamideje a jelentős állománynövekedés ellenére sem csökkent le a válság előtti szintekhez képest. Ez ugyan alapvetően két kedvező folyamat, a végeredmény ugyanakkor mégis az, hogy a magasabb állomány miatt nyilvánvalóan az egy éven belül lejáró állomány is emelkedett.

A vállalati szektor rövid külső adósságának alakulásában nem figyelhetőek meg egyértelmű trendek, az viszonylag stabilan alakult az elmúlt években. A szektor rövid külső adóssága arányaiban nézve nem tekinthető magasnak, a vállalatoknál ugyanis a részesedés formájában történő finanszírozás, a tulajdonosi hitelek, illetve a hosszú futamidejű hitelek jelentik a fő külföldi finanszírozási formákat, a beruházások megvalósításához tartós (hosszú lejáratú) források bevonása kifizetődő. A rövid adósság inkább csak kiegészítő forrást jelent, például forgóeszközök finanszírozásához kapcsolódóan.

Miután áttekintettük az elmúlt évek kedvező külső adósságfolyamatait, elsősorban a rövid lejáratú adósságelemekre koncentrálna, nézzük meg röviden, mit mondhatunk a várható folyamatokról.

Előrejelzéseink alapján 2014-15-ben a külső sérülékenység további csökkenése várható. Magyarország folyó fizetési mérleg többlete, és így külső finanszírozási képessége a következő években igen magas szinten stabilizálódhat. Ez azt jelenti, hogy továbbra is a külföldi hitelek folytatódó visszafizetésére számítunk. Ez a folyamat azt vetíti előre, hogy folytatódhat a magyar gazdaság egyensúlyi alkalmazkodása, és ezzel párhuzamosan a nettó és bruttó külső adósságráták mérséklődése. A bruttó külső adósság csökkenése magával hozhatja az eredeti futamidő szerinti rövid külső adósság mérséklődését is, míg a teljes rövid külső adósság alakulását a korábban kibocsátott adósságok lejáratái is jelentős mértékben befolyásolják. A rendelkezésünkre álló adatok alapján 2014 végéig – egy 2014 elején várt átmeneti emelkedést követően – a berövidülő adósság is tovább mérséklődhet. Vagyis a folyó fizetési mérleg többlete mellett a – rövid és teljes – külső adósságállományok is az ország külső sérülékenységének további mérséklődését vetítik előre. Természetesen, mint minden előrejelzés esetében, vannak kockázatok, de alap forgatókönyvünk

megvalósulása esetén azt mondhatjuk, hogy a külső sérülékenységünk javulása és egyensúlyi mutatóink teljes körű helyreállása a következő időszakban minden dimenzió mentén folytatódik. Egyrészt a flow jellegű mutatók (folyó fizetési mérleg) már a válság kitörését követően, jelenleg és előretekintve is kedvező képet mutatnak. Másrészt az adósságállományok csökkenő dinamikája ugyancsak reményre ad okot. Harmadrészt a várható kedvező folyamatok esetén nemsokára már az állományok nagysága (szintje) tekintetében is az egészségesebb finanszírozási szerkezetű, egyre növekvő részben belső forrásokra támaszkodó gazdaságok közé fog tartozni a magyar.

A külső sérülékenység ugyanakkor nemcsak az adósság állományától, vagy azon belül a rövid külső adósság mértékétől függ, azt számos tényező mellett az is befolyásolja, hogy az egyes szereplők egy potenciális válság esetén mekkora felhasználható tartalékokkal rendelkeznek. Ezen belül kiemelendő a jegybanki devizatartalék szintje, amely a rövid külső adósság esetleges kivonására nyújthat fedezetet, és annak elégséges szintje nagymértékben csökkentheti a külső sérülékenységet. Cikksorozatunk további részeiben a devizatartalékok szükséges szintjével kapcsolatos megfontolásokat vesszük górcső alá.