



**MNB Háttér tanulmányok**

2003/2

Darvas Zsolt

**NAGYMÉRTÉKŰ REÁLFELÉRTÉKELŐDÉSEK  
NEMZETKÖZI ÖSSZEHASONLÍTÁSA**

2003. május

Online ISSN: 1587-9356

Darvas Zsolt: Közgazdasági főosztály, Kutatási osztály

[E-mail: darvaszs@mnbb.hu](mailto:darvaszs@mnbb.hu)

Az MNB Háttér tanulmányok sorozatban a Magyar Nemzeti Bank monetáris döntéshozatalához kapcsolódó közgazdasági elemzéseket hozzuk nyilvánosságra. A sorozat célja növelni a monetáris politika átláthatóságát. Így az előrejelzési tevékenység technikai részleteit is ismertető tanulmányokon túl közzé teszünk a döntéshozatal során felmerülő közgazdasági kérdéseket tárgyaló háttéranyagokat is. A kiadvány csak elektronikus formában kerül publikálásra.

Az elemzések a szerzők véleményét tükrözik, s nem feltétlenül esnek egybe az MNB hivatalos véleményével.

Magyar Nemzeti Bank  
1850 Budapest  
Szabadság tér 8-9.  
Tel: 428-2600  
<http://www.mnb.hu>

## Tartalomjegyzék

ÖSSZEFOGLALÁS.....	1
1. BEVEZETÉS .....	5
2. ÁTMENETI FELÉRTÉKELŐDÉSEK.....	6
<b>2.1. Árfolyamrögzítésre alapozott dezinfláció magas inflációs szintről fejlődő országokban</b>	<b>6</b>
<b>2.2. Lebegő árfolyam melletti dezinfláció alacsony inflációs szintről fejlett országokban</b>	<b>10</b>
3. TARTÓS FELÉRTÉKELŐDÉSEK.....	15
<b>3.1. Portugália</b>	<b>17</b>
3.1.1. <i>A portugál árfolyamrendszerek és a főbb gazdasági folyamatok összefoglalása</i>	17
3.1.2. <i>Az 1992-t megelőző felértékelődési periódus</i>	19
3.1.3. <i>Az EMU csatlakozás előtti nagyarányú folyó fizetési mérleg romlás</i>	23
<b>3.2. Reálárfolyam alakulások</b>	<b>24</b>
3.2.1. <i>Csatlakozó országok</i>	24
3.2.2. <i>Balti és keleti országok</i>	26
3.2.3. <i>"Perifériás" EMU tagállamok</i>	27
3.2.4. <i>Fejlett ipari államok</i>	28
3.2.5. <i>Latin Amerika</i>	29
4. NÉHÁNY KÖVETKEZTETÉS A MAGYAR REÁLÁRFOLYAMRA VONATKOZÓAN .....	31
5. „A” FÜGGELÉK: ÁTMENETI FELÉRTÉKELŐDÉST MUTATÓ ORSZÁGOK MAKROGAZDASÁGI ADATAI: LATIN AMERIKA ÉS TÖRÖKORSZÁG.....	33
6. „B” FÜGGELÉK: ÁTMENETI FELÉRTÉKELŐDÉST MUTATÓ ORSZÁGOK MAKROGAZDASÁGI ADATAI: FEJLETT IPARI ÁLLAMOK.....	40
7. „C” FÜGGELÉK: ÁTMENETI FELÉRTÉKELŐDÉST MUTATÓ FEJLETT IPARI ÁLLAMOK ORSZÁGOK MAKROGAZDASÁGI FOLYAMATAINAK HETEROGENITÁSA.....	43
8. „D” FÜGGELÉK: TARTÓS FELÉRTÉKELŐDÉST MUTATÓ ORSZÁGOK MAKROGAZDASÁGI ADATAI .....	50
9. „D” FÜGGELÉK: A FELHASZNÁLT ADATOK ÉS A VIZSGÁLT ORSZÁGOK FELSOROLÁSA	55

## Összefoglalás

*Az elmúlt két év hazai tapasztalataihoz hasonlóan a világ számos országában előfordult gyors és nagymértékű reálfelértékelődés. Tanulmányunkban azt vizsgáljuk, hogy a gyors reálfelértékelődés mely esetekben bizonyult tartósnak, illetve átmenetinek, milyen gazdaságpolitikát folytattak a felértékelődési epizódokban, és a reálfelértékelődések milyen következményekkel jártak.*

Tanulmányunk célja nem az ideális dezinflációs pályák vizsgálata, sem a reálárfolyam és a gazdasági növekedés közötti kapcsolat kutatása, és nem is a magyarországi reálfelértékelődés lehetséges következményeinek elemzése. Ezért nem azt elemezzük, hogy mekkora felértékelés válhat szükségessé az infláció mérsékléséhez, vagy hogy egyes országokban a gyors felzárkózást milyen reálárfolyam-változás kísérte, és nem is azt, hogy szükséges volt-e Magyarországon a bekövetkezett mértékű felértékelődésre, vagy netán szükség lenne-e továbbira az infláció letörése érdekében. A tanulmányban nem vonunk le következtetéseket az optimális, azaz tartós infláció-csökkenést elérő és a lehető legalacsonyabb reálgazdasági költséggel járó dezinfláció és a reálárfolyam alakulása között. Célunk ennél szűkebb körű volt: annak vizsgálata, hogy ahol két éven belül gyors reálfelértékelődés alakult ki, ott ezt milyen gazdaságpolitikai lépések előzték meg és követték, valamint milyen makrogazdasági következménnyel járt a reálfelértékelődés az alkalmazott gazdaságpolitikával kombinálva.

A fenti célból következően egy sok-országos megközelítést alkalmaztunk: közel száz ország elmúlt három évtizedbeli tapasztalatait vontunk be az elemzésbe, de az országok körét végül leszűkítettük három, egymástól jól elkülönülő csoportra. A széleskörű összehasonlíthatóság érdekében a fogyasztói árindexen alapuló reálárfolyam mérőszámot használtuk, de ahol lehetett, ott a bérek alakulását is figyelembe vettük.

A reálfelértékelődés önmagában természetesen nem értelmezhető, hiszen az egyensúlyi reálárfolyamhoz viszonyított eltérés az, amely adott esetben makrogazdasági hatásokat válthat ki. Például, ha egy 20 százalékos reálárfolyam-erősödés felerészben egy korábbi alulértékelttség korrekciója és felerészben vezetett túlértékelttséghez, akkor nem a 20 százalékos reálfelértékelődés, hanem a 10 százalékos túlértékelttség reálgazdasági következményeinek kell a vizsgálat középpontjában állnia. Jelen tanulmányban vizsgált sokországos elemzésnél azonban nem volt lehetőség az egyensúlyi reálárfolyam közvetlen becslésére és az attól való eltérés elemzésére, hiszen ehhez minden országnál részletes vizsgálatok lennének szükségesek, mivel a panel-becsléseink nem vezettek kielégítő eredményre.<sup>1</sup> Ezért csak közvetett módon, az aktuális reálárfolyam és a makrogazdasági változók alakulása alapján következtetünk az egyensúlyi reálárfolyamra.

A tanulmány két fő tanulsága az egyensúlyi reálárfolyam és a makrogazdasági politikák meghatározó szerepeire vonatkoznak. Azokban az esetekben ugyanis, ahol a

---

<sup>1</sup> A forint reálárfolyamának egyensúlyi értékét azonban jelenleg vizsgálja a Közgazdasági főosztályon egy széles munkacsoport.

reálfelértékelődés bár átmeneti volt, de a dezinflációs politika sikeresnek tekinthető, azaz ahol a reálfelértékelődés alatt nem romlott a külső egyensúly, az átmeneti-reálfelértékelődés tartós inflációmérsékléshez vezetett, és a reálgazdasági áldozat is mérsékeltebb volt, ott nem az árfolyam hatósági rögzítése, hanem jelentős mértékben a piaci szereplők által előidézett nominális árfolyam-erősödésre került sor, valamint mérsékelt szintű vagy csökkenő államháztartási hiányok és az inflációcsökkenéssel összhangban álló bérnövekedések valósultak meg. Ez a megállapítás a makrogazdasági politikák fontosságára hívja fel a figyelmet. A megállapítás alapvetően jellemző volt azokra az esetekre is, amelyeknél egy alulértékeltiséget követően a reálfelértékelődés tartós maradt. Ugyanakkor az alulértékelttség korrekciója sok esetben nagyobb makrogazdasági volatilitással is járt. Ez a megállapítás az egyensúlyi reálárfolyam fontosságára hívja fel a figyelmet.

A két fő tanulságot az alábbi következtetések támasztják alá.

### *1. A felértékelődési epizódok három csoportra oszthatóak*

- (1) ahol tartós maradt a felértékelődés;
- (2) ahol a rögzített árfolyam és romló fiskális egyenleg mellett létrejövő átmeneti felértékelődést követő korrekció jelentős gazdasági káoszhoz (erőteljes inflációnövekedéshez és GDP visszaeséshez) vezetett;
- (3) ahol a lebegő árfolyam, javuló fiskális egyenleg és az inflációval megegyező beralakulás mellett létrejövő átmeneti felértékelődést követő korrekció bár nem elhanyagolható GDP és munkanélküliségi áldozatot kívánt a dezinfláció, de az inflációcsökkenés tartós maradt.

### *2. Tartós felértékelődések*

A nagymértékű reálfelértékelődés tartóssá válásának lehetősége egyenértékű azzal a kérdéssel, hogy a kialakult reálárfolyam-szint egyensúly közeli-e. Alapvetően három csoportra oszthatóak ezek az esetek: (1) Amikor a felértékelődés előtt egy merev árfolyamrendszer miatt alulértékelt reálárfolyam szint alakult ki például azért, mert lassú a termelési tényezők áramlása és az ár- és béralkalmazkodás (erre lehet példa Portugália és Dánia a nyolcvanas évek végén, vagy Svájc, Ausztria, és Norvégia a Bretton-Woodszi rendszer 1973-as felbomlásakor). (2) Amikor a gyors termelékenység-növekedésen alapuló gazdasági felzárkózás vezet erősödő egyensúlyi reálárfolyamhoz (a klasszikus példa Japán). (3) Átalakuló országok, amelyekben az átalakulást erősen alulértékelt reálárfolyammal kezdték.

### *3. Az átmeneti felértékelődések két, egymástól jól elkülönülhető csoportra oszlanak*

Átmeneti felértékelődésekre dezinflációs erőfeszítések idején került sor, és vélelmezhetően azért voltak csak átmenetiek, mert a felértékelődés alatt a reálárfolyam túlértékeltté vált az egyensúlyi értékéhez képest – éppen a dezinfláció segítése érdekében. Az átmeneti felértékelődéseket két, egymástól mind körülményeikben és következményeikben jól elkülönülhető csoportra lehet osztani. Az alábbi táblázatban foglaljuk össze a különbségeket.

**1. táblázat: Átmeneti felértékelődések főbb jellemzői**

<b>Első csoport - kudarcba fulladt dezinfláció</b> (Latin-Amerika és számos további ország <sup>2</sup> )	<b>Második csoport - tartós dezinfláció</b> (fejlett országok – Ausztrália, Kanada, Egyesült Királyság, Új-Zéland <sup>3</sup> )
<i>Nominális árfolyam</i>	
árfolyam rögzítés, vagy egyre csökkenő ütemű leértékelés	lebegő árfolyamrendszer mellett a reálfelértékelődés két-harmadát a nominális árfolyam felértékelődése okozta
<i>Kiinduló inflációs szint</i>	
20-100 százalék közötti	átlagosan 9 százalék
<i>Felértékelődés mértéke</i>	
15-70 százalék között, átlagosan 40 százalék	15-27 százalék között, átlagosan 23 százalék
<i>Felértékelődés tartóssága</i>	
korrekció azonnal megindult és egy év alatt visszaállt a kiinduló árfolyamszint	két évig fennmaradt az erős reálárfolyam, majd ezt követően a korrekció újabb két év alatt fele-fele arányban elosztva következett be
<i>Külföldi gazdasági konjunktúra</i>	
a felértékelődés alatt romlott, majd ezt követően fokozatosan javult	a felértékelődés csúcspontja után romlott, és csak a felértékelődés után négy évvel kezdett a növekedés a korábbi szint közelébe emelkedni
<i>Gazdasági növekedés a felértékelődés előtt és a felértékelődés végén</i>	
mindkét csoportban a felértékelődés előtt 4 százalék körüli növekedés volt jellemző, amely a felértékelődés csúcspontjakor 2 százalékra csökkent	
<i>Gazdasági növekedés a felértékelődés után</i>	
számottevő GDP csökkenés, majd újragyorsuló –és a növekedési ütem tekintetében túllendülő– növekedés	enyhe GDP csökkenés, majd gyorsuló növekedés, amely a felértékelődés csúcspontját követő ötödik évben érte el a korábbi ütemet
<i>Munkanélküliségi ráta</i>	
(nincsen kellő számú adat)	a felértékelődés alatt enyhén, 7%-ról 6%-ra mérséklődött, majd a felértékelődés tartóssulása alatt 10 %-ra emelkedett

<sup>2</sup> Hasonló jegyeket mutat például Portugália 70-es évek végi kísérlete, és a közelmúltbeli török és orosz események.

<sup>3</sup> Hasonló jegyeket mutat Svédország 1988-90-es felértékelődési epizódja is azzal a lényeges különbséggel, hogy ekkor itt rögzített árfolyamrendszer volt érvényben, és csak a korrekciós szakaszban került sor lebegtetésre.

<i>Költségvetési politika</i>	
a négy évvel korábbi, a GDP 4 százalékát kitevő hiány 7 százalékra romlott, és a felértékelődést követően (a gazdasági visszaeséssel egyidőben) erőteljes korrekció vált szükségessé	a négy évvel korábbi, a GDP 4 százalékát kitevő hiány folyamatosan mérséklődött, amely kiegyensúlyozott költségvetéshez vezetett a felértékelődési periódus végére; a korrekciós időszakban a hiány a GDP 2 százalékára növekedett
<i>Kamatpolitika</i>	
(nincsen kellő számú adat)	határozott szigorítás tapasztalható: a korábbi négy százalék körüli reálkamatlábak hat százalék fölé emelkedtek; vélhetően ennek is szerepe volt a nominális árfolyam erősödésében
<i>Béralakulás</i>	
(nincsen kellő számú adat)	A nominális bérek növekedése az inflációt követte, és csak a felértékelődés utáni harmadik évtől (amikor a GDP növekedése is új lendületet vett) kezdtek a reálbérek 1-2 százalékkal emelkedni
<i>Folyó fizetési mérleg</i>	
a hiány magasra emelkedett	a hiány a felértékelődés alatt gyakorlatilag stabil volt, az utána következő korrekciókor pedig enyhén javult
<i>Export piaci részesedés</i>	
a felértékelődés alatt és azt követően is folyamatosan csökkent a piaci részesedés	a felértékelődés alatt emelkedett a piaci részesedés, de a felértékelődés tartóssá válása, majd korrekciója során tartós piaci részarány veszteség következett be
<i>Reálárfolyam a korrekció után</i>	
mindkét csoportban lényegében visszaállt a felértékelődés előtti reálárfolyamszint	
<i>Gazdasági felzárkózás</i>	
egyik csoport országai sem voltak utolérési fázisban, hanem relatív fejlettségük gyakorlatilag változatlan maradt	

## 1. BEVEZETÉS\*

A rendszerváltás kezdete óta a forint reálárfolyama –azaz az inflációs különbséggel korrigált árfolyama– évről évre felértékelődött. A felértékelődés jelentősen felgyorsult az árfolyamsáv 2001. májusi kiszélesítését követően, köszönhetően annak, hogy az euróval szembeni árfolyam a sáv erős szélének közelébe került. Az elmúlt két évet, azaz a 2000 utolsó negyedétől 2002 utolsó negyedéig terjedő időszakot vizsgálva a reálfelértékelődés a 24 főbb külkereskedelmi partnerrel szemben 21,3 százalékos volt a fogyasztói árakat felhasználva az árfolyam reálértékének számításához, amelyből 12,3 százalék a nominál-effektív árfolyam erősödésének következménye.

A világ számos más országában is előfordult viszonylag rövid időn belül nagymértékű reálfelértékelődés. Ezért számunkra is hasznos tanulságokkal szolgálhat a nemzetközi tapasztalatok áttekintése, annak elemzése, hogy a gyors reálfelértékelődés mely esetekben bizonyult tartósnak, illetve átmenetinek; milyen következményekkel jártak, és általánosabban a kimenetek milyen tényezőktől függték. Tanulmányunkban ezen kérdéseket vizsgáló kutatás első eredményeiről számolunk be. A vizsgálatba 84 ország 1970 és 2002 közötti adatait vontunk be; az összes OECD ország mellett azon fejlődő országokat is, amelyek nem törpeállamok és a fontosabb makrogazdasági adatok rendelkezésre álltak. A széleskörű nemzetközi összehasonlíthatóság érdekében a felértékelődést a fogyasztói árindexen alapuló reál-effektív árfolyamindexszel mértük.<sup>4</sup> A vizsgált országok szinte mindegyikében előfordult a hetvenes évek óta rövid időn belül nagyarányú felértékelődés, például két éven belül legalább 15 százalékos reálfelértékelődés 68 országban volt megfigyelhető.

A nagymértékű reálfelértékelődés okainak és következményeinek vizsgálata nehezen választható el attól a kérdéstől, hogy a felértékelődés nyomán kialakult reálárfolyam-szint egyensúly közeli-e. Értelemszerűen, ha a felértékelődési folyamat az egyensúlyhoz való korrigálást tükrözi, akkor kedvezőtlen reálgazdasági hatás nem lép fel. A forint reálárfolyamának egyensúlyi értékét jelenleg vizsgálja a Közgazdasági főosztályon egy széles munkacsoport, ugyanakkor a jelen tanulmányban vizsgált sokországos elemzésnél erre nincsen lehetőség, hiszen ehhez minden országnál részletes vizsgálatok lennének szükségesek.<sup>5</sup>

A fentiek miatt ebben a tanulmányban elsősorban a mért statisztikai adatokból levonható tanulságokat tekintjük át, és az egyensúlyi reálárfolyammal kapcsolatos szempontokat csak közvetetten, a megfigyelt makrogazdasági folyamatokból következtetve elemezzük.

Elsőként azon országokat tekintjük át, amelyeknél a felértékelődés átmeneti volt, majd pedig azokat, ahol ez tartósan fennmaradt.

---

\*Köszönettel tartozom az MNB különböző belső fórumain, a nyilvános szakmai vitán és további konzultációkon kapott hasznos észrevételekért és javaslatokért. Külön is szeretném kiemelni Csermely Ágnes, Hamecz István, Halpern László, Neményi Judit, Simon András és Szapáry György részletes észrevételeit és javaslatait, ugyanakkor a tanulmányban levont következtetésekért és a fennmaradó hibákért kizárólag engem terhel felelősség.

<sup>4</sup> A reál- és a nominál-effektív árfolyamokat a fogyasztói árindexek alapján a 24 legfőbb külkereskedelmi partnerrel szemben számítottuk, a kilencvenes évek külkereskedelmi szerkezetét reprezentáló fix súlyrendszer alapján. Több ország számára is néhány fontos külkereskedelmi partnert azonban a kellően hosszú idősorok hiánya miatt figyelmen kívül kellett hagyni, mint például Braziliát, Kínát, Oroszországot, Hong-Kong-ot, és a korábbi jugoszláv tagköztársaságok többségét.

<sup>5</sup> Végeztünk ugyan kísérleti számításokat a vizsgált összes ország egyensúlyi reálárfolyamainak közelítésére panel-modellek alapján, de a becslések nem vezettek elfogadható eredményre.



## 2. ÁTMENETI FELÉRTÉKELŐDÉSEK

Az átmeneti felértékelődéseken átesett országokat két, egymástól mind körülményeikben és következményeikben erősen elválló csoportra oszthatjuk.

### 2.1. Árfolyamrögzítésre alapozott dezinfláció magas inflációs szintről fejlődő országokban

Az irodalomban jól feldolgozottak a latin-amerikai országok tapasztalatai.<sup>6</sup> Az alábbi főbb stilizált tényeket állították fel: (1) fokozatos infláció csökkenés, ugyanakkor csak viszonylag lassú konvergencia az árfolyamhoz (a leértékelés/leértékelődés lassulásához/megállásához), (2) tartós reálfelértékelődés, (3) a külkereskedelmi és folyó fizetési mérleg egyenleg romlás, (4) a termelés kezdeti megugrása, majd visszaesése, (5) a költségvetési hiányok kezdeti csökkentése, majd ismételt növekedése. A krónikus inflációjú országokban főként heterodox stabilizációs programokat vezettek be, amelyekben ár- és bérkorlátozások egészítették ki az árfolyamra alapozott antiinflációs politikát. Ezek ellenére az infláció lassú konvergenciája miatt a reálárfolyam felértékelődött, és a reálárfolyam-alakulását egy  $\cap$ -forma jellemezte: kezdetben (akár több évig is) felértékelődés, majd (a program végekor) leértékelődés következett. A folyó fizetési mérleg romlás fő összetevője az import megugrása volt, amelyeket kezdetben jelentős tőkebeáramlás finanszírozott. Végül a reálgazdaság alakulását főként a fogyasztás gyors (GDP növekedésnél is gyorsabb) felfutása, majd visszaesése jellemezte. A beruházások növekedése is szerepet játszott számos országban az üzleti ciklus alakulásában. Ez a ciklus a sikeres programoknál — amelyeket nem követett az infláció ismételt felgyorsulása — is megfigyelhető volt (például Izrael 1985-ös stabilizációja).

Az irodalomban stilizált tények számszerű bemutatására megvizsgáltuk 21 latin-amerikai ország adatait, és ezek közül kiválasztottuk azon országokat, amelyekben rövid idő alatt következett be nagyarányú felértékelődés. A vizsgált országok részletes adatait az „A” függelék (33. old.) mutatja. Ezek közül húsz epizódot kiválasztottunk<sup>7</sup> és kiszámoltuk az átlagos viselkedést, amelyet az alábbi két ábra mutat.<sup>8</sup> Az átlagok számításánál úgy jártunk el, hogy nulladik évként definiálva a felértékelődések csúcsát, azt megelőzően és követően hat-hat év adatait átlagoltuk.

Az első ábra a reál- és nominál-effektív árfolyam szintjét mutatja a felértékelődés csúcsa előtti harmadik évhez képesti százalékos szintként (jelölésük: REER\_CPI,

---

<sup>6</sup> Mind az empirikus, mind az elméleti irodalmat áttekintettük egy korábbi tanulmányunkban: Darvas Zsolt (1998): Moderált inflációk csökkentése - Összehasonlító vizsgálat a nyolcvanas-keletkezési évek dezinflációit kísérő folyamatokról, MNB Füzetek 1998/9.

<sup>7</sup> Argentína: 1974, 1980, Bolívia: 1985, Chile: 1981, Kolumbia: 1997, El Salvador: 1985, 1989, Haiti: 1999, Jamaica: 1977, 1983, Mexikó: 1975, 1981, 1994, Paraguay: 1983, Peru: 1975, 1982, Uruguay: 1971, 1982, Venezuela: 1983, 2001.

<sup>8</sup> Hangsúlyoznunk kell, hogy ezen országokban a felértékelődés alatt vagy a dollárhoz való rögzítés történt (a 20 epizódból 12 esetben), vagy pedig fokozatosan lassított ütemű leértékelődés (többi 8 eset), de egyik országban sem fordult elő nominális erősödés. Nominál-effektív értelemben ugyanakkor a 11 ország kisebb-nagyobb mértékben felértékelődött, köszönhetően annak, hogy más latin-amerikai országok árfolyamai gyengültek (szinte mindig volt olyan ország, amelyben hiperinfláció volt, így ha azoknak kicsi is a súlya a kereskedelemben, a partnerországoknál nominál-effektív értelemben akkor is felértékelődést okoznak).

NEER), valamint a fogyasztói árindex éves növekedési ütemét (CPI). Az ábrán látható inflációs számok kedvezőbbek a valóságnál, ugyanis az átlagszámításból kihagytuk azon országokat, amelyeknél hiperinfláció következett be a leértékelődés után, mivel ezek bennhagyása "olvashatatlaná" tette volna az ábrát (a nominál-effektív árfolyamindexek átlagolásánál is kihagytuk ezen országokat).

A második ábra a GDP növekedését (GDP), a folyó fizetési mérleg egyenlegét (CA/GDP), az államháztartási egyenleget (GOV/GDP)<sup>9</sup>, a külkereskedelmi partnerországok GDP-jének súlyozott növekedését (WGDP)<sup>10</sup>, valamint a Hodrick-Prescott szűrő segítségével számított hazai (GAPHP) és külföldi (WGAPHP) kibocsátási rést. Utóbbi két változó legjobb esetben is csak indikatív jellegű lehet, ugyanis a HP-szűrő azon a feltevésen alapul, hogy a potenciális kibocsátás egy alacsony változékonyságú, azaz "sima" folyamat, amely feltevés vitatható. Például, ha egy strukturális sokkhatás miatt csökken a GDP egyik évről a másikra, amely sokk a gazdaság potenciálját hosszú távon is csökkenti, akkor a szűrő segítségével az a helytelen következtetés adódik, hogy a sokkhatás előtt pár évvel már a gazdaság túlhevített, azt követően pedig túlzottan visszafogott volt. Ezért az ábrákon látható kibocsátási rés mérőszámok csak fenntartással kezelhetők.<sup>11</sup>

Az adatok a főbb makrogazdasági folyamatokról és az alkalmazott árfolyam- és fiskális politikáról adnak képet. A bemutatott adatok átfogó képet adnak a gazdaságról, de külön-külön nem tulajdonítható kiemelt jelentőségű hatás az egyik vagy a másik változónak; az egyes változók marginális hozzájárulását a kudarchoz egy megfelelően specifikált makromodell segítségével lehetne megválaszolni. Így például nem állítjuk, hogy a folyó fizetési mérleg magasra duzzadt hiánya volt egyedül a felelős az árfolyamválság kirobbanásáért, de valószínűleg ez is fontos tényező lehetett.

Az ábrák önmagukért beszélnek, és természetesen egybeesnek az irodalom főbb megállapításaival. Szembetűnő a reálfelértékelődések átmenetisége: gyakorlatilag ugyanarra a szintre állt vissza a reálárfolyam, mint az átlagosan 40 százalékos reálfelértékelődést megelőzően volt. A programok kudarca pedig az infláció ismételt, 40 százalékos körüli értékre való visszaemelkedésében és a GDP csökkenésben mutatkozik.

A kudarc okát nagyrészt a fiskális és monetáris politikákban lehet keresni, amelyek hatásait a rossz külső konjunktúra tovább erősített. Az árfolyamot olyan körülmények között rögzítették, amikor az infláció még igen magas volt és — a lenti ábra tanulsága szerint is<sup>12</sup> — ezen országok nem voltak egy olyan utolérési pályán (Chile kivételével), amely a reálárfolyam tartós felértékelődését vetítette volna előre. A felértékelődést megelőzően sokáig kedvező gazdasági növekedés mutatkozott, azonban ezt a helyzetet a fiskális politika nem a hiány csökkentésére használta fel, ellenkezőleg, a költségvetési egyenlegek romlottak, és különösen nagy lett a deficit a reálfelértékelődés utolsó évében, amikor a gazdasági növekedési ütem már

---

<sup>9</sup> A két hiány mutató sajnos nem minden ország esetén áll rendelkezésre.

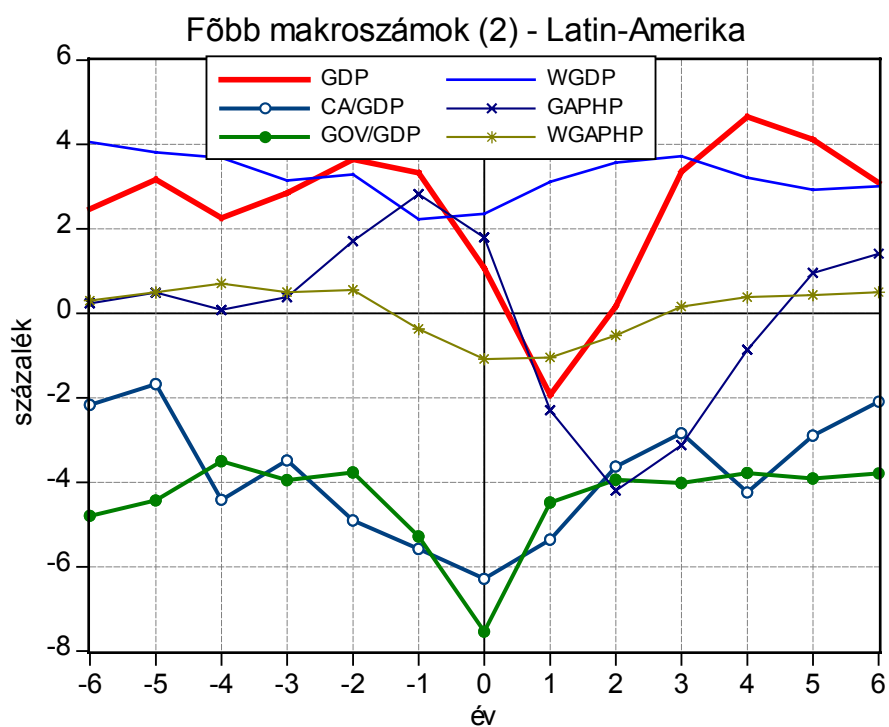
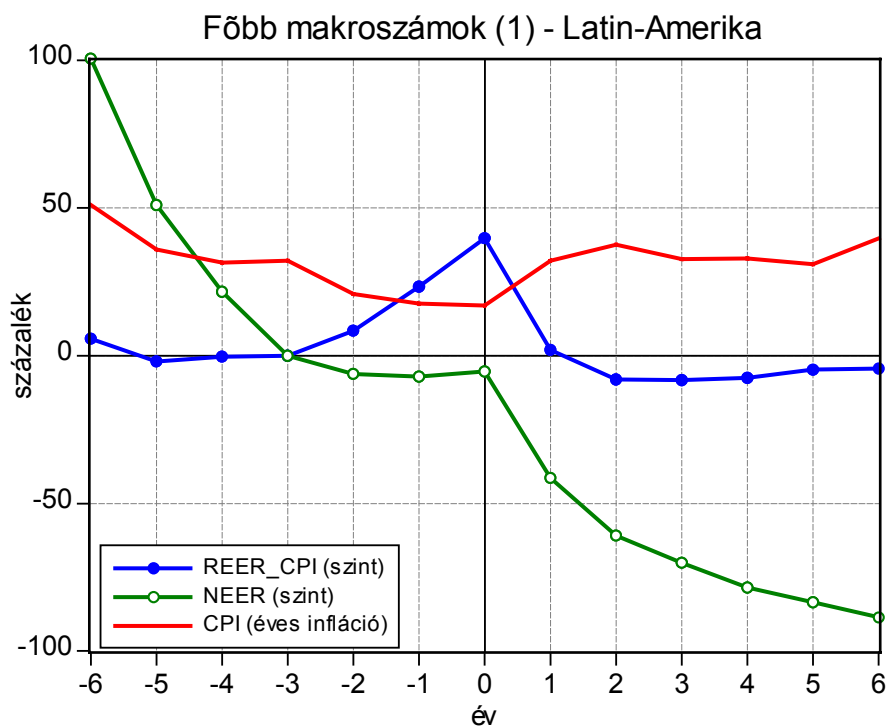
<sup>10</sup> A GDP-k súlyozásánál ugyanazon súlyrendszert használtuk, mint a reálárfolyamnál, ugyanakkor itt Brazília is szerepel a külkereskedelmi partnerek között, mivel GDP adatai rendelkezésre állnak, és több latin-amerikai ország fontos partnere.

<sup>11</sup> A potenciális kibocsátás különböző mérőszámairól a közeljövőben megjelenő, Darvas Zsolt–Vadas Gábor (2003): Potential output estimates for Hungary c. tanulmány ad részletes áttekintést.

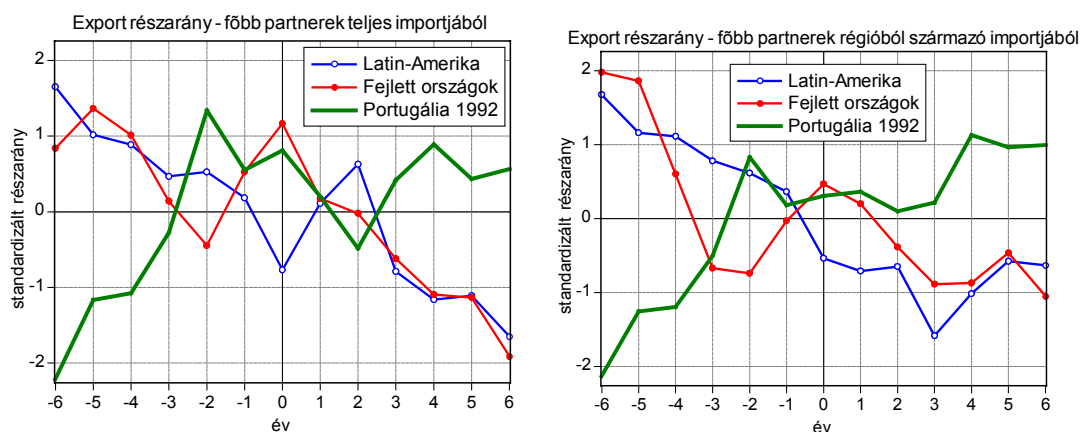
<sup>12</sup> Az ábrán az USA-Japán-Európa 80-5-15 százalékos átlagához viszonyítottuk a fejlettséget, amely durván a külkereskedelmi szerkezetek átlagát tükrözi. Az európai országokat hét ország reprezentálja.

számottevően csökkent. A fiskális kiigazítást ezért akkor kellett végrehajtani, amikor árfolyamválság robbant ki (a nomiál-effektív árfolyam egy év alatt átlagosan 40 százalékos esést) és a GDP csökkent, fokozva ezzel a válság kedvezőtlen hatásait.

Mivel nem mindenhol ugyanabban az évben következett be a felértékelődés után a GDP alakulásának mélypontja –bár a tendencia hasonló volt–, ezért ha az országoként nézzük a gazdasági teljesítmények minimumát, akkor még kedvezőtlenebb kép mutatkozik: átlagosan 4,3 százalékos visszaesés alakult ki, de volt olyan eset is, ahol 13,4 százalékkal esett a GDP.



Érdemes azt is áttekinteni, hogy az exportpiaci részesedésekre milyen hatást gyakorolt az árfolyam erősödése. Ehhez kiszámítottuk, hogy mekkora a részesedése az egyes országoknak hét fő külkereskedelmi partner importjából (USA, Japán, Németország, Franciaország, Hollandia, Spanyolország, Egyesült Királyság), ezen részesedéseket standardizáltuk, országonként a hét célország adatait összesúlyoztuk az országok részarányával az adott ország exportjában, majd pedig a felértékelődési epizódonként átlagoltuk ezen értékeket.<sup>13</sup> A számításokat elvégeztük mind az adott külkereskedelmi partner – Japán és Venezuela nélküli – teljes importja, mind pedig a Latin-Amerikai országokból származó –Venezuela nélküli – importja esetén. Japán kihagyását a teljes importból egyedi eredményei (gyors felzárkózás, nagyarányú exportpiaci részesedés nyeres) indokolják, míg Venezueláét az olajexport magas aránya<sup>14</sup>, így a "teljes import" címszó alatt a Japán és Venezuela nélküli versenytársakhoz viszonyított piaci részesedést értjük.<sup>15</sup>



Mindkét ábra azt erősíti, hogy a felértékelődés alatt számottevő piaci részarány veszteség következett be, amely gyakorlatilag tartóssá vált.

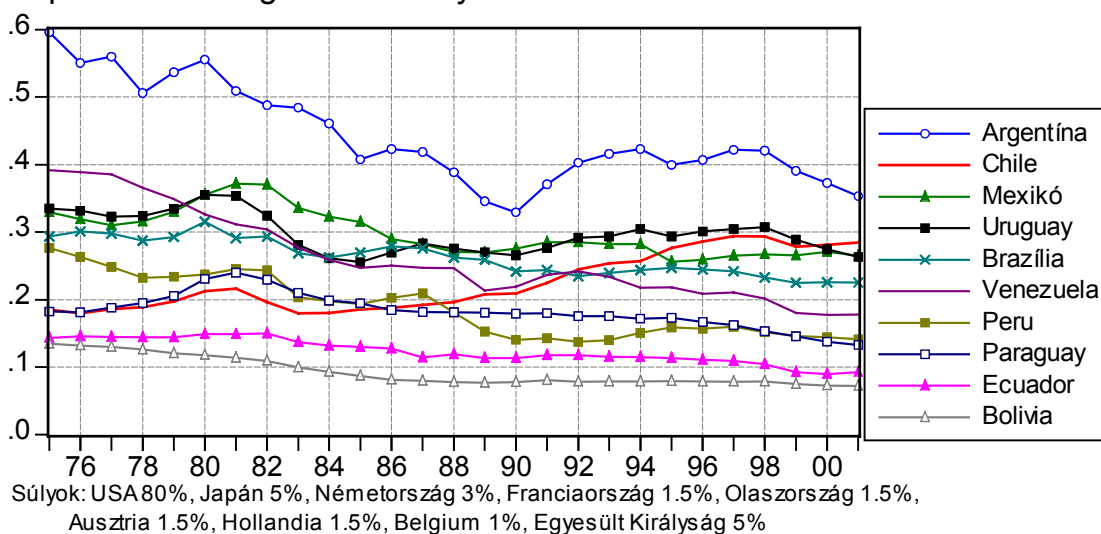
Összegezve, az alkalmazott gazdaságpolitika csak átmenetileg és jelentős áldozatok révén volt képes csökkenteni az inflációt, amely áldozat az infláció ismételt felgyorsulása miatt értelmét veszítette.

<sup>13</sup> Mivel standardizált változók lineáris kombinációjának a szórása nem feltétlenül 1 (az átlaga azonban nulla), ezért az országonkénti mérőszámokat a regionális súlyozás előtt ismét standardizáltuk, majd pedig az országok összesúlyozása utáni, régiós mérőszámot is, hogy azonos skálájú legyen a későbbiekben bemutatandó fejlett országok és Portugália mérőszámaival.

<sup>14</sup> Erős pozitív korreláció mutatható ki a Venezuelából érkező import részaránya és az olaj ára között.

<sup>15</sup> Az ábrák egyidejűleg a következő szakaszban áttekintett fejlett országok csoportját, valamint a későbbiekben elemzésre kerülő Portugália adatait is mutatják. A jobb oldali ábrán szereplő "régió importjából" kifejezés a fejlett országoknál és Portugáliánál is a Japán nélküli fejlett országokból származó importot jelenti.

### Egy főre jutó GNI vásárlóerő-paritáson a főbb külkereskedelmi partnerek átlagához viszonyítva



## 2.2. Lebegő árfolyam melletti dezinfláció alacsony inflációs szintről fejlett országokban

A latin-amerikai tapasztalatoktól alapvetően eltérő politikák és folyamatok jellemezték azon öt fejlett országot, amelyekben szintén bekövetkezett rövid időn belül olyan nagymértékű felértékelődés, amely átmenetinek bizonyult (Ausztrália, Egyesült Királyság, Kanada, Svédország, Új-Zéland)<sup>16</sup>. Ezen országok – Svédország kivételével – lebegő árfolyamrendszert alkalmaztak a vizsgált epizódokban.<sup>17</sup> Fontos eltérés a latin-amerikai országokkal szemben, hogy itt a reálfelértékelődés jelentős részben a nominális árfolyam erősödésén keresztül ment végbe: például a felértékelődés csúcspontját megelőző két év alatt átlagosan bekövetkező 19,5 százalékos reálfelértékelődésből 13,3 százalék a nominális árfolyam felértékelődésének következménye.<sup>18</sup>

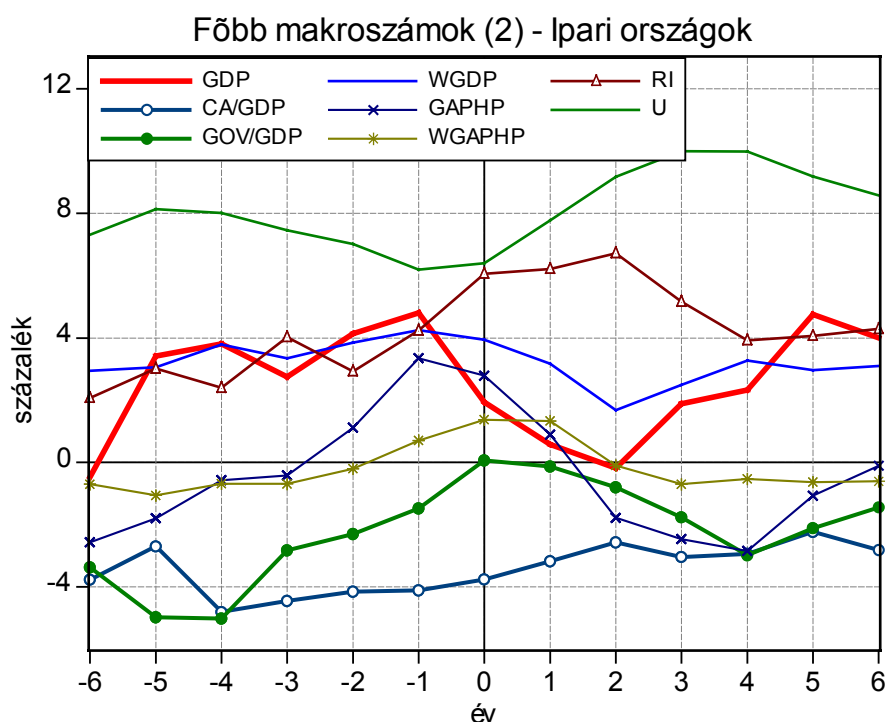
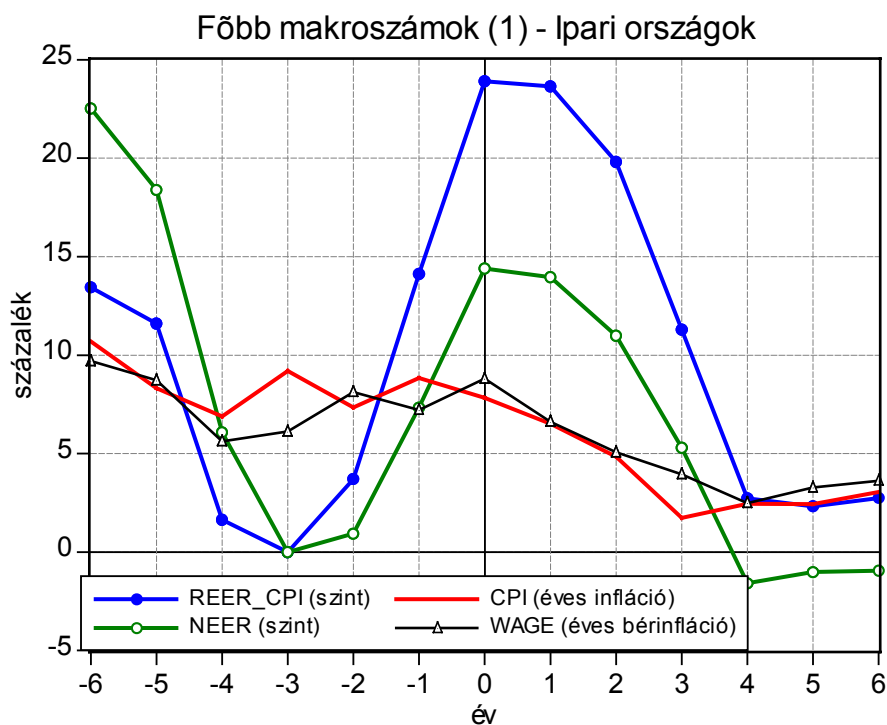
A vizsgált országok részletes adatait 1960-2001 között a „B” függelék (40. old.), a felértékelődéseket megelőző és követő hat adatait pedig a „C” függelék (43. old.) mutatja, míg itt az átlagos viselkedést tekintjük át. A –Svédország nélküli– négy országnak öt epizódját választottuk ki és a latin-amerikai országoknál mutatott ábrához hasonlóan nulladik évnak azt tekintettük, ahol az erőteljes felértékelődés elérte csúcspontját.<sup>19</sup> Az alábbi két ábra a korábban definiált változók mellett a nominális bérek éves növekedését (jelölése: WAGE), a reálkamatlábát (RI), és a munkanélküliségi rátát (U) is mutatják.

<sup>16</sup> Az Egyesült Államokat, mint nagy és alapvetően zárt gazdaságot nem vizsgáltuk.

<sup>17</sup> Bár Svédország makrogazdasági folyamatai is ugyanazon jeleket hordozzák, mint a másik öt epizódban tapasztalható volt, de a reál-felértékelődést megelőző nominális felértékelődés hiánya miatt a továbbiakban a Svédország nélküli átlagokat vizsgáljuk.

<sup>18</sup> A dollárral szembeni átlagos nominális erősödés még nagyobb, 18,5 százalékos volt, és természetesen az USA-val szembeni reál-erősödés is nagyobb volt.

<sup>19</sup> Ausztrália: 1989, Kanada: 1989, Nagy Britanniá: 1980, Új-Zéland: 1988, 1996



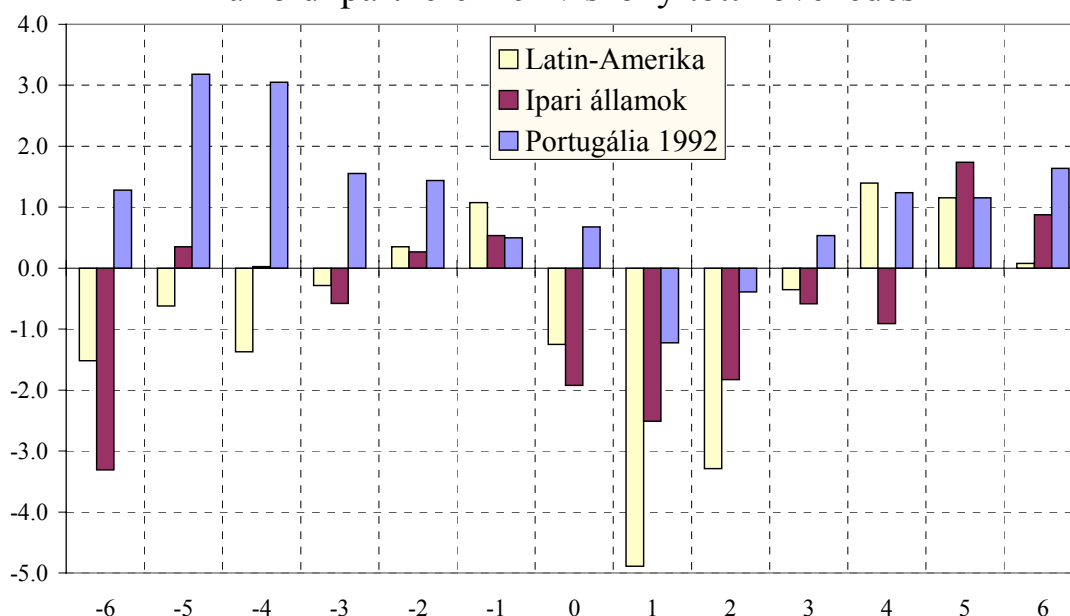
Ezen országok számos tekintetben eltérő politikát folytattak, mint az előzőekben áttekintett latin-amerikai országok. Az első, már fentebb is említett eltérés az árfolyam lebegtetése, amely abból a szempontból lényeges – nem tagadva természetesen a lebegő árfolyamrendszerek ismert hátrányait kis-nyitott országokban –, hogy nem a hatóságok határoztak meg egy rögzített nominális árfolyamszintet, amelyet tőkekorlátozásokkal és devizapiaci intervencióval (akár a piaci szereplők értékítéletének ellenére) igyekeztek fenntartani. A másik alapvető különbség, hogy a fiskális politikák a felértékelődés alatt folyamatosan javították az egyenleget, azaz ezt egy olyan időszakban tették meg, amikor a gazdasági növekedés még kedvező volt.

Szembetűnő, hogy mind a latin-amerikai, mind pedig a fejlett országokban a GDP 4 százaléka volt a hiány a felértékelés csúcspontját megelőző negyedik évben, és amíg a latinok növelték a hiányt, addig a fejlett országok fokozatosan kiegyensúlyozott költségvetéshez jutottak el.<sup>20</sup> A fejlett országoknál a reálkamatlábak tekintetében is határozott szigorítás tapasztalható: a korábbi négy százalék körüli reálkamatlábak hat százalék fölé emelkedtek; vélhetően ennek is szerepe volt a nominális árfolyam erősödésében.

A gazdasági növekedés mindkét csoportban a felértékelődést megelőző 4 százalék körül értékről 2-re mérséklődött a felértékelés csúcspontján, azonban míg a latin-amerikai országoknál a korrekciós időszakban átlagosan is számottevő GDP csökkenés következett be, addig a fejlett országokban az átlagos növekedés csak enyhe negatív értéket mutat.<sup>21</sup> A két országcsoport közötti különbségeket a növekedési áldozat tekintetében tovább növeli a külföldi konjunktúra különbözősége. A latin-amerikaiaknál a felértékelődés utolsó két évében csökkent számottevően a külföldi kereslet növekedése és a számított külföldi kibocsátási rés is ekkor vált negatívvá. Az ipari államoknál azonban a felértékelődés után, annak tartósulásakor érte el mélypontját a külső konjunktúra, és külföldi növekedési ütem sem érte el a korábbi értékeit, a számított külföldi kibocsátási rés pedig kismértékű negatív értékre állt be.

Az alábbi ábra a külföldi partnerekhez viszonyított növekedést mutatja, a későbbiekben áttekintendő, tartósan felértékelődő Portugál adatokkal együtt.

Külföldi partnerekhez viszonyított növekedés



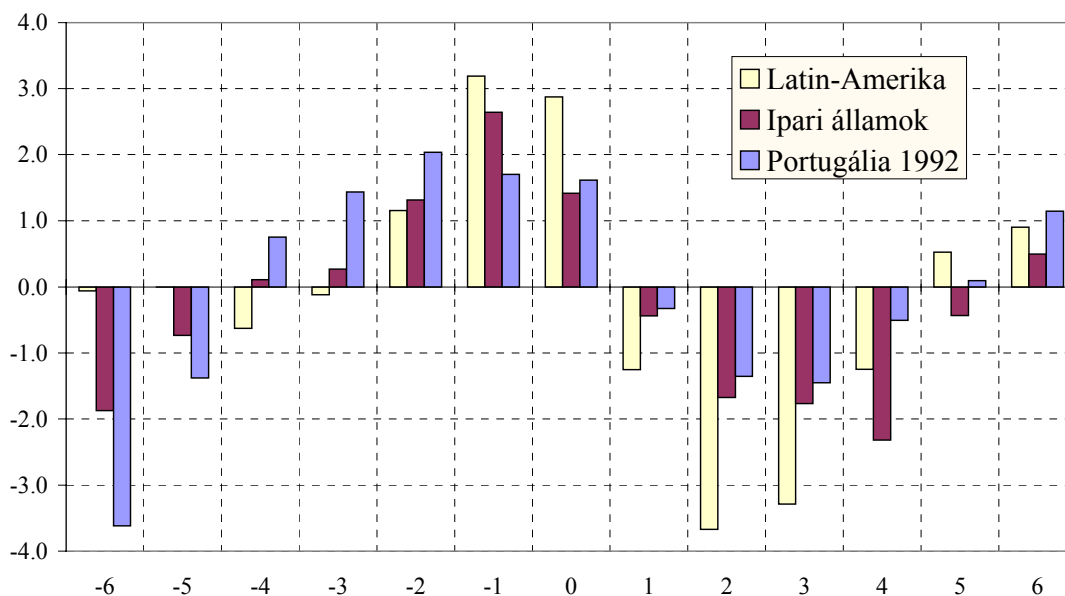
Látható, hogy a latinok a felértékelődést követő korrekciókor sokkal nagyobb kilengéssel reagáltak: nagyobb mértékben esett a GDP növekedése, de a relatív újragyorsulás is nagyobb mértékű volt a harmadik-ötödik években. Az ábrán látható

<sup>20</sup> Természetesen a felhasznált fiskális mutató, a teljes hiánynak a GDP-hez viszonyított aránya, nem tökéletesen tükrözi a fiskális politikát – különösen eltérő inflációs szintű országokban –, de a tendenciák értékelését lehetővé teszi.

<sup>21</sup> Ha az országonkénti minimumokat tekintjük a felértékelődést követő években, akkor 0,4-2,1 százalék közötti GDP csökkenéseket kapunk, amelyek átlaga 1,2 százalék, szemben a latin-amerikai átlagosan 4,3 százalékos értékével.

tizenhárom év összességében gyakorlatilag azonos mértékű volt a két országcsoport külföldhöz viszonyított teljesítménye, a felértékelődést követő hat évet vizsgálva pedig a fejlett országok mutatnak mintegy két százalékkal jobb eredményt. A számított kibocsátási rések tekintetében, amelyeket az alábbi ábra mutat, azonos következtetést lehet levonni.

Külföldi partnerekhez viszonyított kibocsátási rés



A munkanélküliségi ráta – amely a latin-amerikaiaknál nem áll rendelkezésre, így összevetést nem tudunk tenni – a felértékelődés alatt 7 százalékról 6 százalékra csökkent, majd a felértékelődés tartósulásakor és a GDP növekedés visszaesésekor 10 százalékra emelkedett, és a GDP ismételt erőre kapása után csak lassan kezdett visszacsökkenni. Ez a dezinfláció költségét szemlélteti.

A béralakulásra vonatkozó adatok is csak a fejlett országoknál áll rendelkezésre. Itt a felértékelődés alatt a reálbérek gyakorlatilag változatlanok voltak, és csak az infláció lecsökkenése és a gazdasági növekedés ismételt gyorsulása után alakult az éves átlagos reálbér-emelkedés másfél százalék körüli szinten.

Lényeges különbség mutatkozik a latin-amerikai országokhoz viszonyítva a folyó fizetési mérleg hiánya tekintetében is. A nagymértékű latin-amerikai romlással ellentétben a fejlett országokban nem romlott az egyenleg a felértékelődés alatt, amelyben vélhetően szerepe volt a fiskális szigorításnak.

Az exportpiaci részesedés (amelyet a 9. oldalon látható ábra mutatott) vegyes képet mutat: a felértékelődés alatt javult, majd annak tartósulása és az árfolyam ismételt visszagyengülése alatt romlott. Ezek arra utalnak, hogy nem feltétlenül a reálárfolyam alakulása befolyásolta a részarányokat.

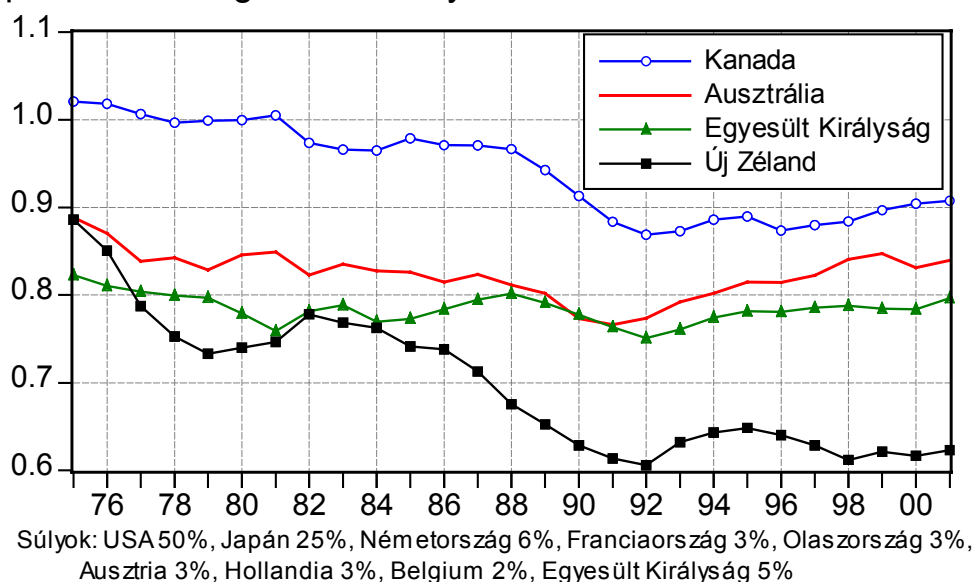
Érdekes a korrekciós időszak eltéréseit is áttekinteni. Míg a latin-amerikai országokban egy év alatt teljes mértékben visszakorrigált a reálárfolyam, addig a fejlett országoknál az erős árfolyamszint két évig gyakorlatilag fennmaradt, és ezt követően további két évet vett igénybe a korrekció, amely évek fele-fele arányban osztozott az árfolyam-leértékelődésből. A latin-amerikai országokkal ellentétben az árfolyamgyengülés nem vezetett az infláció megugrásához, az továbbra is 2-3 százalék körül maradt. A kedvező költségvetési helyzetnek köszönhetően pedig ezen országok megengedhették maguknak, hogy a gazdasági növekedési ütem



visszaesésekor lazítsanak a fiskális politikán, amelynek hiánya a GDP két-három százalékára emelkedett, továbbá a monetáris politikán is, amely a reálkamatoknak 6 százalékról 4-re mérséklődésében tükröződik.

Összegezve, ezen országokban is áldozatot kívánt a dezinfláció, azonban az áldozat mértéke kisebb volt, mint a latin-amerikai országokban, és kevésbé alakult változékonyan a konjunktúra. A folytatott gazdaságpolitikáknak köszönhetően az infláció-csökkenés tartós maradt. Az árfolyam-erősödés átmenetiségéhez vélhetően az is hozzájárult, hogy ezen országok sem voltak felzárkózási fázisban (lásd a következő ábrát<sup>22</sup>), így feltehetően bizonyos mértékben túlértékeltté váltak a dezinflációs időszak alatt. Így az árfolyamgyengülésnek legalább három lehetséges kiváltó oka lehetett: (1) a túlértékelttség korrekciója, (2) GDP növekedési ütem csökkenés, mint kedvezőtlen jelzés a piaci szereplőknek, (3) csökkenő kamatkülönbség<sup>23</sup>.

### Egy főre jutó GNI vásárlóerő-paritáson a főbb külkereskedelmi partnerek átlagához viszonyítva



<sup>22</sup> Az ábrán az USA-Japán-Európa 50-25-25 százalékos átlagához viszonyítottuk a fejlettséget. Az európai országokat hét ország reprezentálja.

<sup>23</sup> Az ábrákon is látható, hogy az infláció-csökkenés egy adott fokánál a reálkamatok is csökkenni kezdtek, tehát a nominális kamatkülönbség a reálkamat-csökkenésnél nagyobb mértékben eshetett.

### 3. TARTÓS FELÉRTÉKELŐDÉSEK

Elsőként összegezzük, hogy mely esetekben fordult elő tartós felértékelődés. Ezt követően áttekintjük Portugália nyolcvanas évek végén bekövetkező reálfelértékelődésének esetét, amely számos tekintetben nagy hasonlóságot mutat a magyar helyzethez, majd pedig a többi ország árfolyam-ábráit.

- **Csehország:** a korona 2000 óta ugyanolyan gyorsuló ütemben értékelődik fel reálértelemben, mint a magyar forint; természetesen arról nem lehet még állást foglalni, hogy ez a felértékelődés tartósnak bizonyul-e. Csehországban évek óta már gyakorlatilag nulla vagy negatív a kamatkülönbség az euró-övezethez viszonyítva, köszönhetően annak, hogy a cseh infláció alacsony egyszámjegyre csökkent, így nem a cseh jegybank kamatpolitikája tehető felelőssé az országba áramló spekulatív befektetésekért. A cseh tapasztalat így különösen érdekes, hiszen nulla a kamatkülönbség, az 1997-es árfolyamválságot és stabilizációt követő gazdasági válságból történő lassú kilábalás után is a gazdaság növekedési üteme kisebb, mint hazánké, mégis a reálárfolyam (lebegő árfolyamrendszer keretei között) ugyanolyan gyorsan értékelődik fel, mint nálunk, döntő részben a nominális árfolyam erősödésének köszönhetően. A kilencvenes évek elején bekövetkezett gyors felértékelődés magyarázata részben az alacsonyabb kiinduló árszintben kereshető, azonban ennek a hatása az idő előrehaladtával csökkent. A jelenlegi gyors felértékelődés egyik előidézője a hazánkhoz hasonló, ún. konvergencia spekuláció lehet, egy másik fontos előidéző pedig a közvetlen működőtőke befektetések beáramlásának felgyorsulása, amely a kilencvenes években részben szabályozási okokból jelentősen elmaradt Magyar- és Lengyelországtól. 1998-2002 között összesen 26,9 milliárd eurónyi működőtőke befektetés érkezett Csehországba (az újra-befektetett jövedelmekkel együtt), míg ugyanezen időszak alatt a cseh jegybank kumulált devizapiaci intervenciója 6,2 milliárd euró volt. A felértékelődés fundamentális megalapozója pedig a gazdasági fejlődés. Vajon a felértékelődő árfolyamszint tartósan fennmarad-e Csehországban, arra a reálárfolyam egyensúlyi pályájának részletes vizsgálata utalhat, illetve a jövő adja majd meg a választ. Mindazonáltal a főbb makrogazdasági mutatók nem mutatják a túlértékelődés jeleit: az 1997-es árfolyamválság után (amely egyébként a reálárfolyam éves alakulásában nem is mutatkozik), a növekedés, bár több éves lassú felkapaszkodás után, de ismét erőre kapott a rossz külső konjunktúra ellenére, a folyó fizetési mérleg egyenlege a GDP 5 százalékára állt be, és az exportpiacokon továbbra is részarány-emelkedés tapasztalható. Csehország főbb makrogazdasági adatai a "C" függelékben láthatóak (54. old.)
- **A három balti állam** felértékelődése évek óta nagyon gyors, az elmúlt 2-3 évben azonban "kisimult" a reálárfolyam idősora, árfolyamválság nélkül. Ezen országok értékelését azonban nehezíti, hogy nagyon alacsony bér- és árszintről indultak a rendszerváltást követően.
- **További szovjet utódállamok, Bulgária, Románia, délszláv utódállamok, Lengyelország, Csehszlovákia:** az átalakulás első éveiben a balti államokhoz hasonló, bár kisebb mértékű, tartósan fennmaradó árfolyam-erősödés következett be, melynek szintén az alacsony kiinduló árfolyamszint és a gazdasági szerkezetváltás lehetett az oka.

- **Portugália:** a reálárfolyam 1988-91 között mintegy 30 százalékkal értékelődött fel, amely árfolyamszint a 92/93-as EMS válság átmenti hatását követően tartósan megmaradt.
- **Dánia:** a reálárfolyam nagyon hasonló képet mutat a portugál értékekhez<sup>24</sup>, de az amplitúdó kisebb, a tartós felértékelődés mértéke 1987-89 között csak 13 százalék volt.
- **Norvégia:** a reálárfolyam pályája hasonló Portugáliához és Dániához, azonban itt a két csúc között kevesebb idő telt el (1977 és 1983).
- **Spanyolország:** majdnem egy évtizedig tartott egy jelentős felértékelődési periódus, amely elsősorban hosszúsága miatt érdemel kiemelés, mivel a 92/93-as EMS válság után a korábbi reálfelértékelődés mintegy fele visszakorrigálódott, és az így kialakult reálárfolyam-szint stabilizálódott.
- **Nagy Britannia:** 1997-től rövid időn belüli mintegy 30 százalékos reálfelértékelődés következett be, amely (a mintaperiódus 2002. szeptemberi végződéséig) tartósnak bizonyult. A felértékelődés előzménye lehet az 1992/93-as EMS válság, de figyelemre méltó, hogy a válságot követően és a felértékelődést megelőzően öt éven át stabilan alacsony szinten alakult a reálárfolyam.
- **Svájc:** a hetvenes évek elején következett be egy tartós, 30-40 százalékos reálfelértékelődés, amelyet a Bretton-Woods-i rendszerben megkötött nominálárfolyam miatt alulértékeltté váló reálárfolyam igazodása magyarázhatja.
- **Ausztria:** itt Svájcához hasonlóan a hetvenes évek elején következett be gyors, 15 százalékos reálfelértékelődés.
- **Japán:** 1985-után a yen reál effektív árfolyama két év alatt 30 százalékot erősödött, amelyet pár éven belül újabb 10 követte, és némi fluktuáció után ez az árfolyamszint tartósan megmaradt. A gyors felértékelődést azonban a dollár ciklusa magyarázhatja.<sup>25</sup> Ha 1960-tól vizsgáljuk a japán reálárfolyamot, akkor az tapasztalható, hogy 1990-ig –a japán válság kezdetéig– átlagosan ötévente 20 százalékkal erősödött reálértelemben a yen.

Összegezve, az alábbi fő esetekben fordultak elő tartós reálfelértékelődések:

- Rögzített árfolyamrendszerek feladásakor, amelyek vélelmezhetően alulértékelt reálárfolyamokhoz vezettek azáltal, hogy az áron keresztüli alkalmazkodás nem vagy csak lassan történt meg, több esetben előfordult tartóssá váló gyors reálfelértékelődés.
- Termelékenység-növekedésre alapozott utolérési időszakokban.
- Átalakuló országokban a rendszerváltást követő években, akár több éven keresztül, rendkívül gyors reálfelértékelődés következett be, elsősorban a kiinduló helyzetben az árfolyamhoz képesti nagyon alacsony ár- és bérszínvonal és a gazdasági szerkezetváltás miatt.

<sup>24</sup> Mindkét országban 1975 tájéka bekövetkezett egy átmeneti felértékelődés, amelyet árfolyamzuhanás követett, majd a nyolcvanas évek végén ismét a 75-ös szintre emelkedett a reálárfolyam, és némi fluktuáció után ez tartósan fennmaradt.

<sup>25</sup> 1985 előtt a dollár emelkedett nagymértékben, amely által a japán reálárfolyam nem a korábbi felértékelődő trendjét folytatta, hanem 1980-85 között lényegében stabil volt.

Néhány országban jelentős reálleértékelődés előzte meg a gyors felértékelődést, így a felértékelődés akár korrekciónak is tekinthető, ezért ezen országokat nem soroljuk a tartósan felértékelődő országok közé (tipikus példa erre Korea 1986-88 között).

### 3.1. Portugália

#### 3.1.1. *A portugál árfolyamrendszerek és a főbb gazdasági folyamatok összefoglalása*

Portugáliában az elmúlt negyven évben a reálárfolyam két nagymértékű felértékelődésen ment keresztül: az elsőnek 1975-76-ban, az olajárrobbanást követő inflációs ugráskor volt a csúcspontja, a második pedig bő másfél évtizeddel később, 1992-ben. A két nagymértékű felértékelődés között kialakult egy kisebb is 1982-83 körül, amely bár a reálfelértékelődés mértékében alulmaradt, de a makrogazdasági kimenetelt illetően hasonlatos volt az 1975-ös felértékelődéshez. Mindkét nagy felértékelődés alkalmával ugyanolyan magasra emelkedett az escudó reálértéke, de míg az első gyors felértékelődés kudarccal zárult, addig a második gyors felértékelődés tartósan fennmaradt. Bizonyosan kisebb makrogazdasági volatilitáshoz vezetett volna, ha a reálárfolyam nem a nagy hullámok által, hanem fokozatosan értékelődik fel, így évtizedes távlatban, pontosabban az 1983 előtt alkalmazott politikákat rossznak ítélnénk, ugyanakkor az 1983 utáni politikák sikerre vezettek, így tanulságos a portugál példát közelebbről is megvizsgálni.

Portugáliában tizenhárom és fél éven keresztül alkalmazták a csúszó árfolyamrendszert, 1977 augusztusától 1990 júliusáig.<sup>26</sup> A csúszó leértékelés egyik központi célja az infláció mérséklése volt. A rendszer első szakasza hasonlított számos latin-amerikai ország ugyanezen időszaki tapasztalataihoz, hiszen itt is az árfolyam aktív felhasználásával akarták az inflációt csökkenteni, és itt is reálfelértékelődés, árfolyamválság, gazdasági visszaesés, és újragyorsuló infláció lett a következmény. Számos latin-amerikai országhoz hasonlóan itt is 1977-ben kezdődött el ez a politika az azt megelőző árfolyam-politika felváltásaként, és a válság kibontakozásának időpontja is szinte azonos volt (1982-83).

A folyó fizetési mérleg<sup>27</sup> deficitbe fordulására részben pótlólagos leértékeléssel (1982-83-ban), részben a havi leértékelési ütem emelésével, részben szigorú fiskális

---

<sup>26</sup> A csúszó árfolyamrendszerrel kapcsolatos portugál tapasztalatokat részletesen feldolgoztuk egy korábbi munkában: Darvas Zsolt (1998): Csúszó árfolyamrendszerek – Elmélet és nemzetközi tapasztalatok, MNB Műhelytanulmány 16.

<sup>27</sup> Az 1993-as fizetési mérleg módszertani változás miatt – amelyet egyes országok eltérő időpontokban vettek át – nem lehet a mai módszertannak megfelelő, hosszú távon összehasonlítható folyó fizetési mérleg adatokat előállítani. A korábbi módszertan szerint a folyó fizetési mérleg (CA), a tőkemérleg (KA), és a tartalékok változása összegződött nullára a hibák és kihagyások (NEO) figyelembe vételével. A régi módszertanban minden vissza nem fizetendő egyoldalú transzfer, mint például EU-s támogatások és külföldi munkavállalók hazautalásai, a folyó fizetési mérleg részét képezték. Az új módszertanban a korábbi folyó mérleget két részre bontották: az új módszertan szerinti folyó fizetési mérleg (CA) és a tőkemérleg (KA), továbbá a korábbi módszertan szerinti tőkemérleget átnevezték pénzügyi mérlegre (FA), így a "tőkemérleg" kifejezés sajnos a két módszertan szerint alapvetően eltérő fogalmakra utal. Az új tőkemérlegbe az egyoldalú átutalások közül azok kerültek, amelyek kifejezetten értéknövelő jellegűen, valamint ebbe a mérlegbe került a nem termelt–nem pénzügyi javak (pl. szabadalmak) forgalma. Így például az EU transzferek közül egyesek a folyó mérlegben maradtak, mások pedig átkerültek a tőkemérlegbe. Visszamenőleg azonban Portugáliában, és feltehetőleg sok más országban sem állnak rendelkezésre azon adatok, amelyek alapján a régi folyó mérleg megbontása

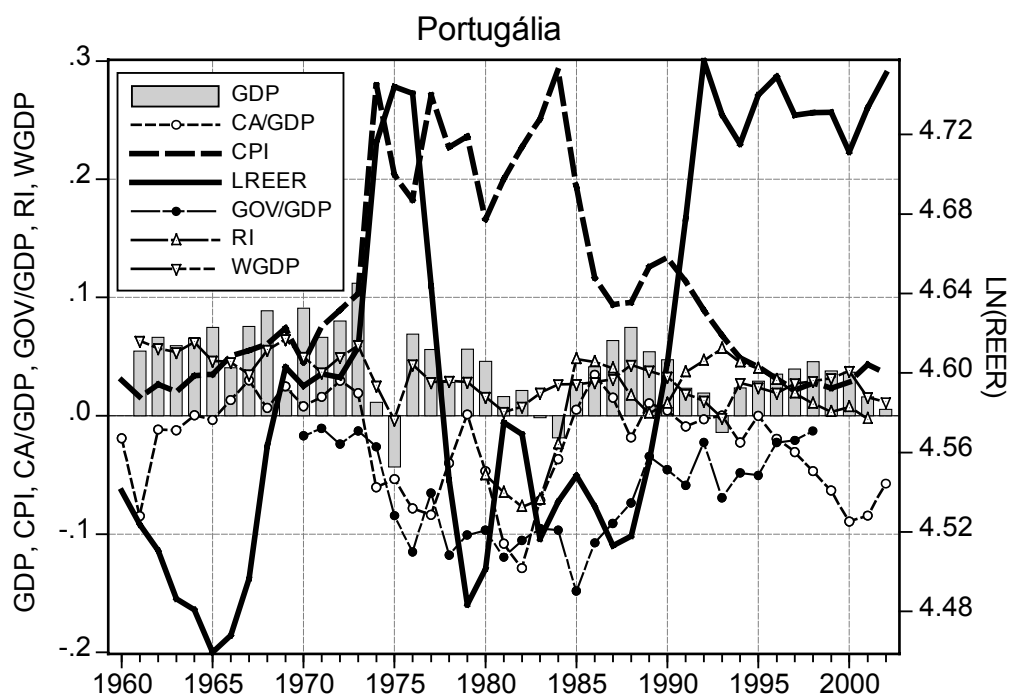
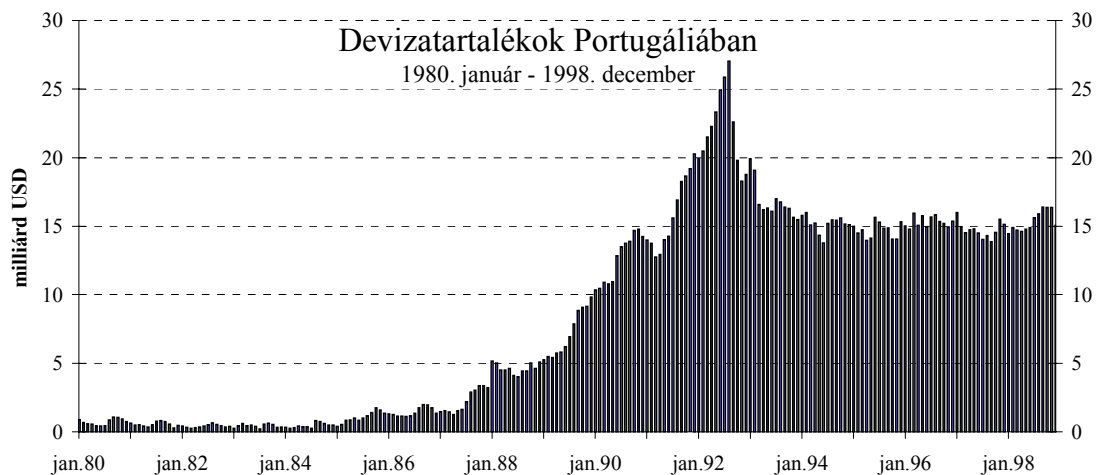
és jövedelem politikával reagáltak, a reálbérek három év alatt 16 százalékkal estek. A négy pillérre alapozott stabilizáció (kölségvetési kiigazítás, bérpolitika, versenyképesség, monetáris politika) a beruházások különösen nagy visszaesésével járt, bár a beruházások ösztönzése kiemelt célja volt a gazdaságpolitikának. A stabilizációs program a folyó fizetési mérleg egyensúlyát helyreállította és az infláció — a kezdeti felfutás után — gyorsan csökkenő pályára állt. Az export/import olló az export javára nyílt szét a stabilizációt követő két évben.

A csúszó rendszer 1987 utáni tapasztalatai ugyanakkor szembetűnően eltérnek a megelőzőektől. Az 1987-es 8-9 százalékos fogyasztói áremelkedés 1990-re 14 százalékra gyorsult, bár az előre bejelentett leértékelés éves ütemét több lépésben 3 százalékra csökkentették, így a reálárfolyam jelentősen felértékelődött. A magyarázat magában foglalhatja a költségvetési expanzió által elősegített nagymértékű keresletbővülést, a monetáris politika hatásosságának csökkenését a nemzetközi tőkeáramlás liberalizációjának következtében, a bérek felgyorsult emelkedését, és az európai dezinflációs trend megfordulását is. Az import/export olló három éven keresztül az import javára nyílt szét erőteljesen, a fizetési mérlegben hiány alakult ki. Az inflációs cél nem teljesülése után nem történt meg a bérmegállapodásokban kikötött utólagos kompenzáció, ezért a háromoldalú tárgyalásokon kialakult konszenzus felborult. A fizetési mérleg romlására adott monetáris politikai válasz a belföldi kereslet szűkítése lett, amely sikeres volt a külső egyensúly szempontjából. Ugyanakkor a kiszámítható leértékelés és a kamatkülönbség a közvetlen külföldi hitelfelvétel és a külföldi befektetők portfólió-befektetéseinek jelentős növekedéséhez vezetett, amely gyengítette a szigorú monetáris politika hatásosságát, és jelentős sterilizációs problémát okozott. A közvetlen korlátozásokon és kamatszabályozáson alapuló monetáris politika hatásosságát a pénzügyi innováció lényegében minimálisra csökkentette. Ezért az 1990-es évek kezdetétől áttértek a közvetett monetáris politikai szabályozásra, viszont igen jelentős tőkekorlátozási szabályokat vezettek be.

Portugália a csúszó árfolyamrendszer felfüggesztése után csaknem két évig menedzselt lebegtetéssel irányította árfolyamát, ez azonban nem mérsékelte a tőkebeáramlást, és a devizatartalékok gyors növekedése folytatódott: az 1987-es 2 milliárd dollárról a tartalékok értéke 1992-ben 27 (!) milliárdra emelkedett. Megállapíthatjuk, hogy ilyen jelentős tőkebeáramlás mellett nem is volt reális esélye a jegybanknak a reálárfolyam alacsonyan tartására.

---

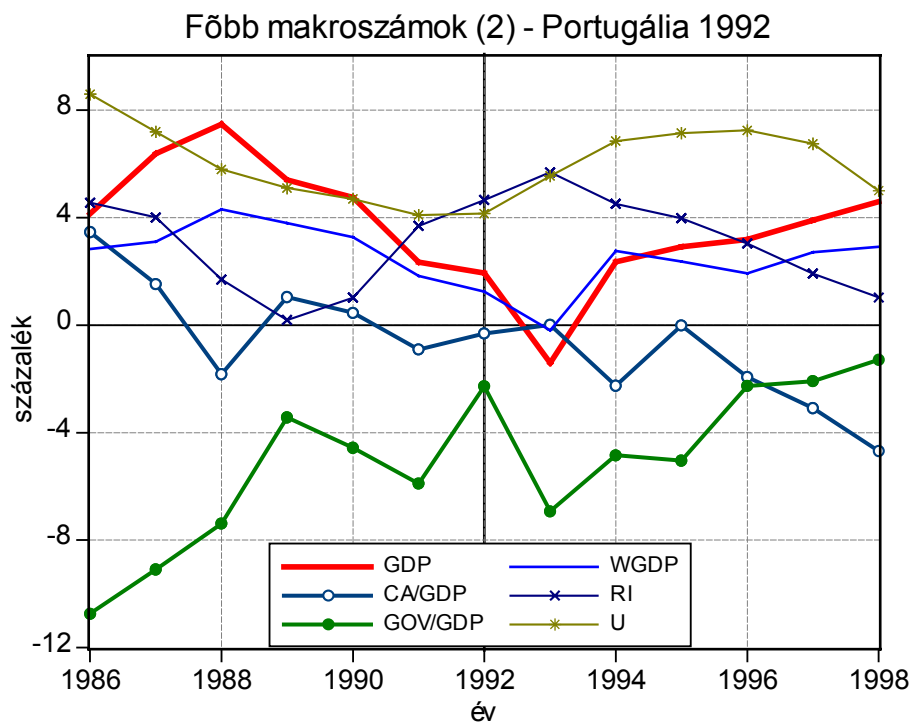
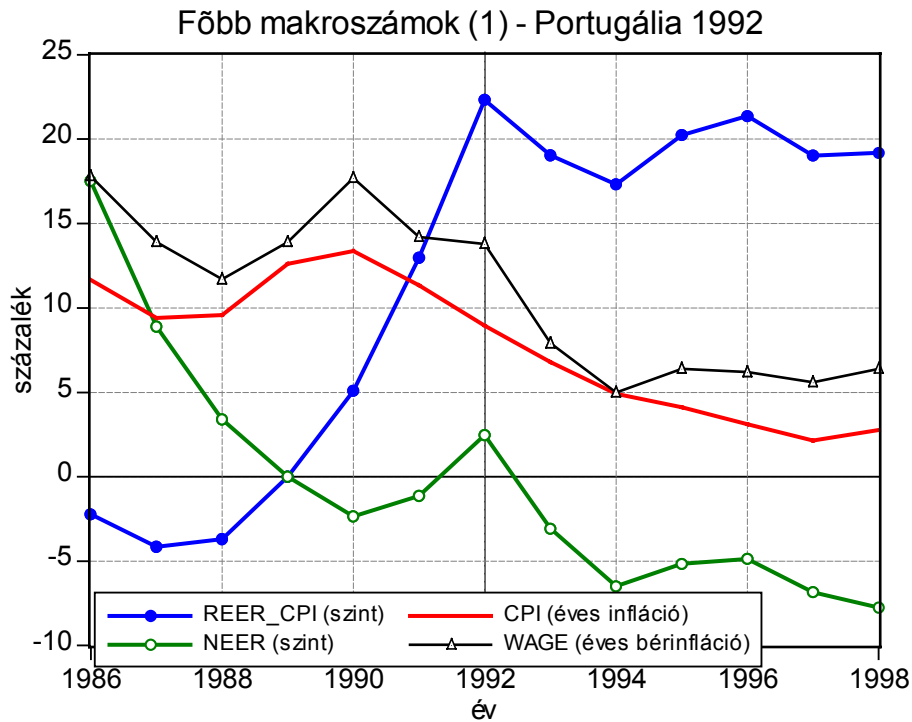
lehetővé válna, ezért az ábráinkon az összehasonlíthatóság érdekében a régi módszertan szerinti folyó fizetési mérleget mutatjuk (melynek forrása a Banco de Portugal). A kilencvenes évek második felében a két egyenleg közötti különbség a GDP 2 százaléka körüli volt. Mivel ez az arány viszonylag stabilan alakult, így közgazdasági érv is szól amellett, hogy ezeket a transzfereket a folyó mérleg részeként kezeljük — hasonlóan a külföldi munkavállalók hazautalásaihoz, amely igen jelentős tétel Portugáliában. Ugyanez a probléma más országoknál is fennáll, mivel azonban a tanulmányban vizsgált többi ország esetén többnyire elhanyagolható nagyságú az új módszertan szerinti tőkemérleg, így az ebből származó torzító hatás is kicsi.



### 3.1.2. Az 1992-t megelőző felértékelődési periódus

Szembeötlő, hogy a kilencvenes évek elejére a reálárfolyam ugyanolyan értékre emelkedett, mint amilyenre a hetvenes évek közepén, és míg akkoriban ez csak egy átmeneti erősödésnek bizonyult, addig a kilencvenes években kismértékű hullámzások után fennmaradt (és a monetáris unió folytán bizonyosan fenn is fog a továbbiakban is maradni). A két időszak között –a latin-Amerika scenárió *versus* fejlett országok különbségéhez hasonlóan– a folyó fizetési mérleg hiányokban láthatunk alapvető eltérést: míg a hetvenes évek végén–nyolcvanas évek elején az ország a kettős deficit problémájával küzdött, addig a második felértékelődési periódusban ez már nem volt jellemző.

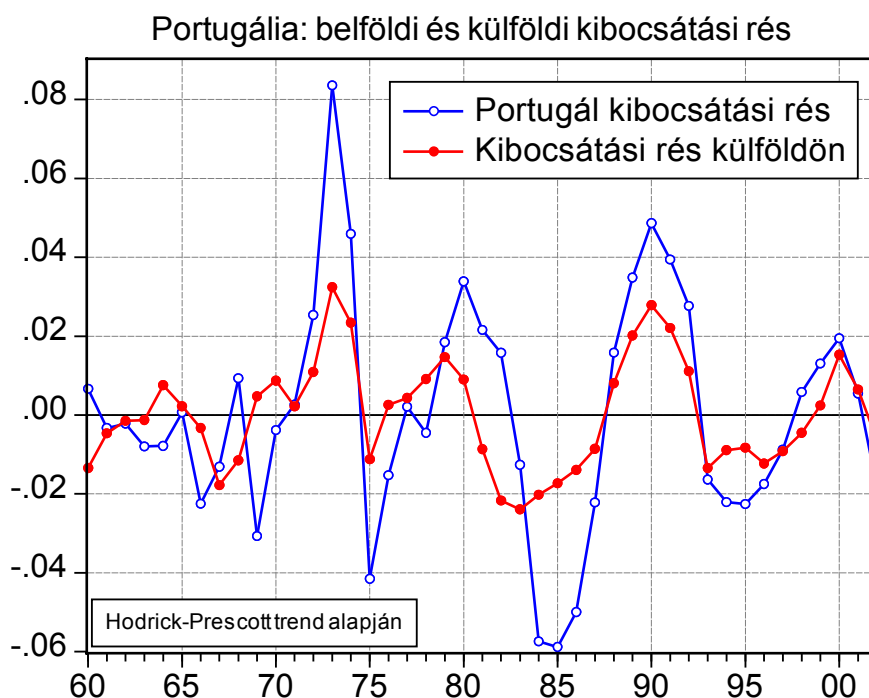
A második, tartóssá váló felértékelődési időszak részletes adatait a felértékelődés csúspontjához (1992) viszonyított plusz/mínusz hat évben (az előző fejezetben áttekintett latin-amerikai és fejlett országokhoz hasonlóan) az alábbi két ábra mutatja.



A külföldi ciklus igen kedvezőtlenre fordult a kilencvenes évek elején és a reálkamatlábak folyamatosan emelkedtek 1993-ig. Vélhetően mindezen tényezők és a felértékelődés együttes hatására a portugál GDP növekedése is folyamatosan mérséklődött, és 1993-ban még másfél százalékos GDP csökkenés is bekövetkezett. Ugyanezen tényezőket megfigyelhettük a fejlett lebegtetőknél (2.2 szakasz), azonban a relatív (kereskedelmi partnerekhez) viszonyított növekedési eredmény Portugáliában végig jobb volt (12. oldal ábrája). Szintén sokkal kedvezőbb az exportpiaci részarány

alakulása, amely Portugáliában folyamatosan javult a felértékelődés alatt, azt követően pedig stabilizálódott (9. oldal ábrája).<sup>28</sup> A költségvetési politika terén ugyanakkor szembeötlő Portugália eltérése az átmeneti felértékelődést mutató fejlett országoktól: a felértékelődés csúcspontját megelőző és követő pár évben itt nem került sor a hiány csökkentésére, hanem az nagyságrendileg a GDP 4-5 százaléka körül alakult, továbbá a bérpolitika sem volt az ipari országokhoz hasonlóan fegyelmezett, mivel a reálbérek 3-4 százalékkal emelkedtek a felértékelődés alatt. 1996-tól kezdődően, feltehetően a monetáris uniós csatlakozás előkészületeként, került sor a költségvetési politika számottevő javítására.

A korábbi országokhoz hasonlóan Portugáliánál is kiszámítottuk a Hordick-Prescott szűrő segítségével a kibocsátási rést, valamint a partnerországok exportsúlyokkal átlagolt kibocsátási részét, amelyet a következő ábra mutat. A hetvenes évektől nagyon szoros együtt mozgás tapasztalható a ciklusok között, amelyet kezdetben magasabb portugál volatilitás kísért, de az időszak végére a hazai és a külföldi kibocsátási rés már hasonló amplitúdót mutat. Ebben szerepet játszhatott az integráció fokozódása, azonban a gazdaságpolitikának is döntő szerepe lehetett: a hetvenes években és a nyolcvanas évek elején a rossz politikák (túlértékelt árfolyam fenntartása, költségvetési költségek) nagymértékben hozzájárultak a nagyfokú változékonysághoz.



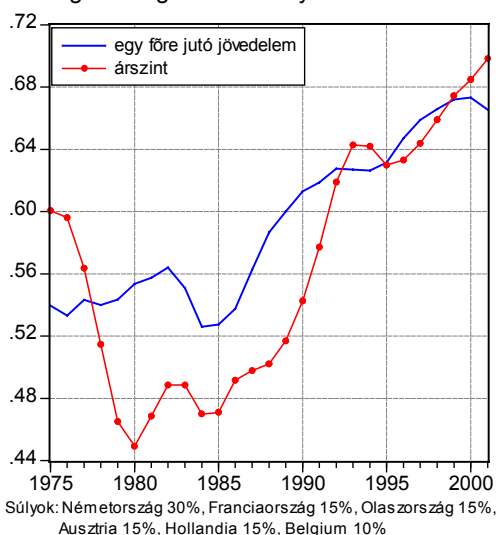
A kilencvenes évek reálfelértékelődésének tartósságra az egyensúlyi reálárfolyam alakulása is fontos, sőt talán döntő hatással lehetett. Nem vállalkoztunk az egyensúlyi reálárfolyam becslésére, de egy egyszerű mérőszámot kiszámítottunk: a relatív (külföldhöz viszonyított) fejlettség – amelyet az egy főre jutó, vásárlóerő-paritáson mért GNI-al közelítünk – és a relatív (külföldhöz viszonyított) árszint viszonyát. A világ összes országát tekintve egyértelmű tendencia mutatkozik az árszint és a fejlettség között, ugyanakkor ez az összefüggés csak „nagyban” érvényes, és a világ

<sup>28</sup> Az 1975-ös felértékelődési periódust követően erőteljesen romlott a külpiaci részesedés.

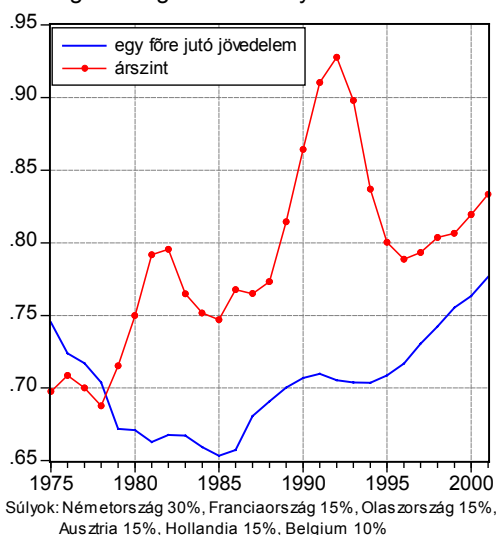


országainak adatait keresztmetszeti mintaként ábrázolva a 45°-os egyenes körül nagy a szóródás. Egyes országok árszintjét a szektorok közötti termelékenységi arányok határozzák meg, amelyek eltérőek lehetnek abban az esetben is, ha az átlagos jövedelem azonos. Időben ábrázolva ugyanakkor a relatív fejlettséget és árszintet egy gyors képet lehet kapni az egyensúlyi reálárfolyam helyzetéről. Az alábbi ábra Portugália és Spanyolország esetén mutatja ezeket az értékeket 1975-98 között, hat európai ország<sup>29</sup> átlagához viszonyítva.

Portugália: fejlettség és árszint a főbb EU országok átlagához viszonyítva



Spanyolország: fejlettség és árszint a főbb EU országok átlagához viszonyítva



Bár a fentiekben amelltt érveltünk, hogy a relatív fejlettségi szintnek és a relatív árszintnek nem feltétlenül kell azonosnak lennie – mint ahogy Spanyolorzágnak az ábrán szereplő adatainál látszik is –, Portugáliánál mégis gyakorlatilag egy az egyben összefügg a két mutató. Látható, hogy az 1975-ös felértékelődés idején az árszint jelentősen a fejlettségi szint fölé emelkedett, míg a nyolcvanas években ennek ellenkezője alakult ki. Az ábra így erősen azt sugallja, hogy a nyolcvanas évek végére a reálárfolyam alulértékeltté vált, és a bekövetkezett felértékelődés lényegében egyensúlyba hozta a reálárfolyamot.

Spanyolország adatai alapján is fontos tanulságokat vonhatunk le. Spanyolországban 1983-tól kezdve jelentős, csaknem egy évtizeden át tartó reálfelértékelődési folyamat következett be, amelynek kumulált értéke nagyjából ugyanannyi volt, mint a két-három éven át tartó gyors portugál felértékelődés a nyolcvanas évek végén.<sup>30</sup> Az 1992/93-as ERM válság után azonban a két ország közül Spanyolországban

<sup>29</sup> Azért nem az EU átlagot használtuk viszonyítási alapként, mert az EU összetétele folyamatosan változott. A Világbank adatbázisában Németország 1991 előtti adatait az újraegyesítés hatásával korrigálták.

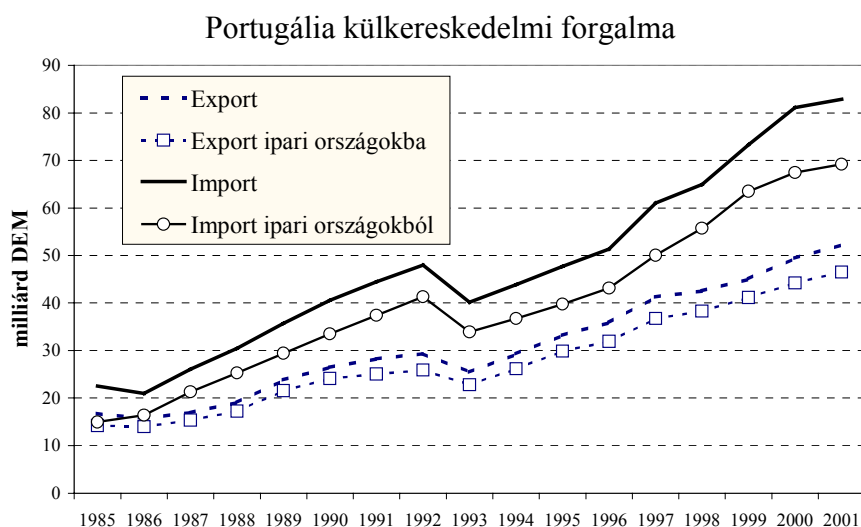
<sup>30</sup> A felértékelődés árfolyam-és inflációs eredői azonban eltérőek Portugáliától. Spanyolországban a reálárfolyam az 1983-as mélypontjától 1990-ig tartó 33,1%-os felértékelődésből 17,6%-ot a nominális árfolyam erősödése idézett elő, azonban a teljes epizód két részdőszakra bontható. 1983-1987 között a nominális árfolyam gyakorlatilag stabil volt (mindössze 2,0%-ot értékeltődött fel az 4 év alatt), így ekkor az inflációs különbség idézte elő a felértékelődést. Ugyanakkor 1987-90 között bekövetkezett 19,3 százalékos reálfelértékelődésből már 15,3 százalékot a nominális árfolyam és csak 3,4 százalékot az inflációs különbség okozott, mivel a spanyol infláció ekkorra már csak kismértékben haladta meg a külkereskedelmi partnerek inflációját. Portugáliában ezzel szemben a felértékelődés döntő részét az inflációs többlet okozta, mivel a nominális árfolyam csak 5 százalékkal erősödött 1990-92 között.

következett be tartós reálleértékelődés. A relatív fejlettséget és árszintet mutató ábrán pontosan azt láthatjuk, hogy Spanyolország esetén a kilencvenes évek elejére a két mutató közötti különbség az átlagos értéket jelentősen meghaladta, amely a reálárfolyam túlértékeltségére utal. A válság utáni reálleértékelődés következtében gyakorlatilag helyreállt a rend a két mutató között, azaz a történelmileg tapasztalt átlagos eltérés alakult ki közöttük.

### 3.1.3. Az EMU csatlakozás előtti nagyarányú folyó fizetési mérleg romlás

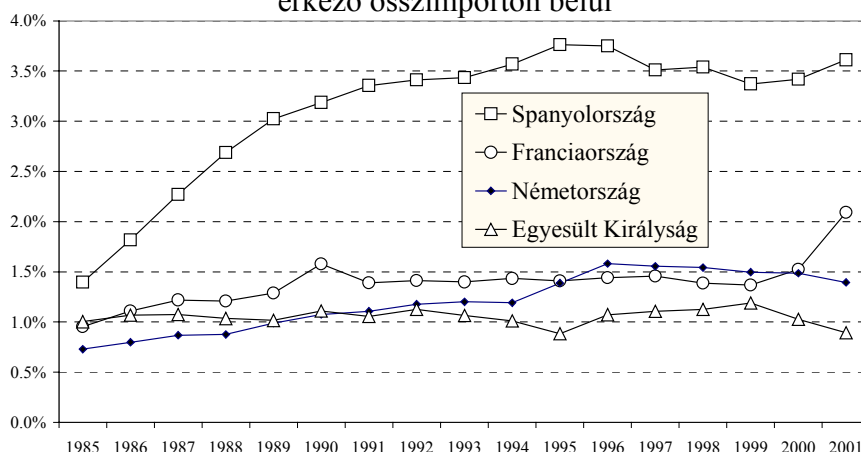
A portugál reálárfolyam tartósságának tanulmányozásához fontos elemezni a folyó fizetési mérleg alakulását a felértékelődést követően. Amint a 19. oldalon látható ábrán látható volt, 1995-ig gyakorlatilag egyensúly alakult ki, majd ezt követően jelentős mértékű romlás. Ezt elvileg okozhatná egy túlértékelt reálárfolyam is, azonban a gazdasági folyamatok arra utalnak, hogy nem erről van szó. Egyfelől az a tény, hogy 1995-ig –azaz a felértékelődés 1987-88-as kezdete után 7-8 évig– egyensúlyban volt a mérleg ezen szcenárió ellen szól, hiszen ekkor már hamarabb kellett volna a romlásnak jelentkeznie. Másrészt az euró bevezetésének egyre nagyobb valószínűsége és a jó növekedési kilátások együttesen magyarázatot adhatnak a fogyasztói viselkedés megváltozására, azaz az intertemporális optimalizálásra. Harmadrészt, a külkereskedelmi forgalom vizsgálata arra utal, hogy nem az export omlott össze, hanem az import emelkedett meg, amint az alábbi ábrán látható. Az ERM válság átmeneti külkereskedelmet csökkentő hatását leszámítva az export német márkában mért értéke folyamatosan emelkedett 1996 után is, míg az import növekedése ekkor felgyorsult.

Az exportpiaci részesedések elemzése is hasonló következtetésre vezet. A lenti ábra a négy fő külkereskedelmi partnerországban<sup>31</sup> mutatja Portugália részesedését a fejlett országokból származó importból. A nyolcvanas évek közepétől mind a négy országban növelni tudta Portugália a részesedését – különösen Spanyolországban –, és nem mutatkozik érdemi csökkenés 1996-tól kezdődően sem. Az exportpiacokon tehát relatív piacvesztés nem következett be (amint ezt a 9. oldalon átható ábra is tömörítve mutatta 1992+6 évig a hét fő külkereskedelmi partnert figyelembe véve).



<sup>31</sup> Németország, Franciaország, Spanyolország és Egyesült Királyság, amely országokba a portugál export 68 százaléka érkezik.

A Portugáliából érkező import részesedése az ipari államokból érkező összimporton belül



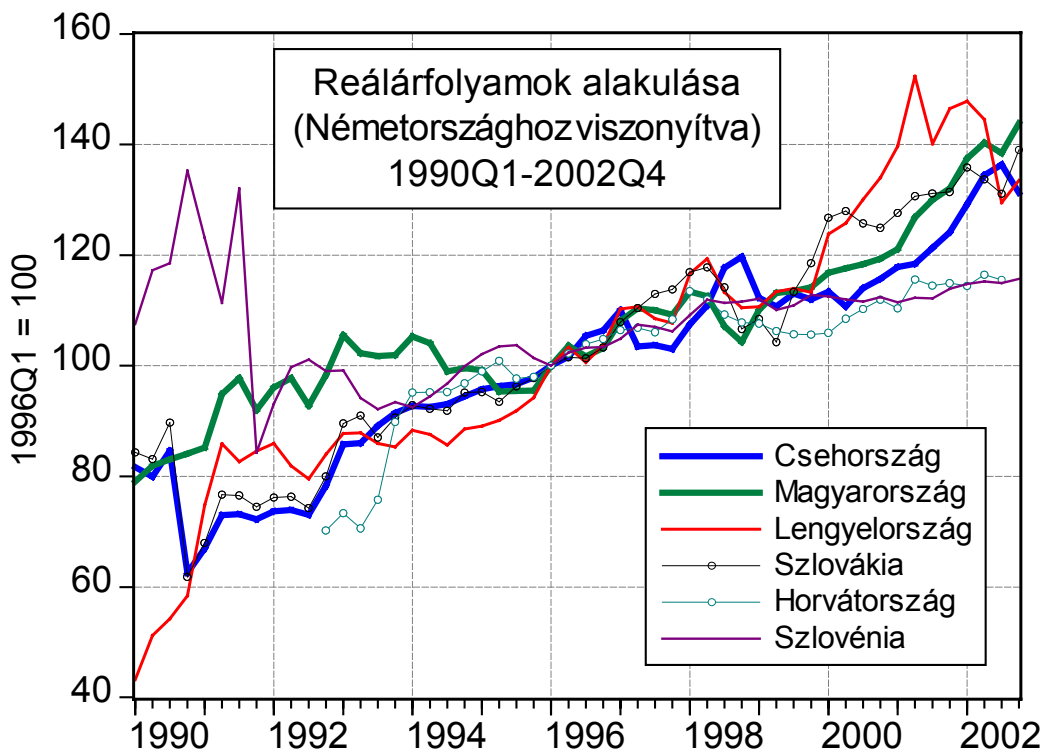
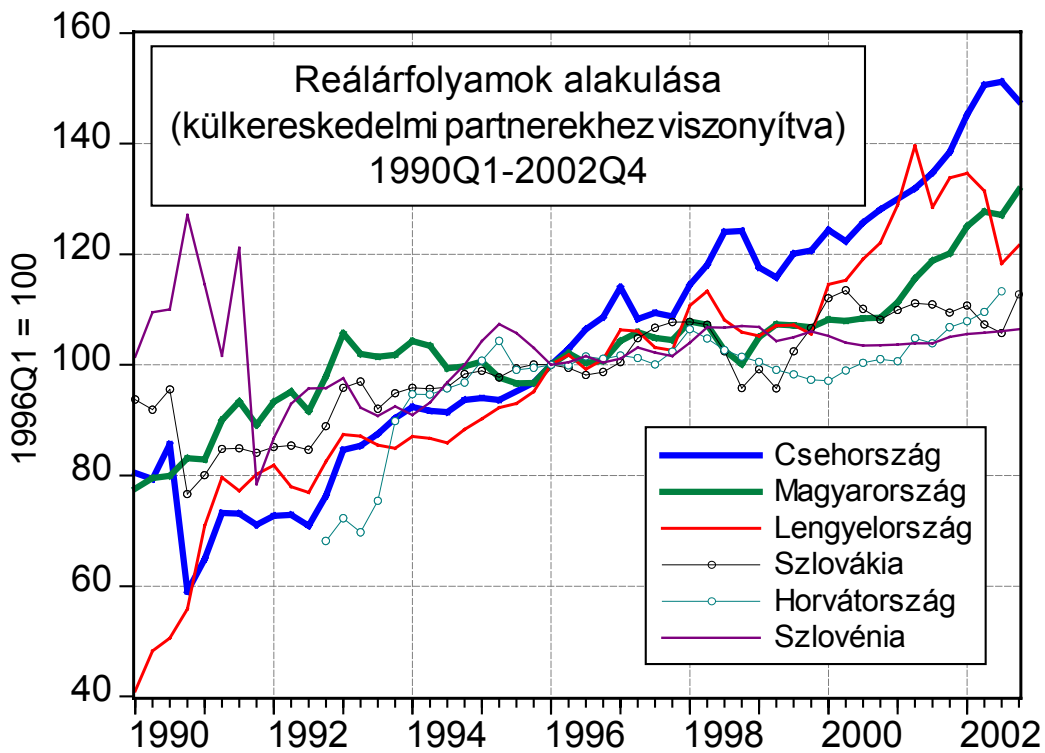
## 3.2. Reálárfolyam alakulások

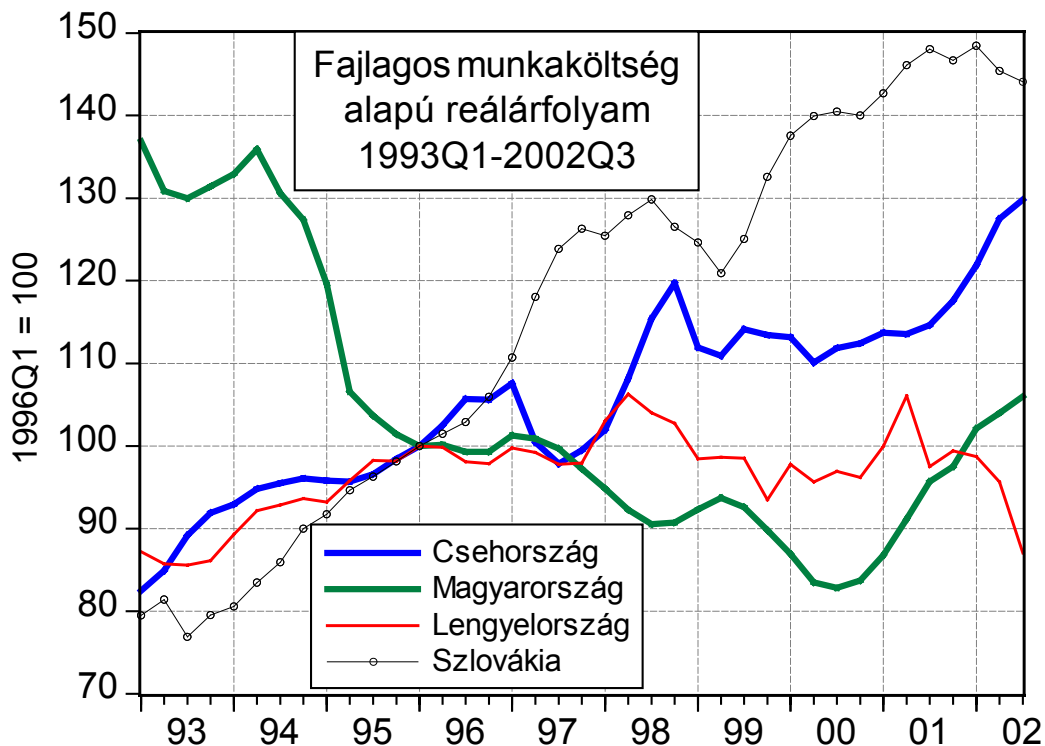
### 3.2.1. Csatlakozó országok

Az alábbi ábra mutatja 6 csatlakozó ország reálárfolyamait. A magyar és a cseh reálárfolyam (vastagított vonallal jelölve) 2000-től kezdve gyakorlatilag ugyanabban a gyorsuló ütemben értékelték fel. Lengyelországban a felértékelődés gyorsulása nagyobb tempóban történt, amelyet árfolyamesés követett, így a reálárfolyam-szint visszakerült a két évvel korábbi értékére.

Miután a csatlakozó országok egymással is jelentős mértékben kereskednek (például Szlovákia súlyrendszerében Csehország 40 százalékkal szerepel), ezért a második ábra a Németországhoz viszonyított reálárfolyamot mutatja. Amint várható is volt, a németekhez viszonyított erősödés nagyobb mértékű, mint a reál effektív árfolyam erősödése.

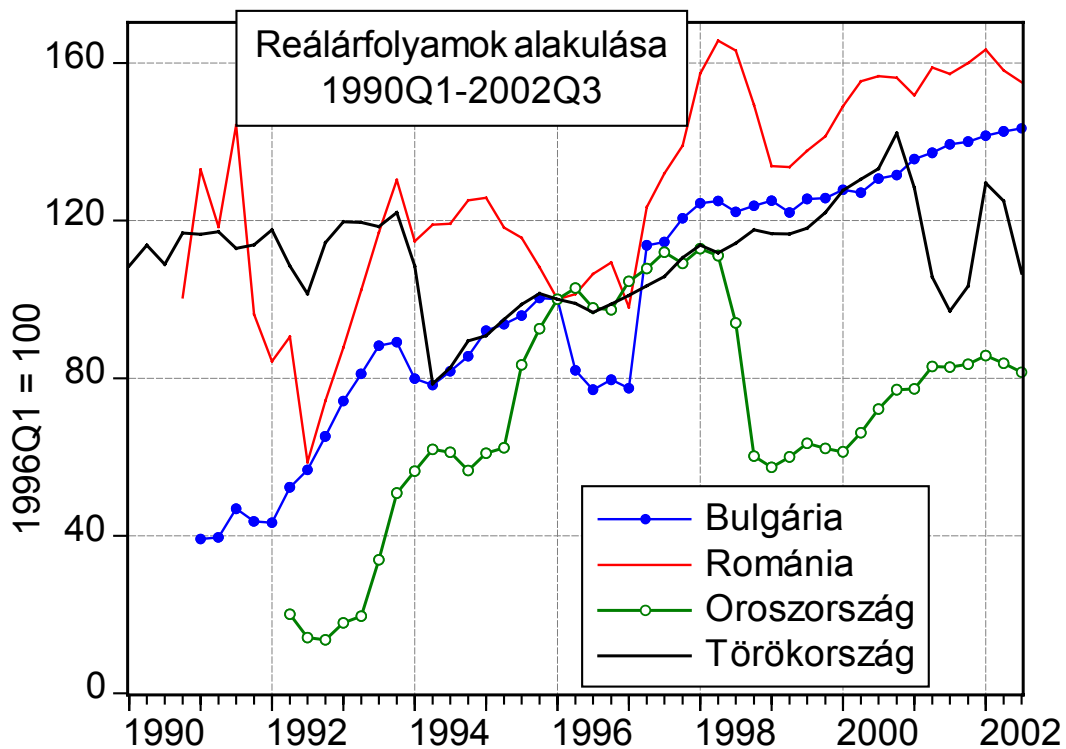
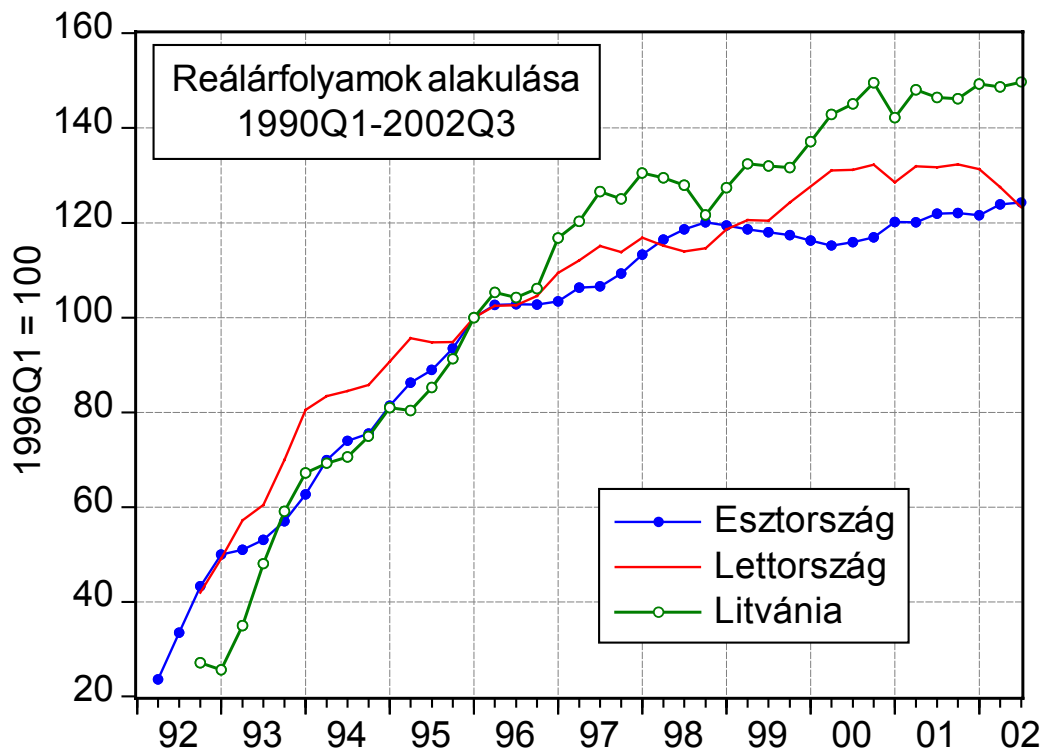
Végül a lenti harmadik ábra a fajlagos munkaköltség alapú reálárfolyam-indexeket mutatja. (Mivel ezek egy OECD adatforrásból származnak, amely nem tartalmazott magyarázatot, így nem tudjuk, hogy a külkereskedelmi partnerek mely köréhez viszonyítottak.) Ez alapján bár a magyar forint 2000-től kezdve jelentősen felértékelődött, de azt megelőzően nagymértékű versenyképesség javulás alakult ki, például 1996-97-től kezdve összességében szinte a legkisebb volt nálunk a felértékelődés.





### 3.2.2. Balti és keleti országok

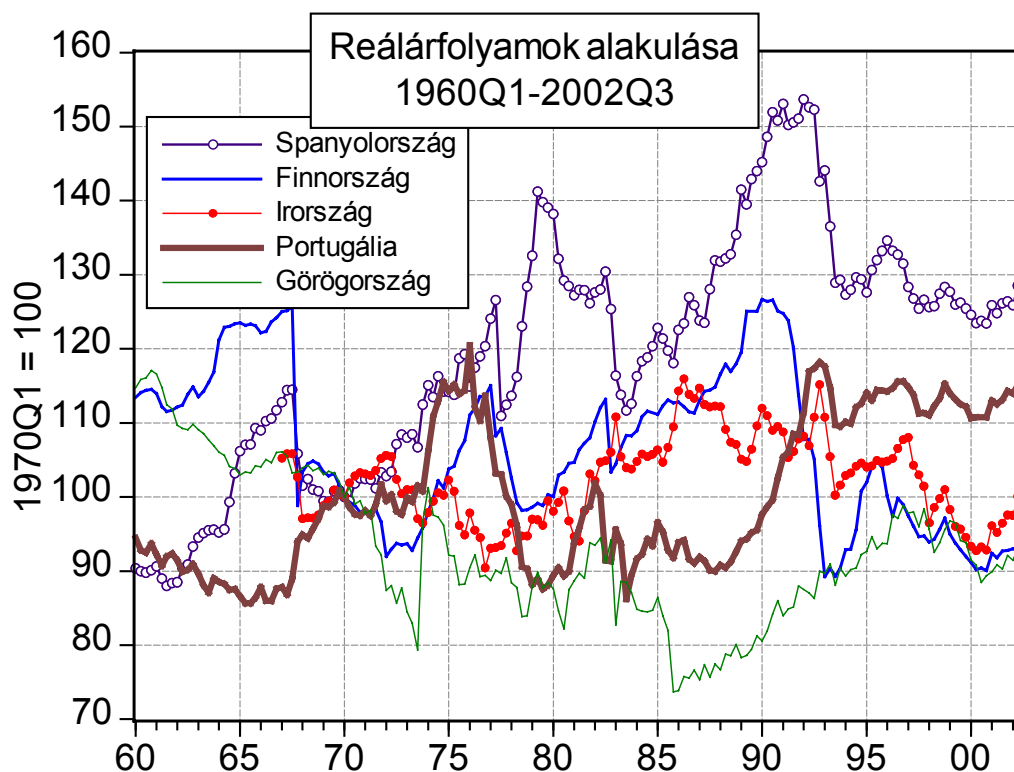
A balti országoknál rendkívül gyors felértékelődés történt, ugyanakkor ennek értékelését nehezíti, hogy nagyon alacsony bér- és árszintről indultak a rendszerváltást követően. Bulgária, Románia, és Oroszország korai kilencvenes évekbeli időszakában is ez volt a helyzet. Utóbbi három országban a válságok utáni szakaszokban is tapasztalhatunk gyors kétéves felértékelődési periódusokat. Figyelemre méltó a bulgár reálárfolyam, amely az 1996-os hiperinflációs válság után vizuálisan ugyanarra a trendgörbére került vissza. Törökország tapasztalatai a kilencvenes évek második felében ugyanakkor arra ad példát, hogy egy gyors ütemű és hét éven át tartó felértékelődési időszakot válság követett.



### 3.2.3. "Perifériás" EMU tagállamok

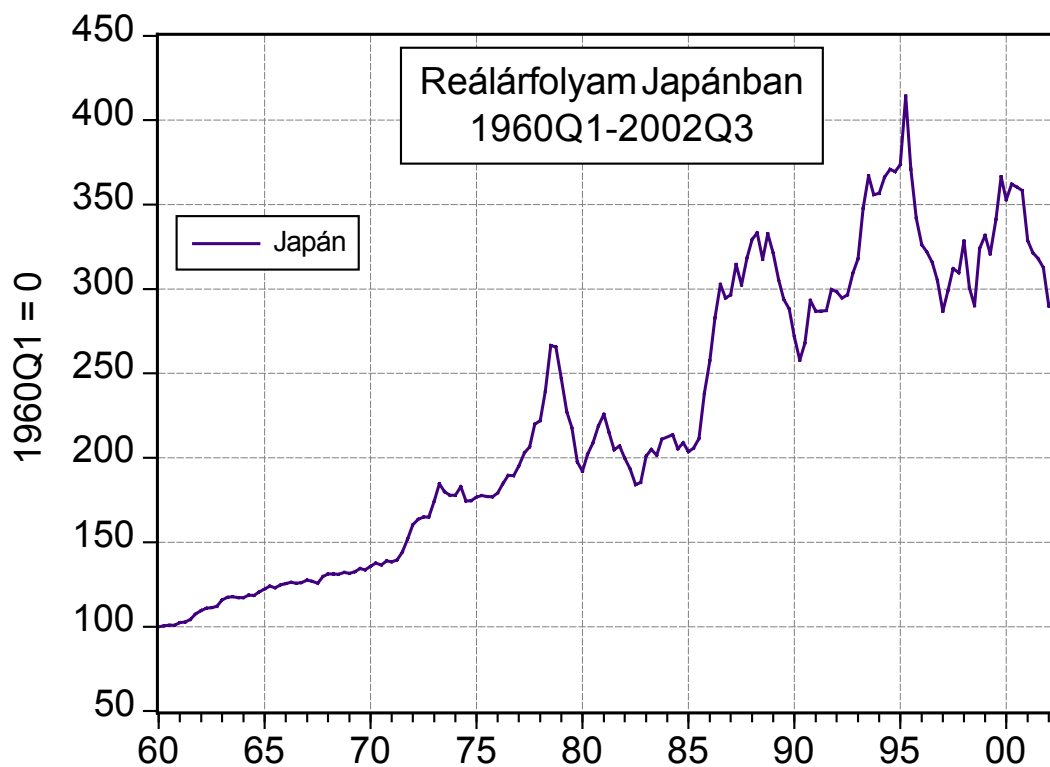
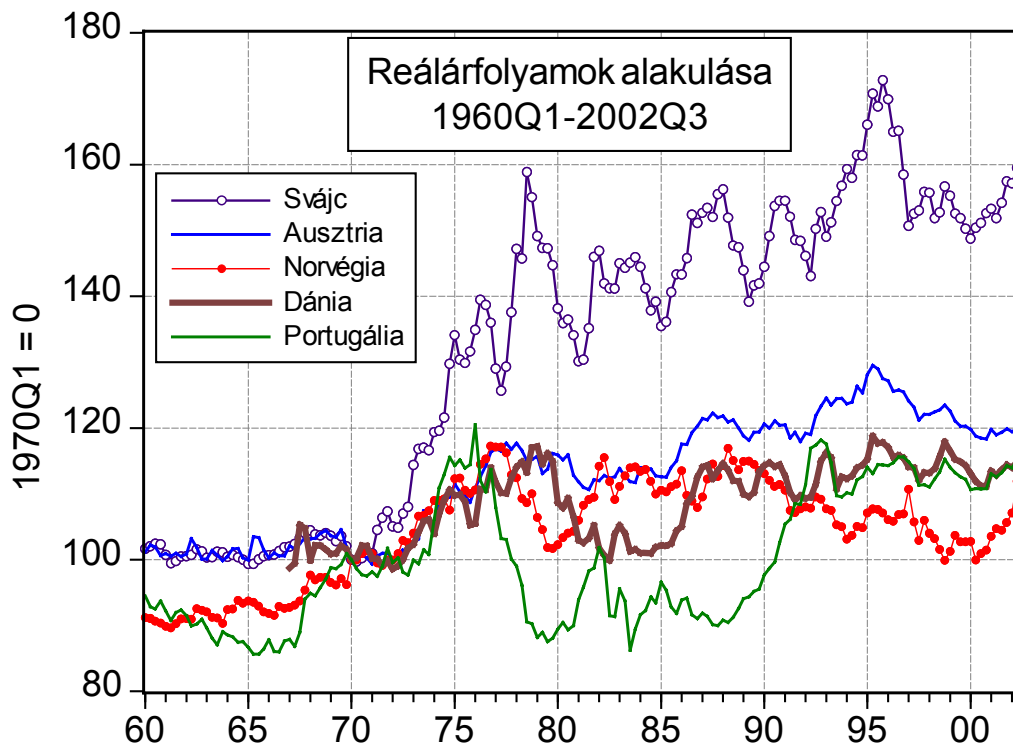
Az öt "perifériás" EMU tagország közül – a korábban már részletesen áttekintett – Portugálban 1988-1991/92 között a reálárfolyam mintegy 30 százalékkal értékelődött

fel, amely árfolyamszint nagyjából tartós maradt, bár az ERM válság hatására egy átmeneti reálárfolyam-gyengülés bekövetkezett. Spanyolországban nagyarányú felértékelődési tendencia (néhány rövidebb visszakorrigálódással) bontakozott ki a dezinflációs időszak alatt: 1983-tól 7 év alatt mintegy 35 százalékos erősödést ért el az escudó, majd két évig ezen a szinten alakult, és csak az 1992-93-as ERM válság vezetett jelentős gyengüléshez. A felértékelődési periódust ugyan megelőzte egy leértékelődési periódus a nyolcvanas évek elején, azonban ez az azt megelőző átmeneti felértékelődés következménye lehetett. Görögországban szintén egy hosszú, egy évtizeden át tartó felértékelődési időszakot figyelhetünk meg 1986-tól kezdődően ennek mértéke azonban csak körülbelül 2 százalék volt évente.



### 3.2.4. Fejlett ipari államok

Mind az öt ország (Ausztria, Dánia, Japán, Norvégia, Svájc) a Bretton-Woods-i rendszer felbomlásakor felértékelődött tartósan, vélhetően a fix árfolyamrendszer okozta alulértékeltség miatt. Dánia reálárfolyama emellett hasonlít a korábban elemzett portugál reálárfolyamra, és Norvégiánál is látunk efféle folyamatokat a nyolcvanas évek közepén. Japán tipikus példája a termelékenységnövekedésen alapuló árfolyam-erősödésnek. Ezen országok főbb makrogazdasági folyamatait mutató ábrák a "D" függelékben láthatóak (43. old.).



### 3.2.5. Latin Amerika

A vizsgált 21 ország mindegyikében előfordult nagyarányú felértékelődés, és többségükben a korábban bemutatott "katasztrófa szcenárió" következett be. Mindössze két országban – Barbados és Peru – tapasztalhatjuk a felértékelődés



tartósságát. Ezen országok főbb makrogazdasági mutatói is a "C" függelékben láthatóak (53. old.).

Barbados némileg bizarr képet mutat, ugyanis az 1972-75-ös nagy felértékelődés kezdetén a GDP 20 százaléka volt a folyó fizetési mérleg hiánya, a tendencia ugyanakkor javuló volt. A második, 1982-85-ös nagy felértékelődés kezdetén szintén volt néhány nagy hiány, a mérleg azonban hamar pozitívba váltott és másfél évtizedig közel egyensúlyban volt. Szintén fontos, a sikertelen latin-amerikai országoktól eltérő jelenség, hogy mindkét nagy felértékelődési időszak után kedvező gazdasági növekedés mutatkozott.

Peru adatainak értékelését a hiperinfláció megnehezíti: ekkor ugyanis az árindexek mérési bizonytalansága megnő, így a tartósnak mutatkozott, több mint 100 százalékos reálfelértékelődés akár mérési hiba eredménye is lehet: 1989-90-ben az infláció 3500-7500 százalékos volt.

## 4. NÉHÁNY KÖVETKEZTETÉS A MAGYAR REÁLÁRFOLYAMRA VONATKOZÓAN

Bár a kutatásnak nem volt a célja a forint közelmúltbeli felértékelődésének elemzése (ezzel az MNB-ben egy széles munkacsoport foglalkozik), mindazonáltal érdemes helyzetünket összevetni a nemzetközi tapasztalatokkal. Két fő kérdés az, amely foglalkoztathatja a szakmai közvéleményt, nevezetesen, hogy a bekövetkezett felértékelődés tartósnak bizonyul-e, másrészt pedig az, hogy akár tartósnak, akár átmenetinek bizonyul, milyen reálgazdasági hatásai lehetnek.

A nemzetközi példákkal összevetve Magyarország hordoz hasonlóságokat mind a tartós, mind pedig az átmeneti felértékelődést mutató országokkal. Számításaink szerint a forint reálárfolyama alulértékeltté vált a csúszó árfolyamrendszer utolsó időszakában. Az alulértékelttség mértékét nehéz számszerűen meghatározni, hiszen különböző módszerek eltérő eredményekre vezetnek, az ugyanakkor megállapítható, hogy a bekövetkezett reálfelértékelődés –legalábbis részben– az alulértékelttség korrekciója volt.

A tartós felértékelődések közül különösen nagy a hasonlóság Portugáliának a nyolcvanas évek végén kibontakozó, mintegy 30 százalékos reálfelértékelődéséhez. Mindkét országban a felértékelődést néhány évvel korábban egy jelentős fiskális kiigazítást tartalmazó gazdaság-stabilizációs csomag előzte meg és mindkét országban egy csúszó árfolyam-rendszerrel igyekeztek a reálárfolyam felértékelődését kordában tartani. Ez a politika mindkét országban sikeres volt az inflációnak 30-ról 10 százalék körüli szintre való csökkentésében, a gazdasági növekedés újraélesztésében, és a stabilizációt megelőző hatalmas folyó fizetési mérleg hiány lefaragásában. A tőke liberalizáció, a fokozódó európai integráció, és az ebből következő erős tőkebeáramlás is közös jellemző, és mindkét országban az utolérési folyamat adja a fundamentális alátámasztását a reálfelértékelődésnek. Portugáliában nem is volt esélye a hatóságoknak a reálárfolyam további alacsony tartására, olyan mértékű tőkebeáramlás alakult ki.

Csehország példája is fontos tanulságokkal szolgál. Annak ellenére, hogy különböző számítások alapján a reálfelértékelődést alátámasztó, úgynevezett Balassa-Samuelsont hatás Magyarországon gyorsabb volt, mint Csehországban, és a cseh kamatlábak gyakorlatilag megegyeznek az európai kamatlábbal, a cseh korona reálfelértékelődése a múltban gyorsabban volt, jelenleg pedig azonos ütemű a fogyasztói árak alapján mért reálárfolyam esetén, mint a magyar forint erősödése, és mint említettük, a főbb cseh makrogazdasági mutatók nem mutatják a túlértékelődés jeleit. Nem kizárt, hogy megállná helyét az a következtetés is, hogy a cseh jegybanknak alternatív monetáris rezsimben sem lett volna komoly esélye a felértékelődés számottevő visszafogására.

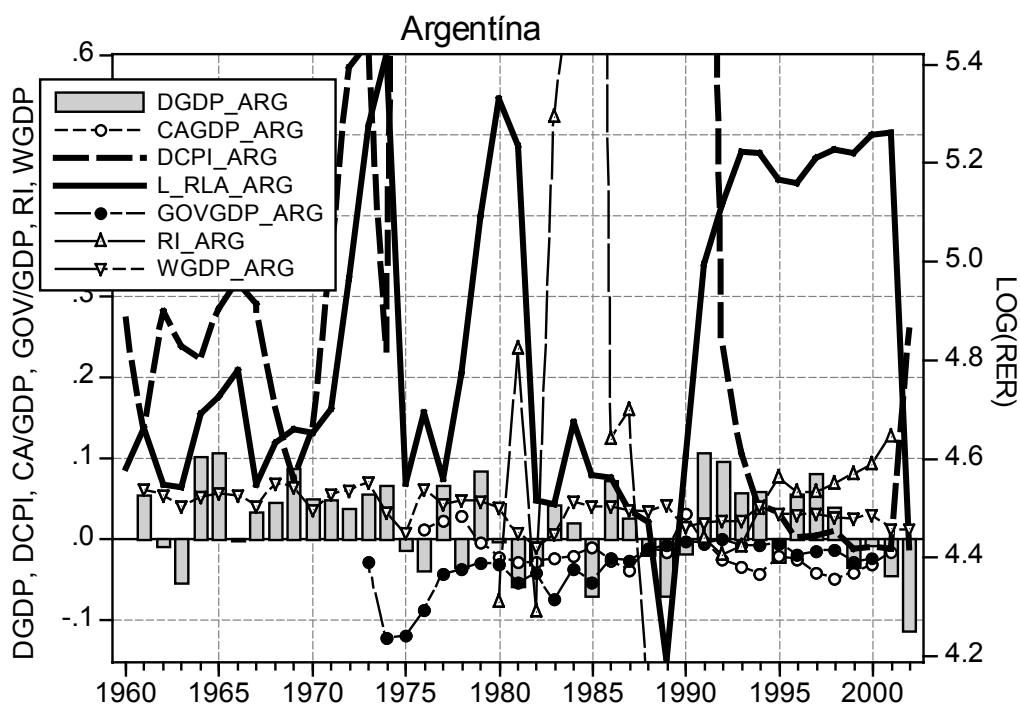
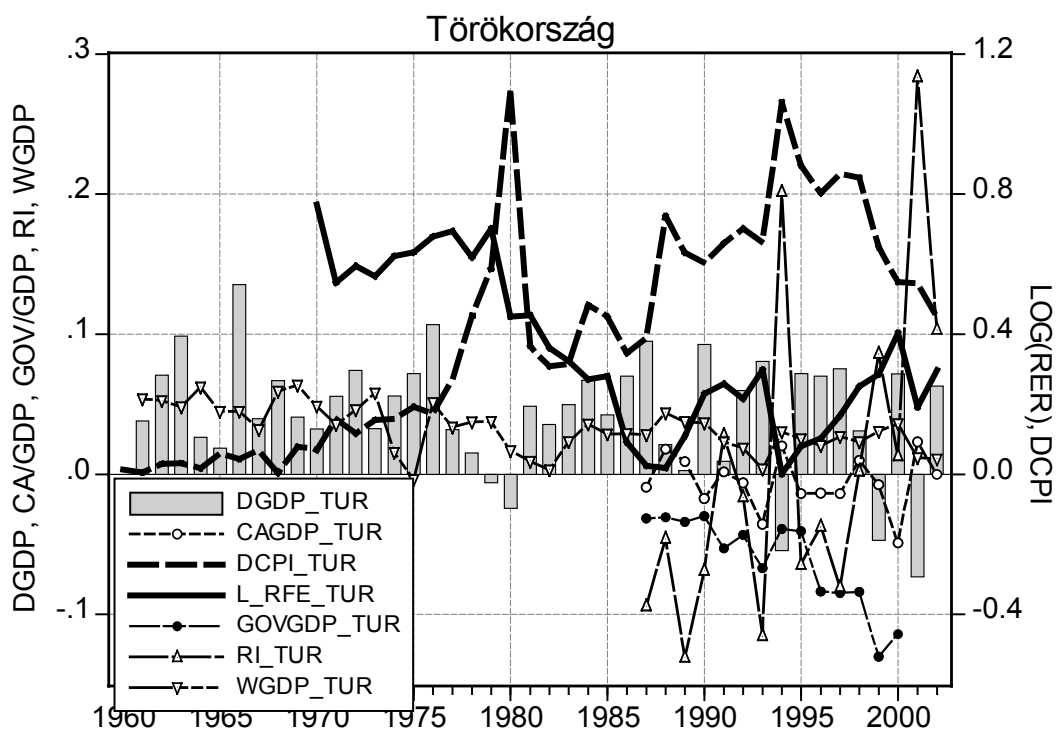
Található hasonlóság az átmeneti felértékelődést mutató országokkal is. A latin-amerikaiakkal a legfőbb hasonlóság a költségvetési hiány gyors növekedése a felértékelődési időszak alatt. Ugyanakkor számos tényezőben jelentősen eltérünk tőlük: míg a latin-amerikai országokban a rögzített árfolyam melletti magasabb infláció vezetett a reálfelértékelődéshez, addig nálunk a nominális árfolyam-erősödés és a külföldinél magasabb infláció nagyjából fele-fele arányban járult ehhez hozzá. A hosszútávú felértékelődésnek a latin-amerikai országoknál nem volt meg a fundamentális alapja, míg nálunk megvan. A Latin-Amerikaiak magas inflációjával szemben nálunk 10 százalék körül volt az infláció, amikor a gyors felértékelődés megindult és a felértékelődés mértéke is alatta maradt az ott tapasztalt

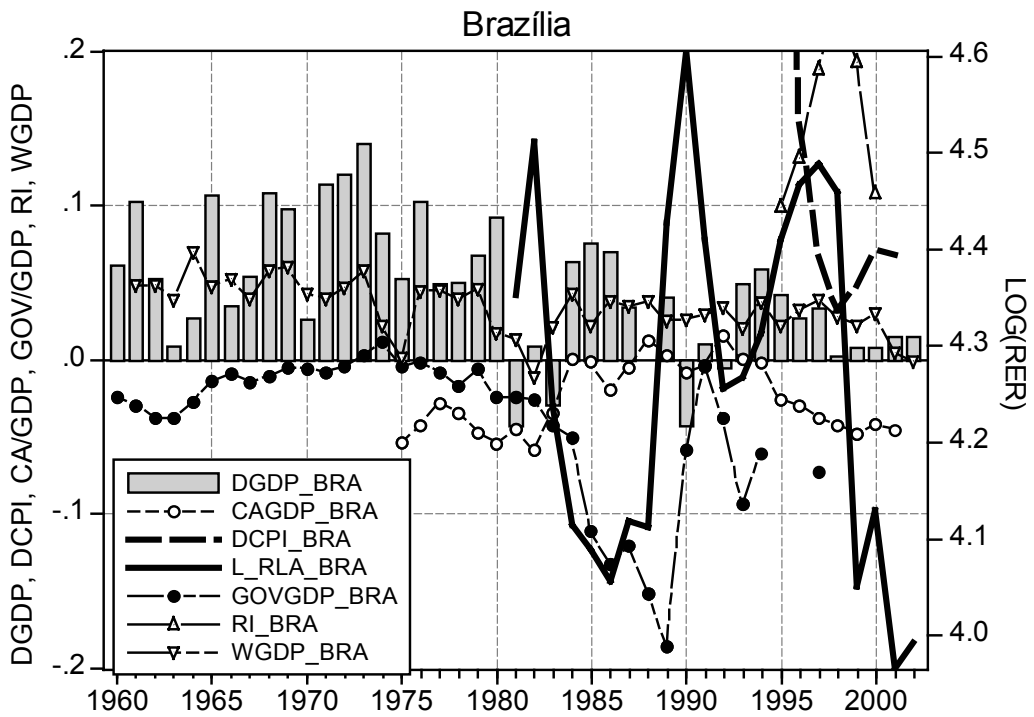
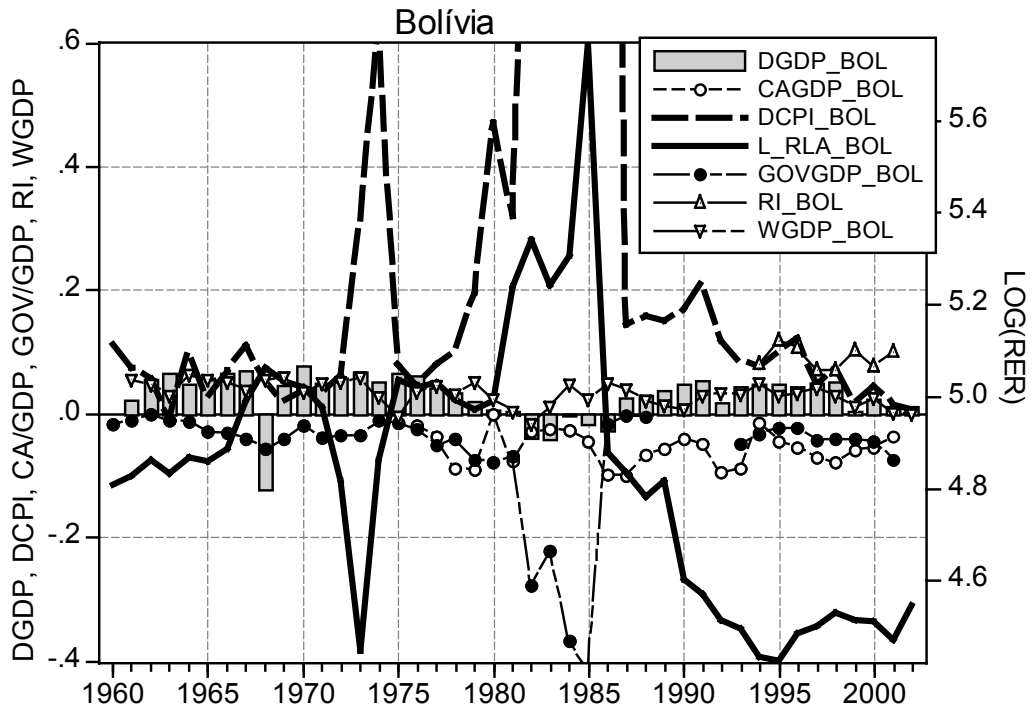
nagyságrendeknek. És végül, talán az egyik legfontosabb tényező, hogy nálunk a kormányzat elkötelezett a költségvetési hiány csökkentésére, amely a Középtávú Gazdaságpolitikai Programban is rögzítésre került. Ezért több tekintetben is mutatunk hasonlóságot az átmeneti felértékelődést átélt fejlett országokkal. Fontos ugyanakkor hangsúlyozni, hogy Magyarország eltér mindkét csoporttól abban a tekintetben, hogy mi egy utolérési pályán vagyunk, amely az egyensúlyi reálárfolyamunk erősödését vetíti előre, és valószínűsíthetően a reálárfolyam bizonyos mértékben alulértékelt volt a gyors felértékelődést megelőzően.

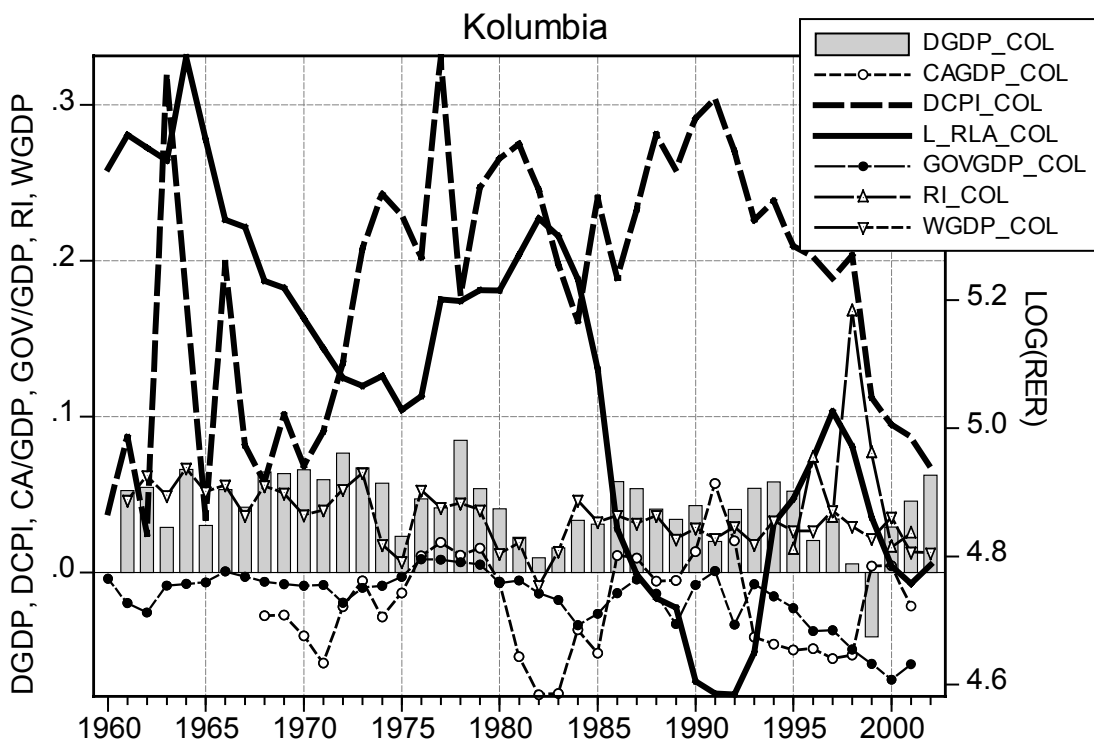
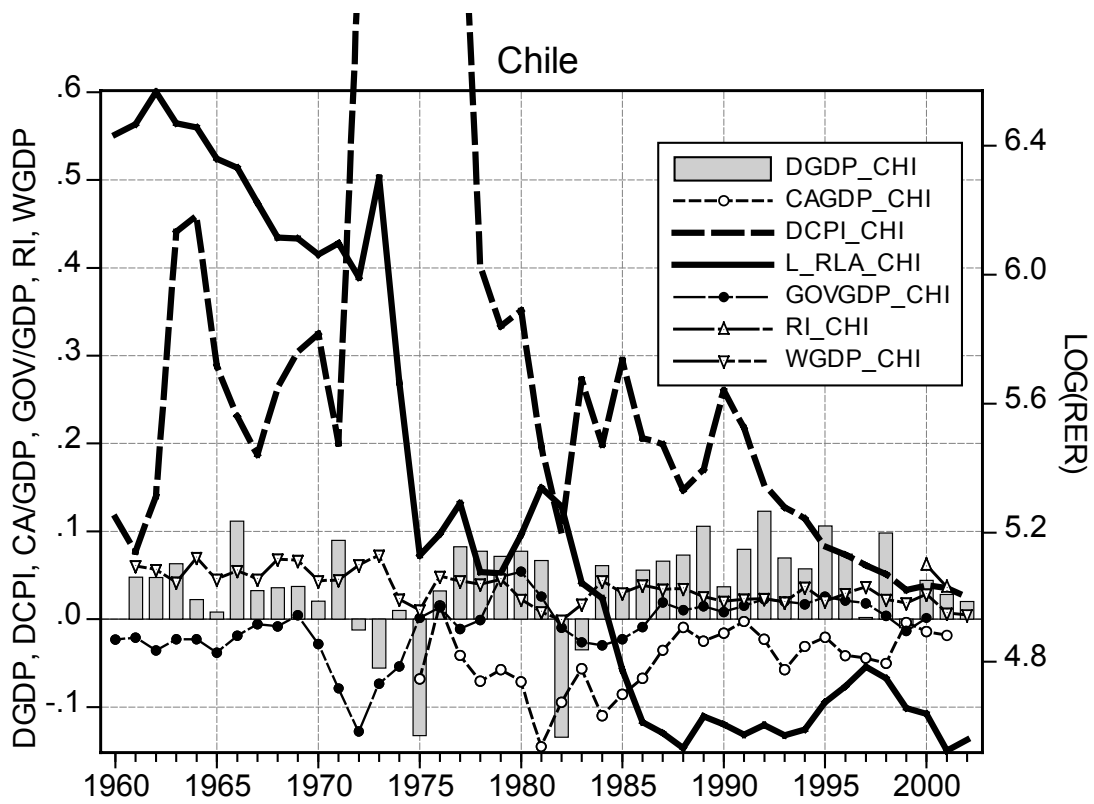
A felértékelődés eddigi és várható következményeit vizsgálva nem láthatóak az átmeneti felértékelődéseket kísérő kedvezőtlen makrogazdasági kimenetek mértékét közelítő folyamatok előjelei. Bár a felértékelődés középtávú hatását mutató tényszámok csak évek múlva állnak majd rendelkezésre, és 2002-ben a GDP növekedés mérséklődött, a beruházások visszaestek, és a munkanélküliségi ráta enyhén emelkedett, azonban az eddigi növekedési adataink és a piaci szereplők várakozásai viszonylagosan kedvező képet festenek a nemzetközi tapasztalatok tükrében. Annak ellenére, hogy nálunk is –hasonlóan az átmeneti felértékelődést mutató országokhoz és Portugáliához– a külföldi gazdasági ciklus kedvezőtlenül alakult, a GDP növekedési ütem nem csökkent az említett országokban bekövetkezett mértékben, hanem 2002-ben 3,3 százalékos volt. Ebben szerepet játszhatott az expanzív fiskális politika is, ugyanakkor Latin-Amerikában, ahol szintén átlagosan a GDP nyolc százalékára emelkedett a fiskális deficit, még a felértékelődés időszakában beindult egy jelentős GDP visszaesési folyamat. Nálunk ugyanakkor a Reuters által megkérdezett piaci elemzők szerint 2003-2004-ben gyorsulni fog a növekedés: 2003-ra átlagosan 3,6 százalékos, 2004-re pedig 4,1 százalékos növekedést várnak. Ezen értékek jóval kedvezőbbek, mint a latin-amerikai katasztrófa scenáriók idején bekövetkezett GDP visszaesések, de az átmeneti felértékelődést mutató ipari országok és Portugália kismértékű GDP csökkenéseivel is határozottan jobbak. Emellett a piaci elemzők nem számítanak a folyó fizetési mérleg egyenlegének GDP arányos romlására, és véleményük szerint a bekövetkezett inflációcsökkenés és felértékelődés tartós marad, sőt kismértékben tovább mérséklődik az infláció és a forint további, enyhe reálfelértékelődése következik be.

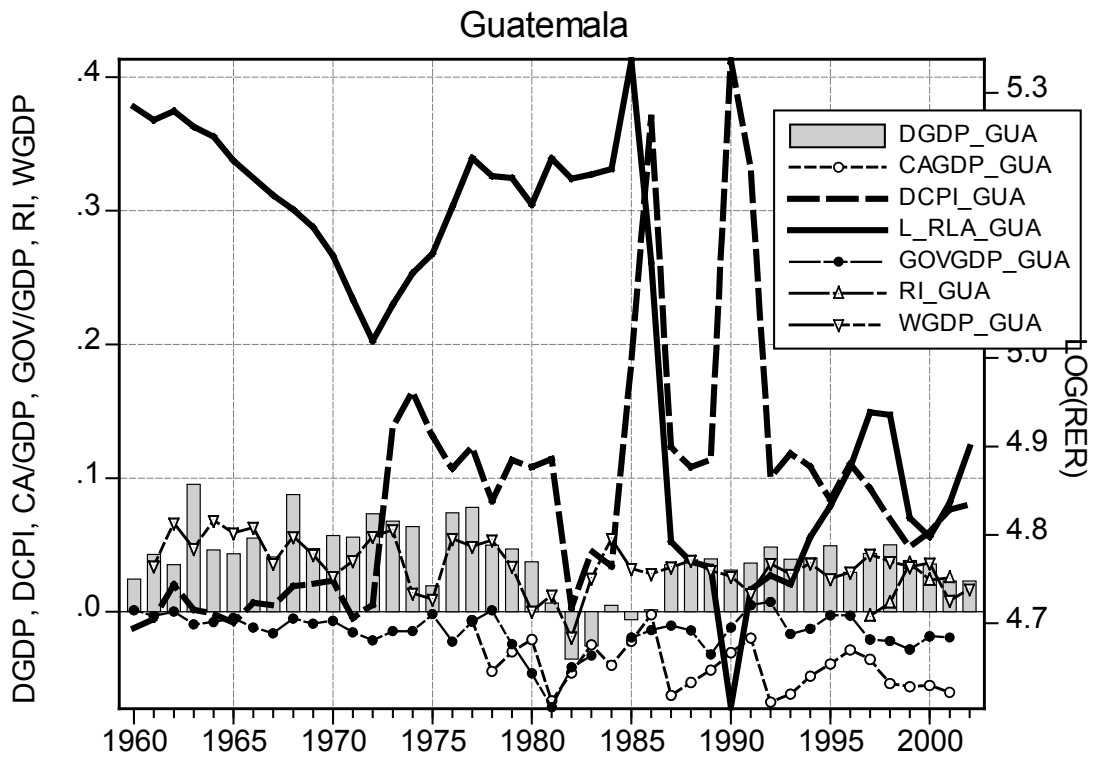
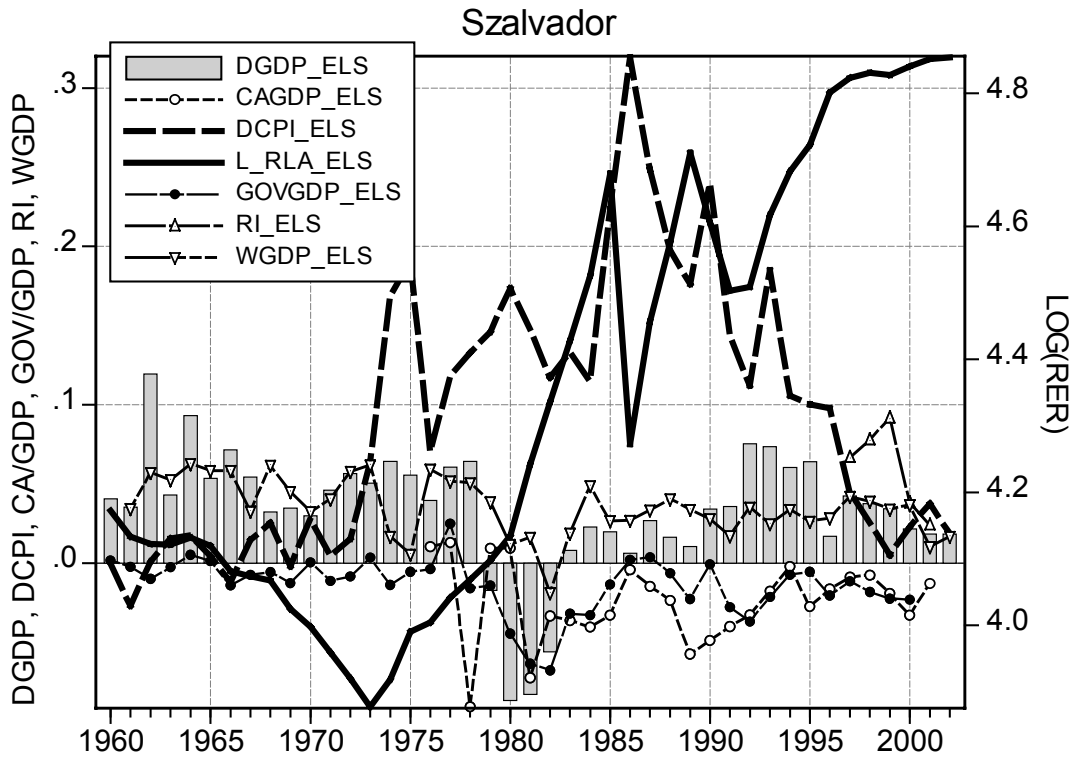
A gyors felértékelődés reálgazdasági hatásait természetesen csak évek múlva lehet körültekintően elemezni, az azonban bizonyosnak látszik, hogy ezeket a közeljövő fiskális és jövedelempolitikája erősen befolyásolni fogja. Azokban az esetekben ugyanis, ahol a felértékelődés bár átmeneti volt, de a felértékelődés alatt nem romlott a külső egyensúly, a felértékelődés korrekciója nem vezetett inflációemelkedéshez, és a reálgazdasági áldozat is mérsékeltebb volt, valamint többnyire azon esetekben, ahol a reálfelértékelődés tartósan fennmaradt, mérsékelt szintű vagy csökkenő államháztartási hiányok és az inflációcsökkenéssel összhangban álló bérnövekedések valósultak meg.

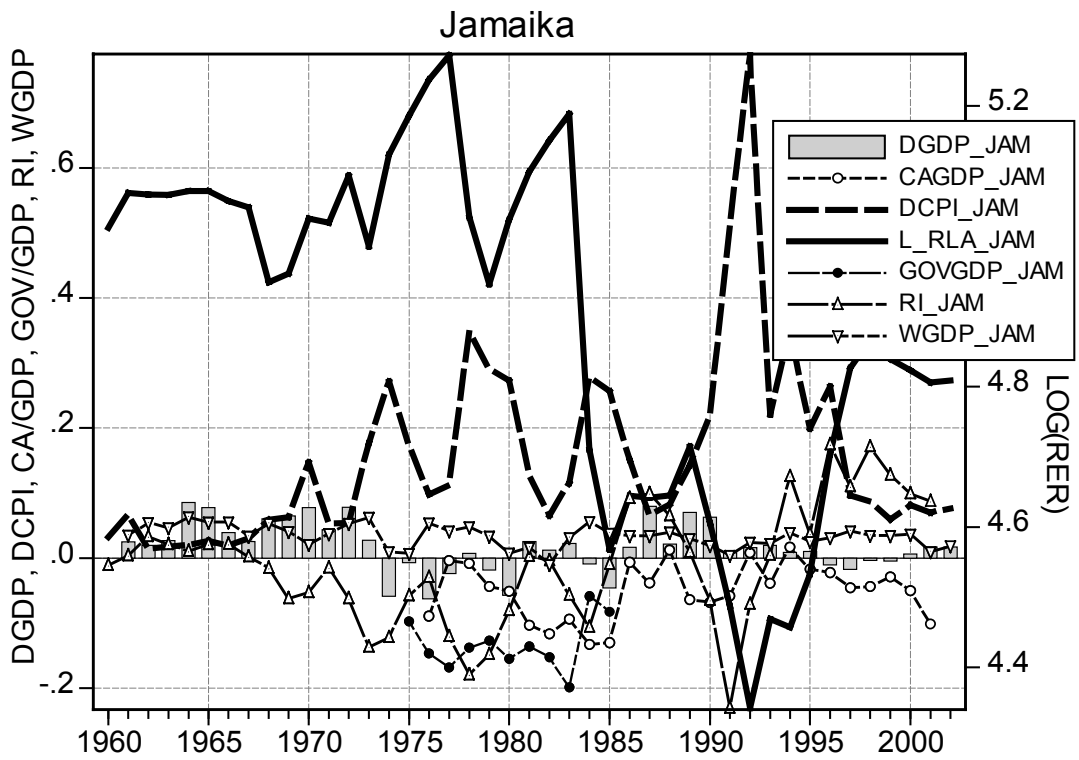
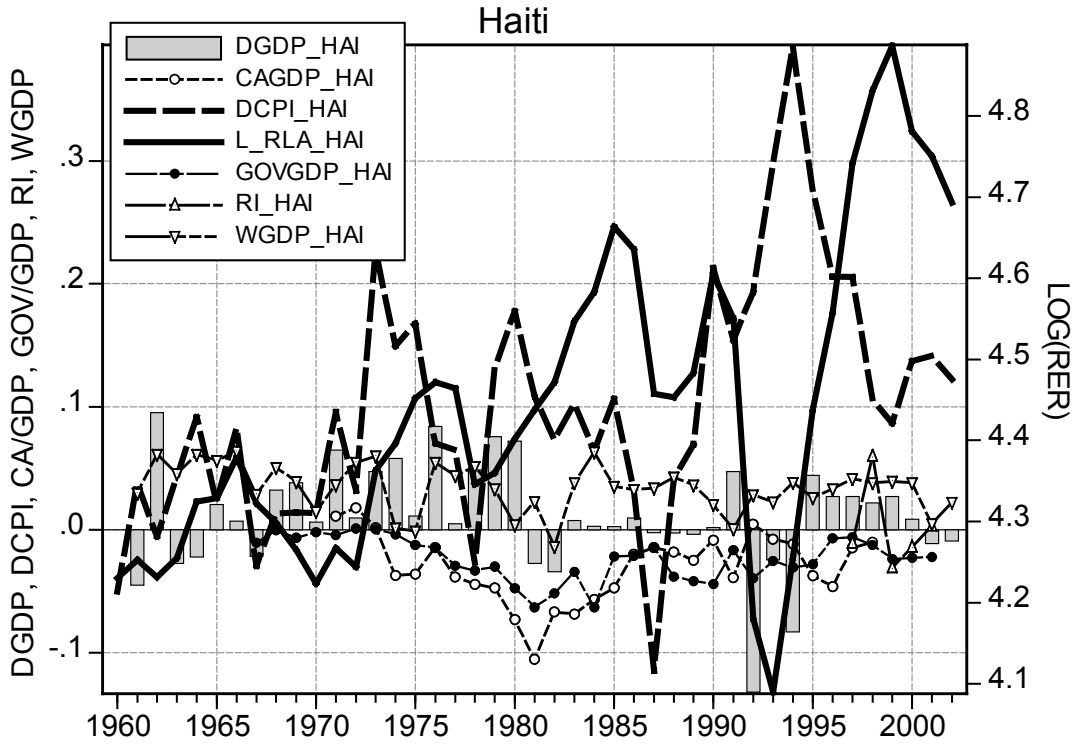
5. „A” FÜGGELÉK: ÁTMENETI FELÉRTÉKELŐDÉST MUTATÓ  
ORSZÁGOK MAKROGAZDASÁGI ADATAI: LATIN AMERIKA ÉS  
TÖRÖKORSZÁG



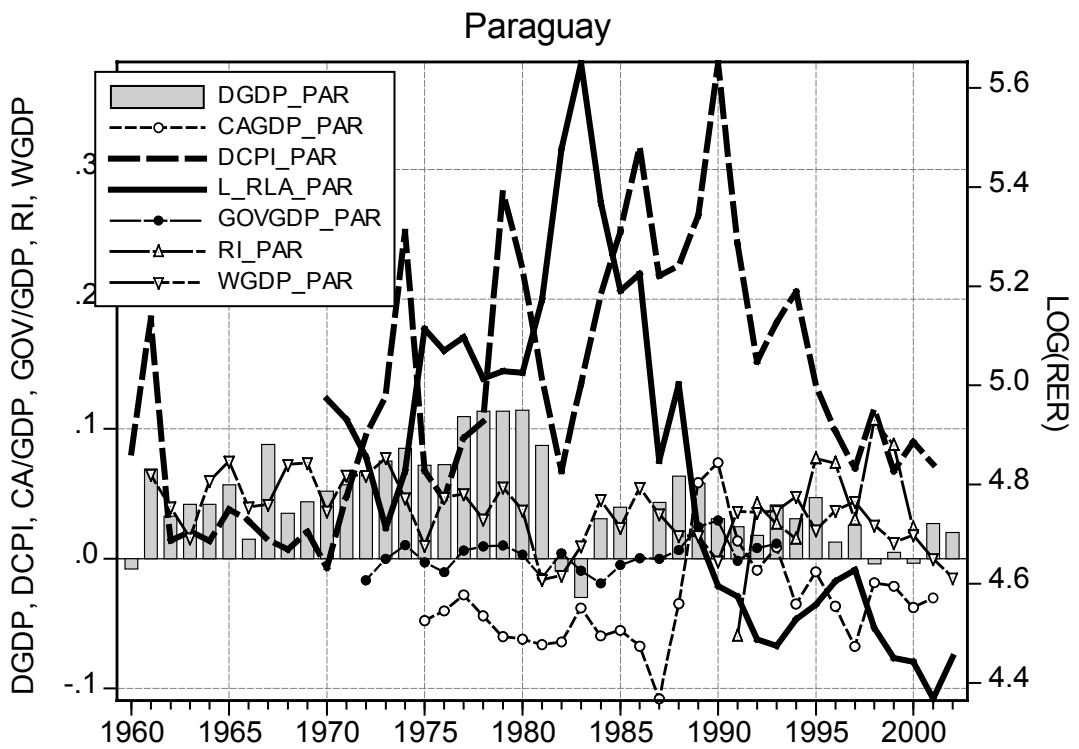
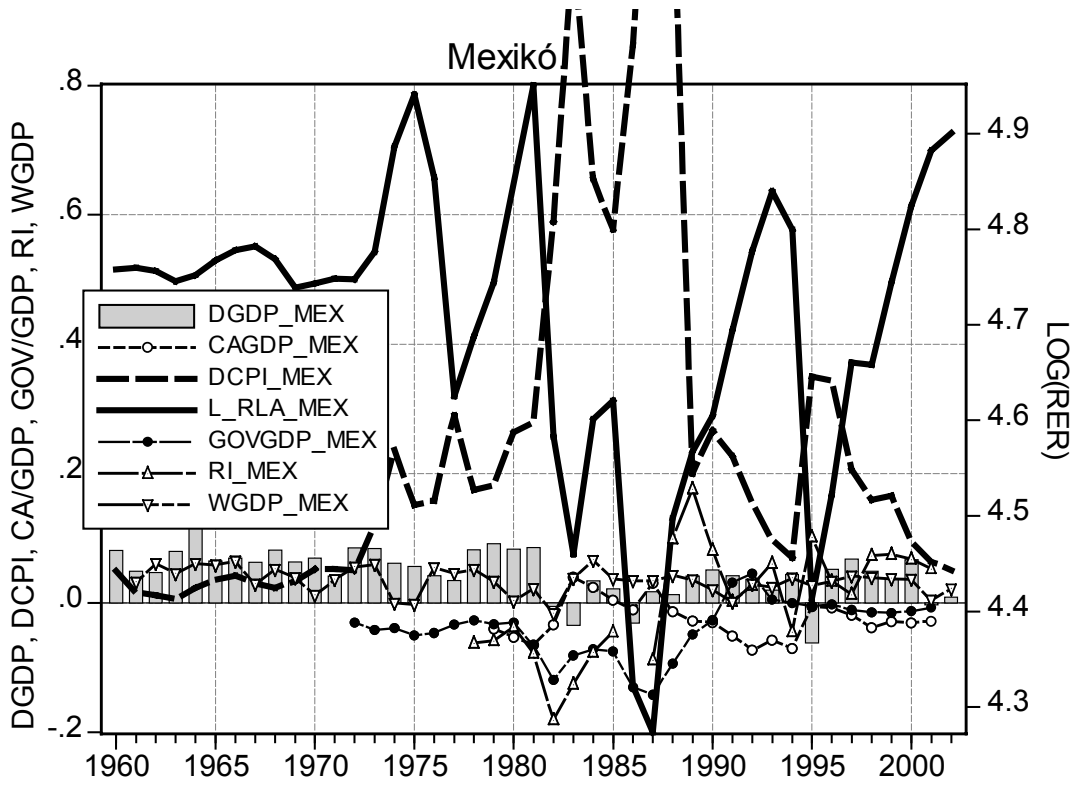


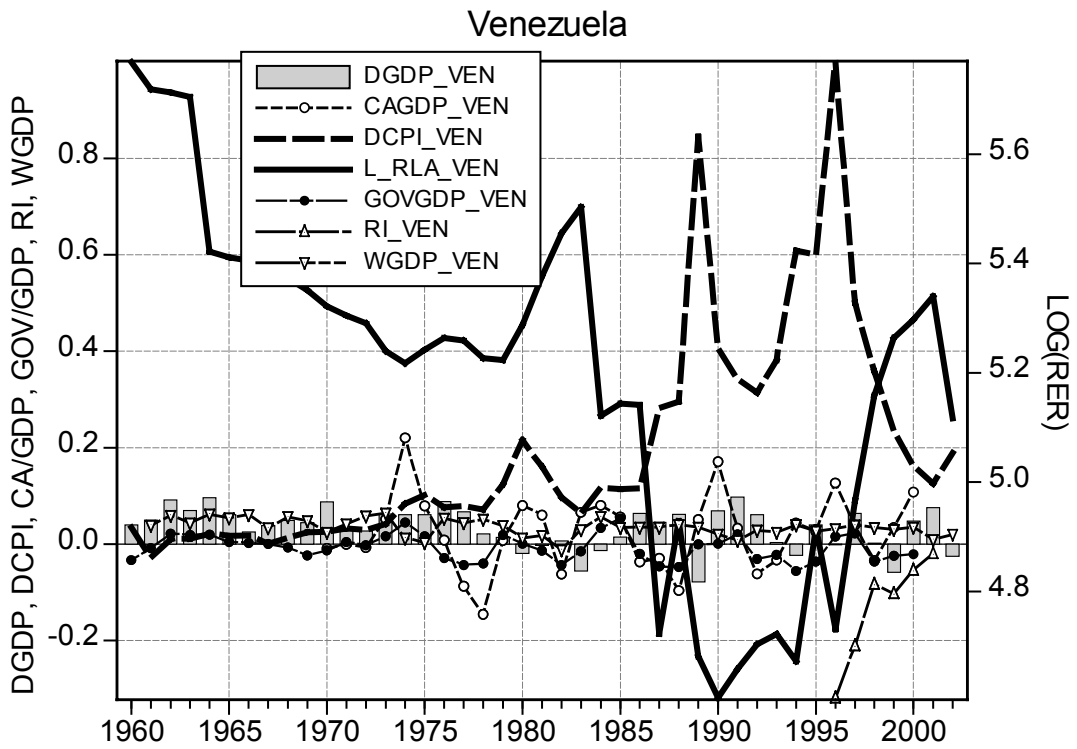
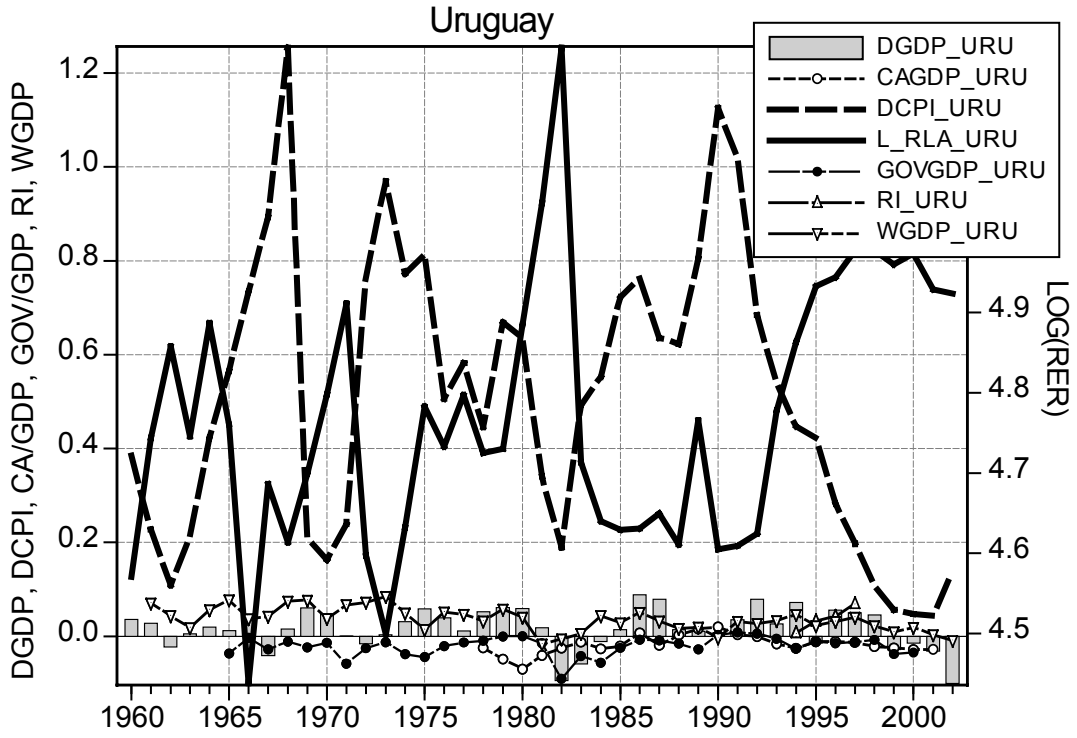




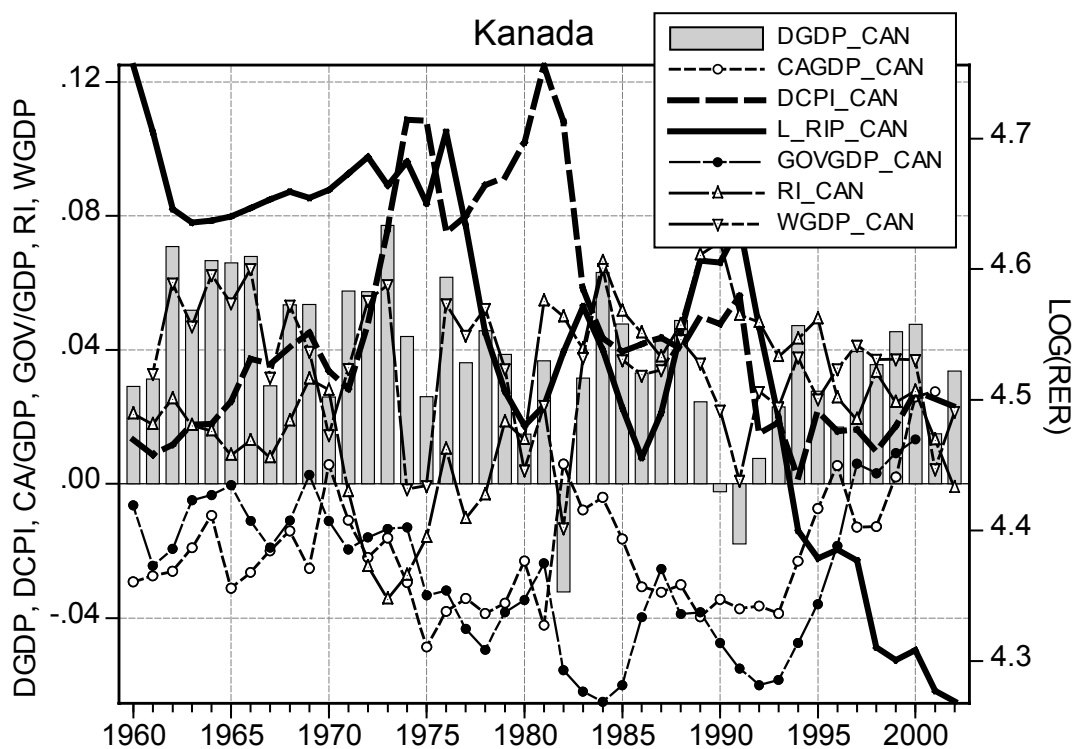
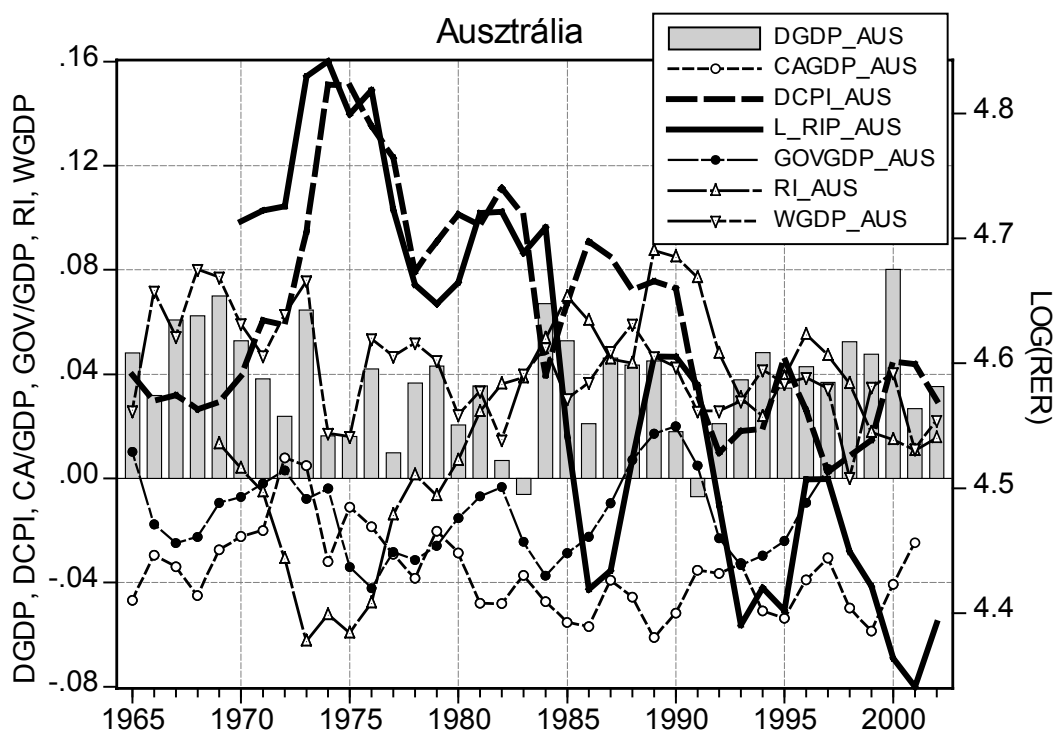


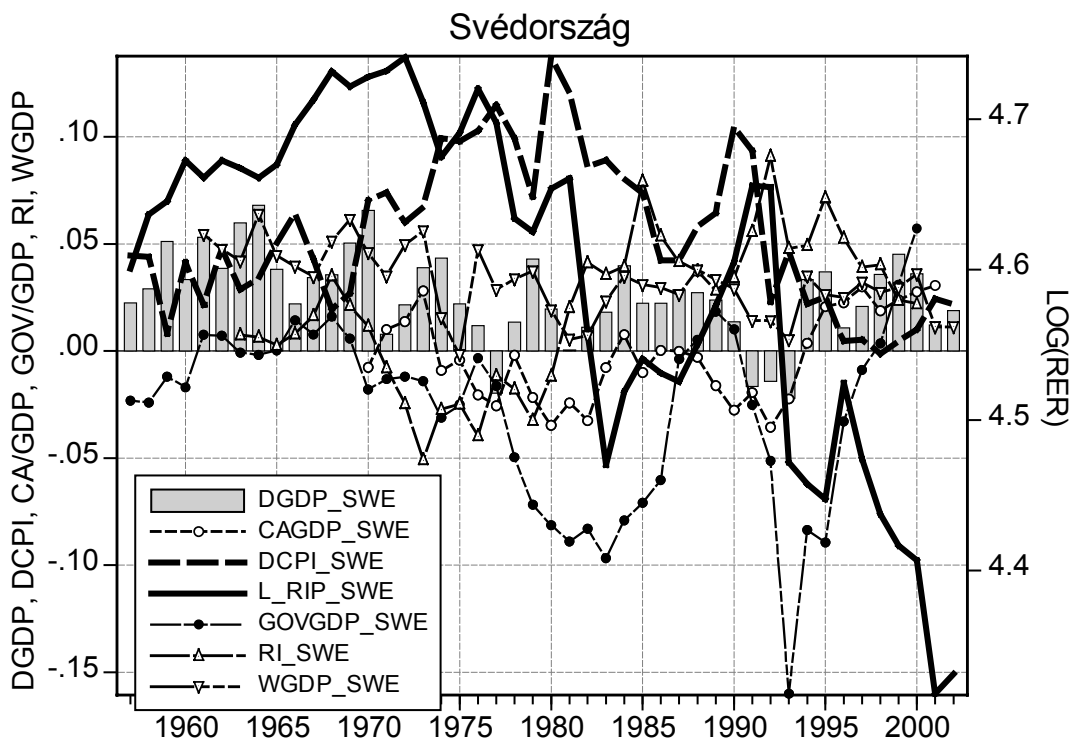
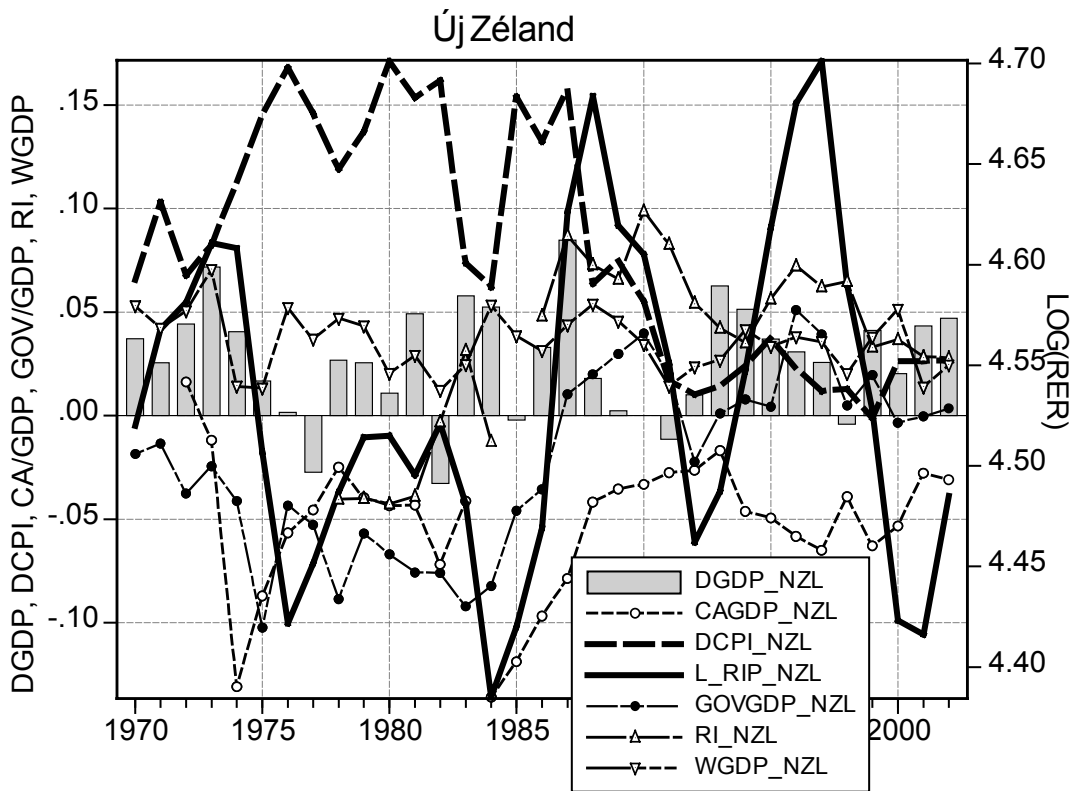


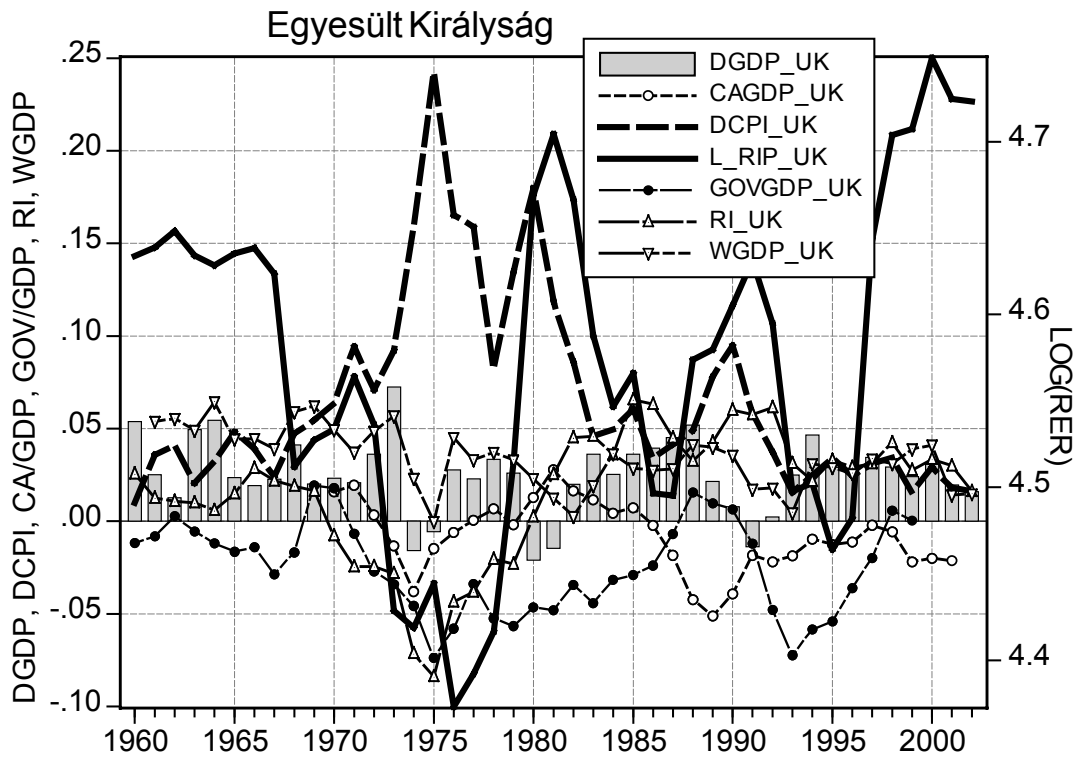




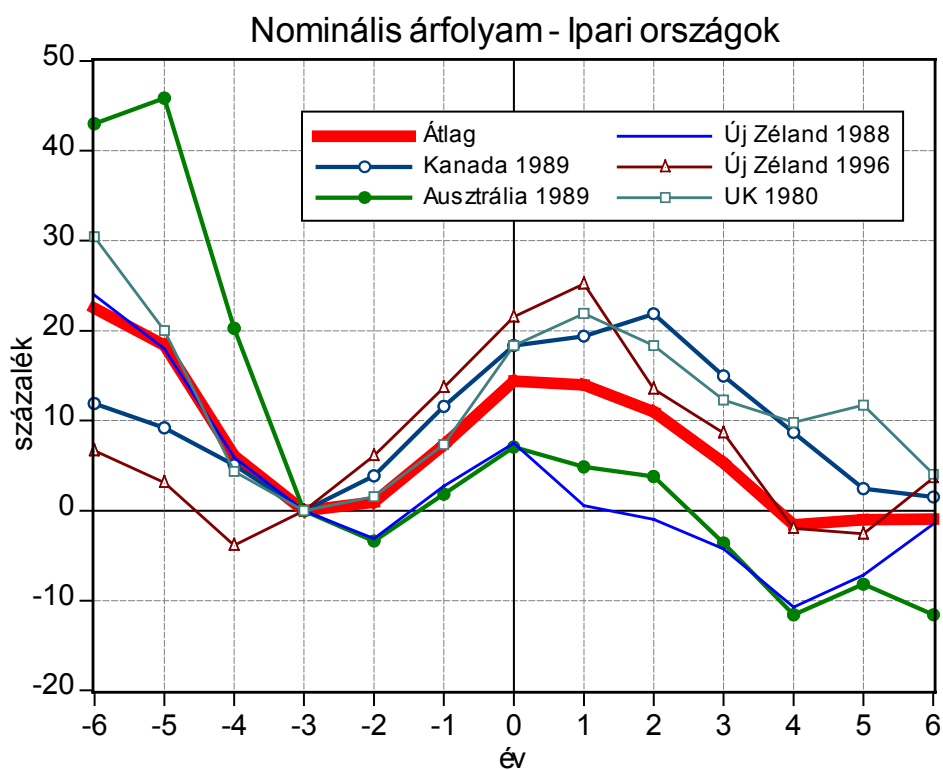
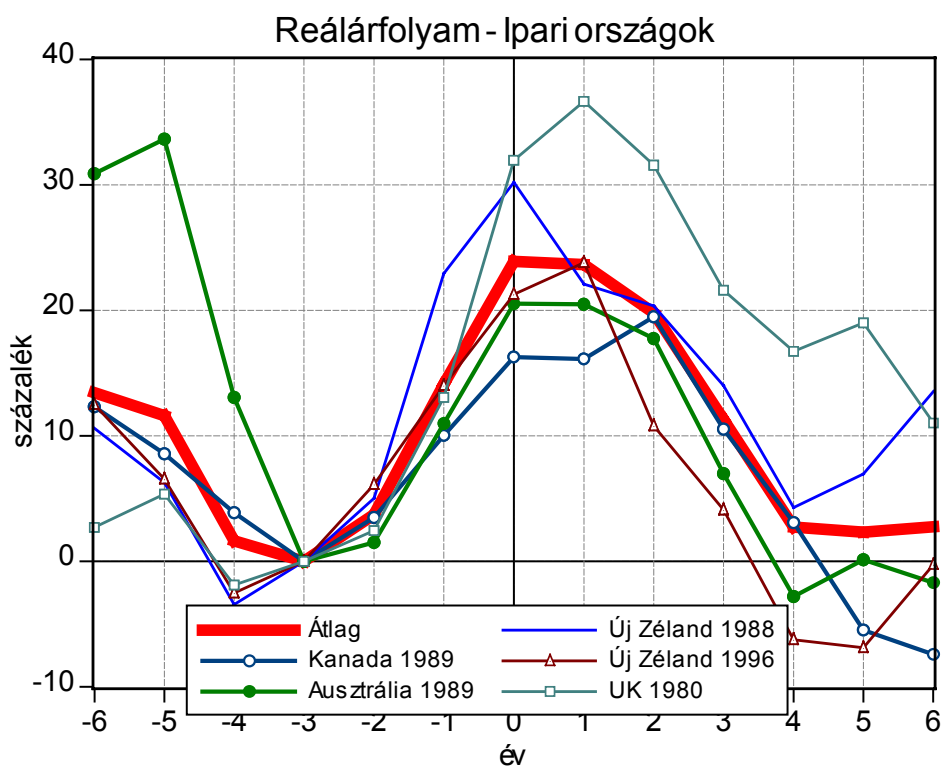
6. „B” FÜGGELÉK: ÁTMENETI FELÉRTÉKELŐDÉST MUTATÓ  
ORSZÁGOK MAKROGAZDASÁGI ADATAI: FEJLETT IPARI  
ÁLLAMOK

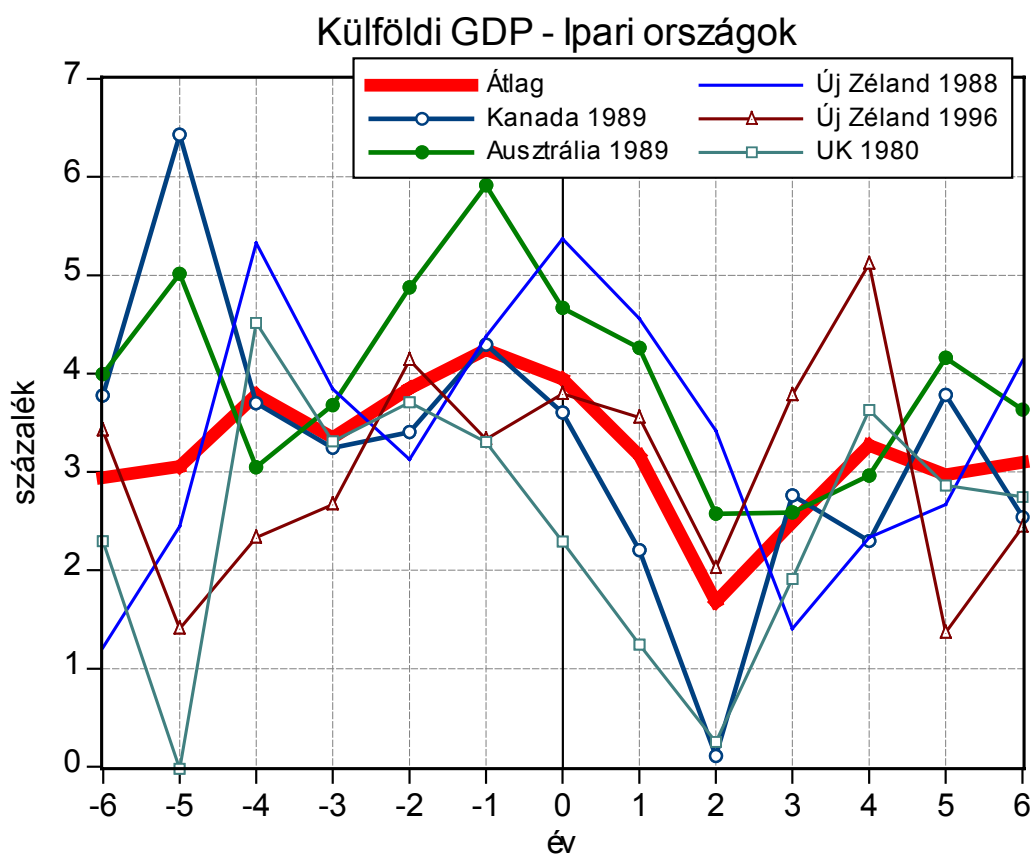
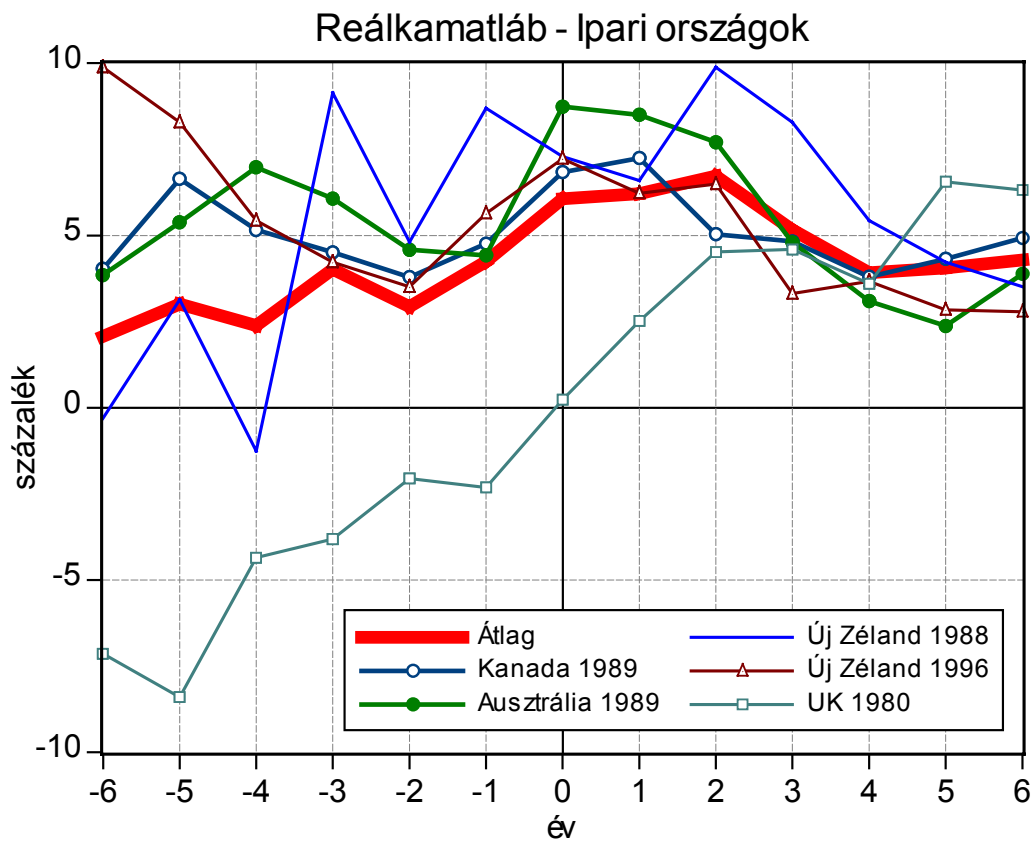




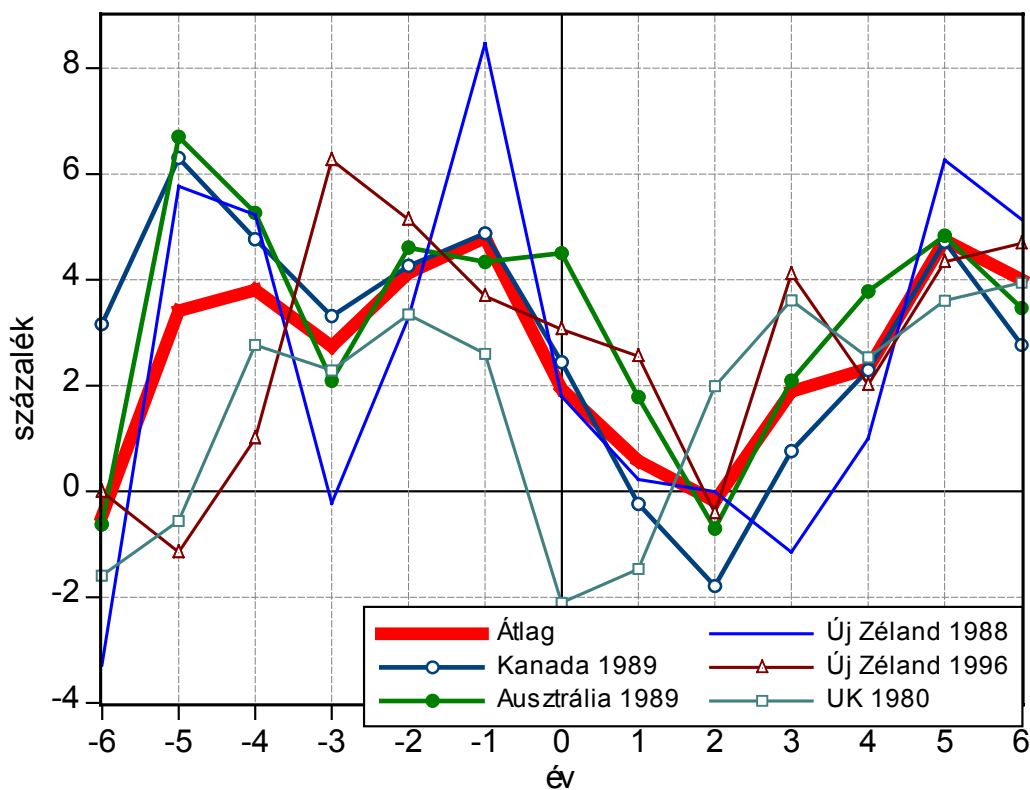


## 7. „C” FÜGGELÉK: ÁTMENETI FELÉRTÉKELŐDÉST MUTATÓ FEJLETT IPARI ÁLLAMOK ORSZÁGOK MAKROGAZDASÁGI FOLYAMATAINAK HETEROGENITÁSA

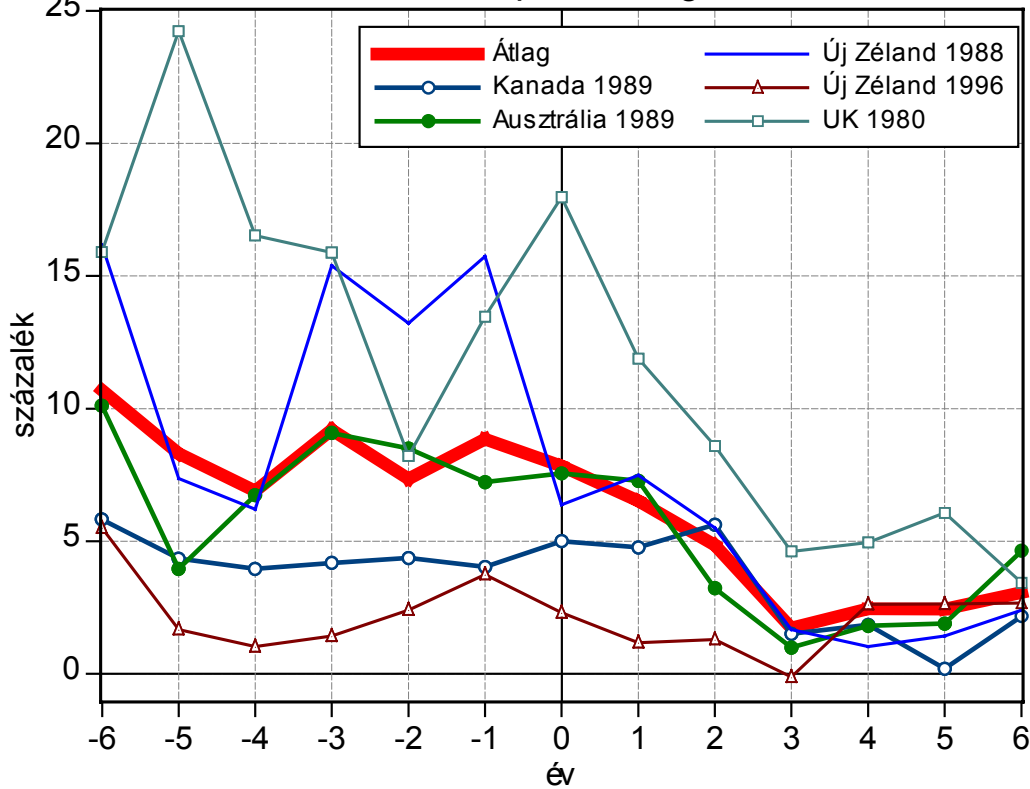




### GDP Növekedés - Ipari országok

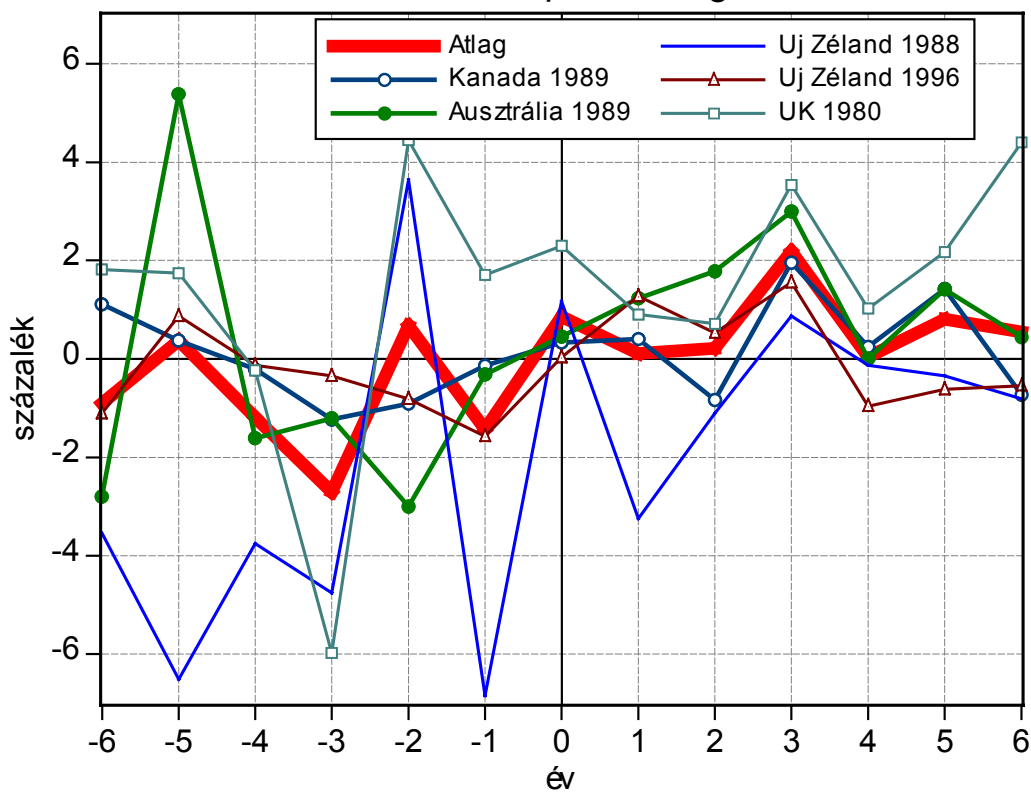


### Infláció - Ipari országok

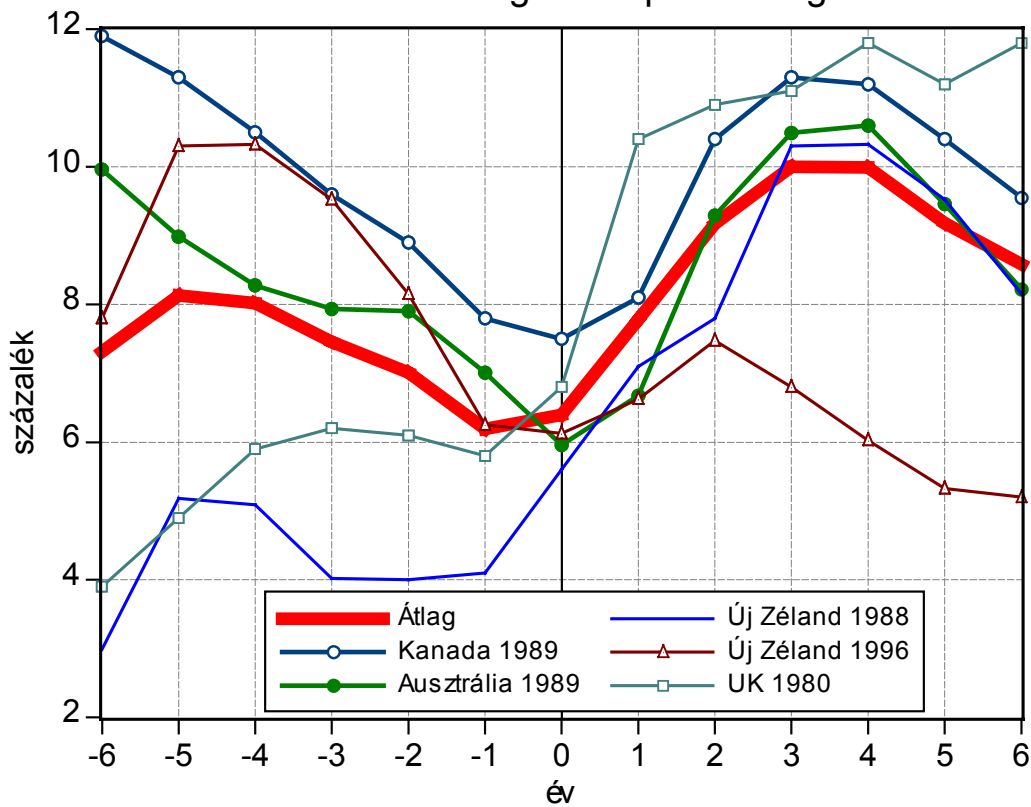




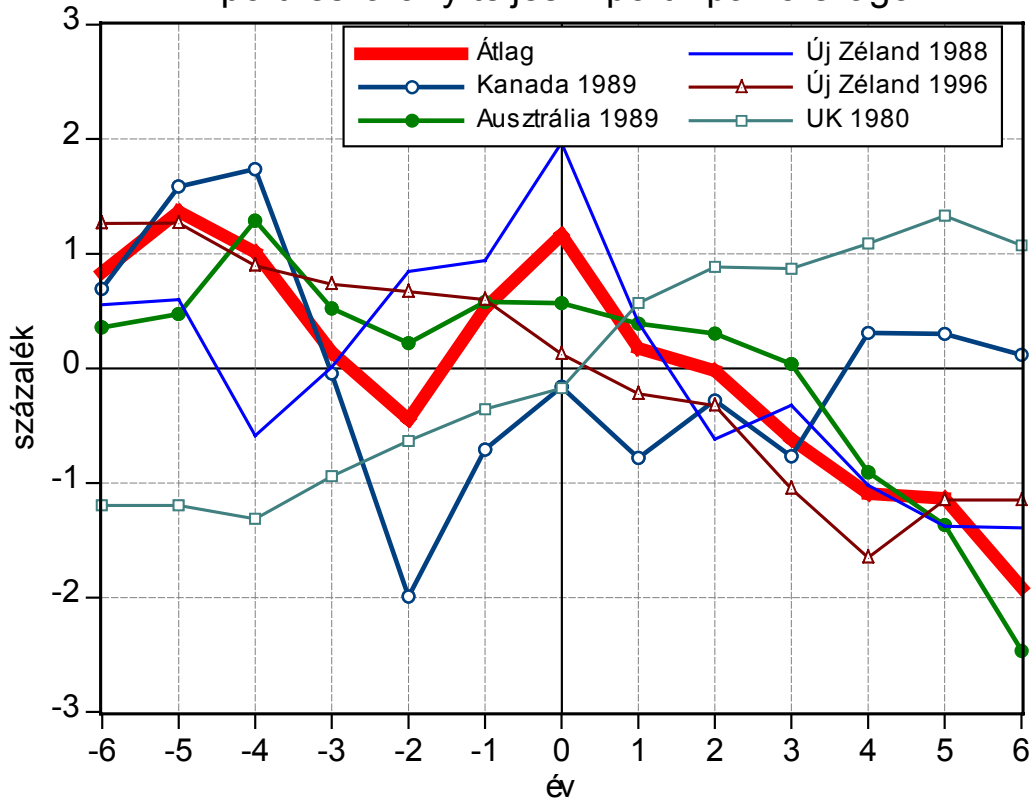
### Reálbérek - Ipari országok



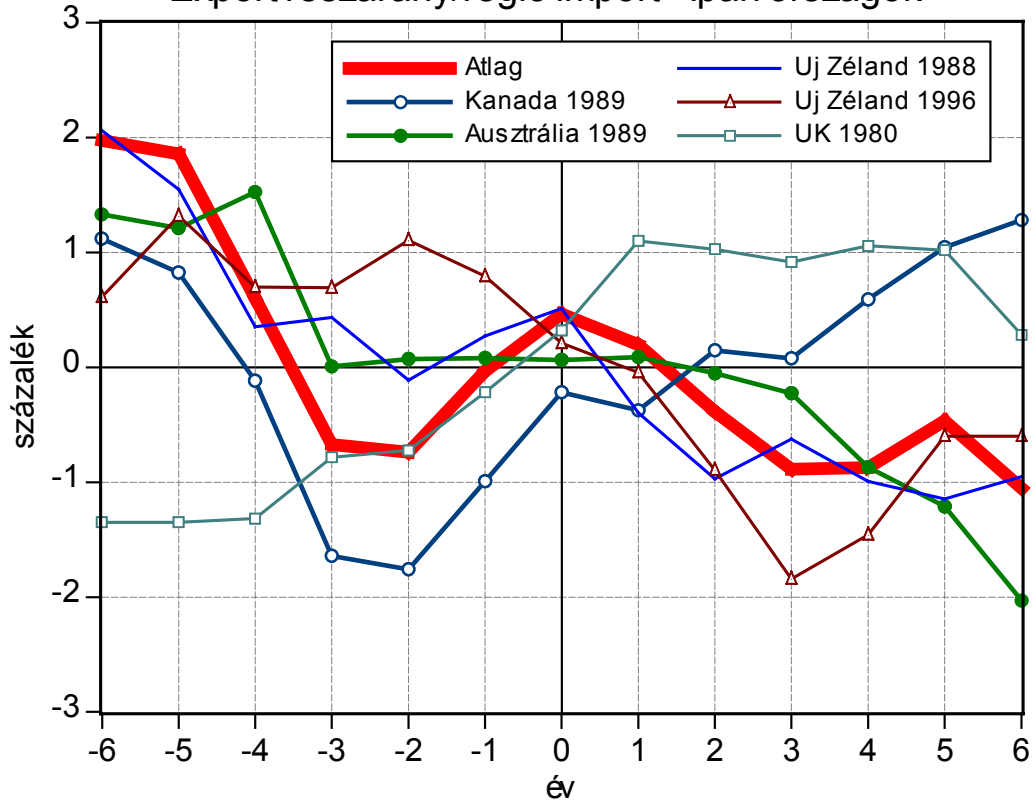
### Munkanélküliségi ráta - Ipari országok



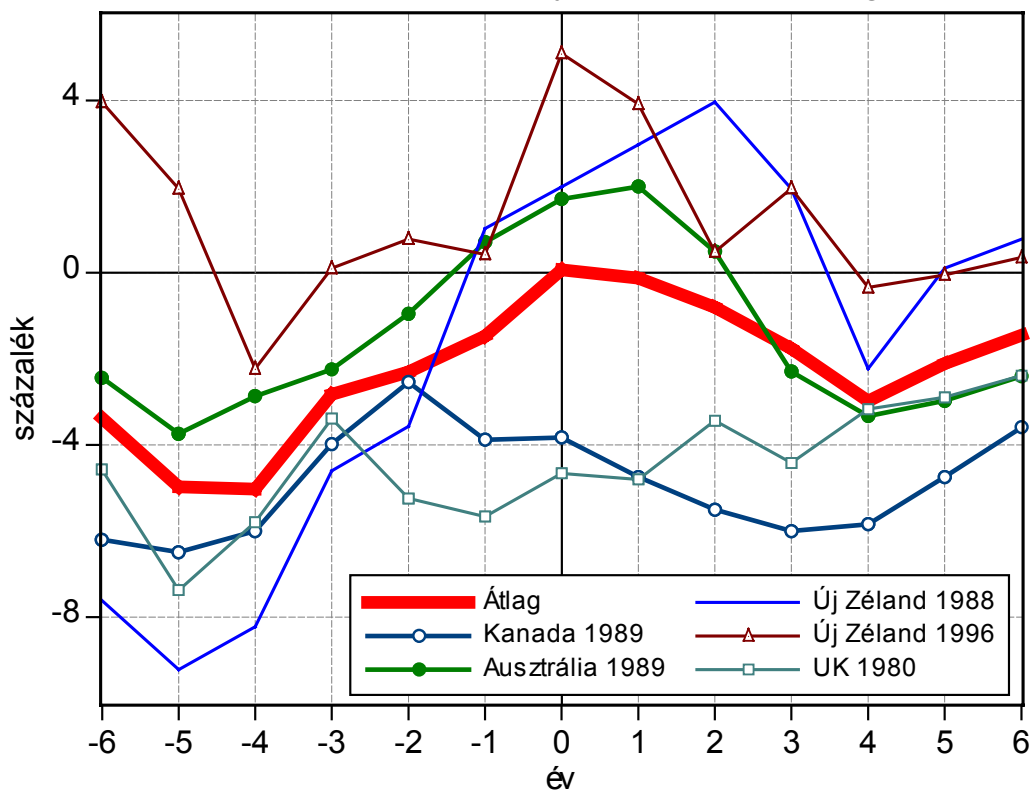
Export részarány/teljes import - Ipari országok



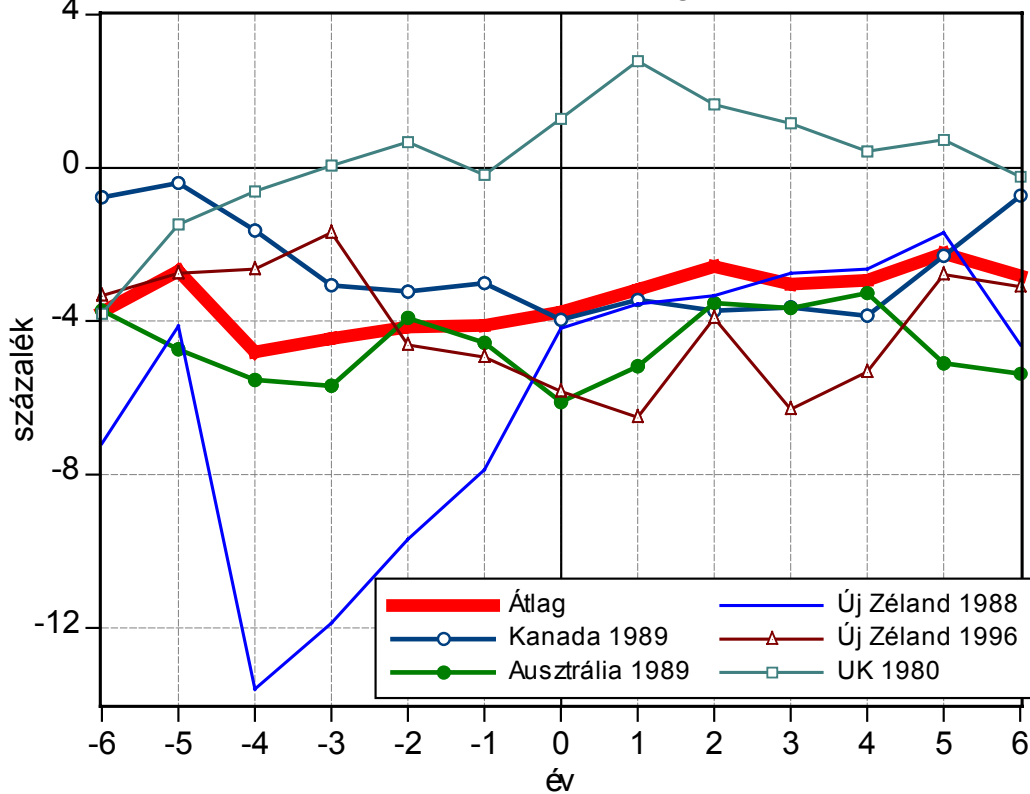
Export részarány/regió import - Ipari országok



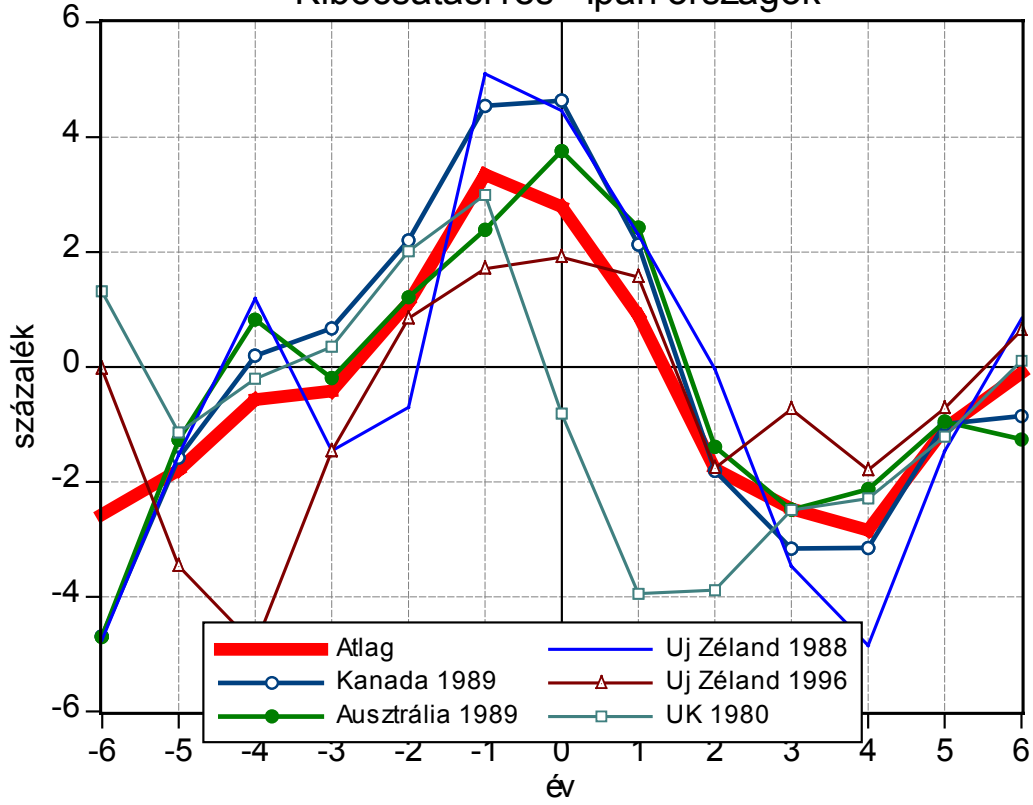
Államháztartási hiány/GDP - Ipari országok



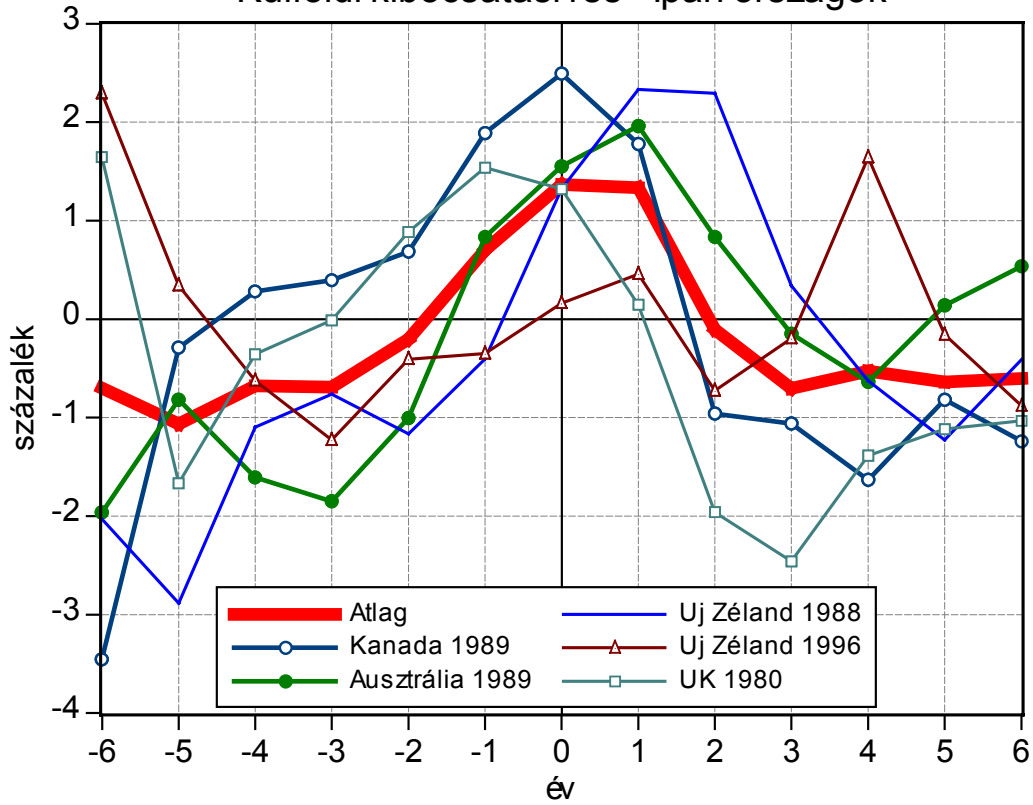
CA/GDP - Ipari országok



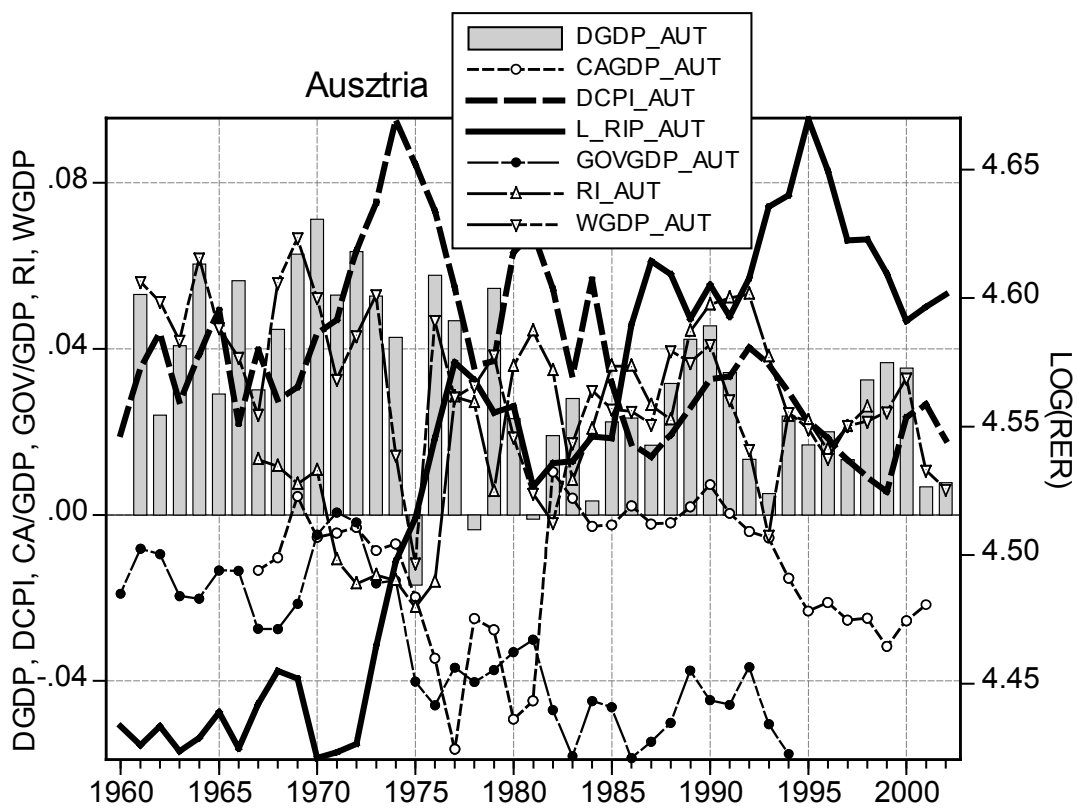
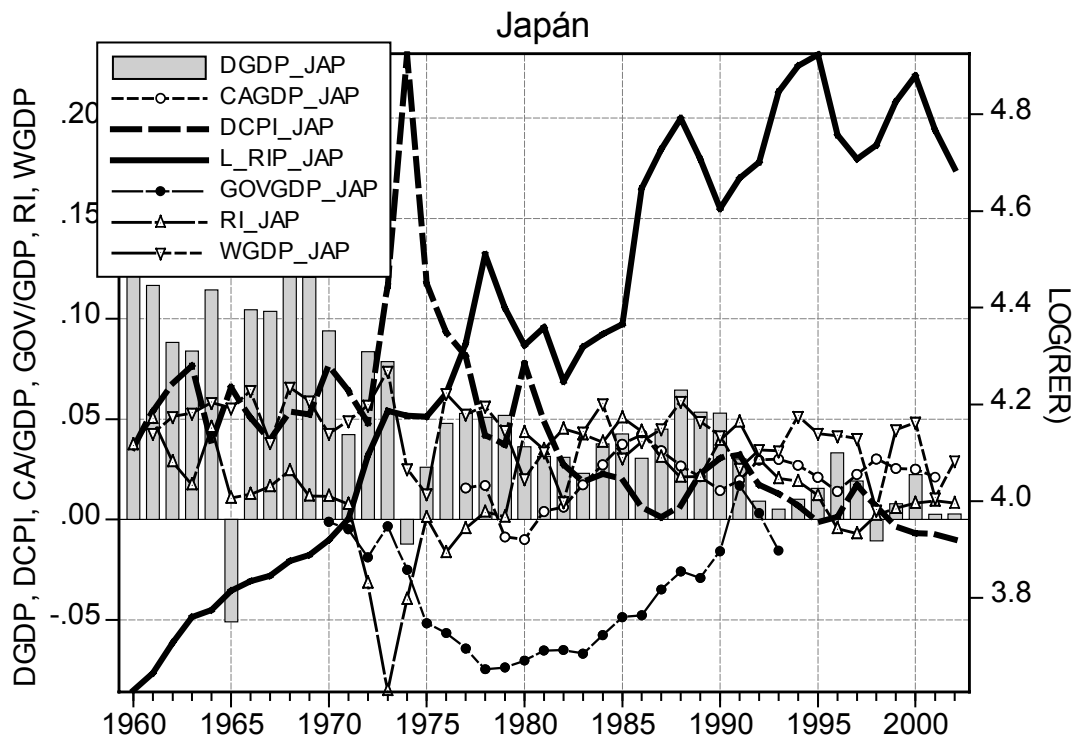
Kibocsátási rés - Ipari országok

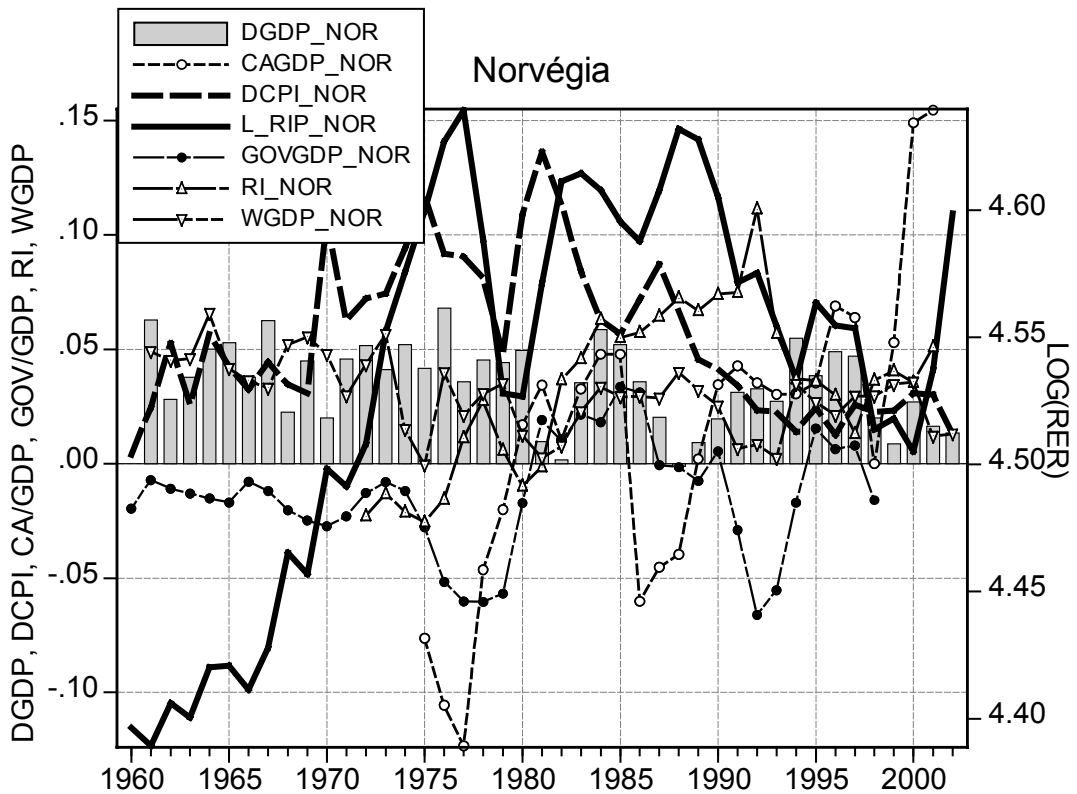
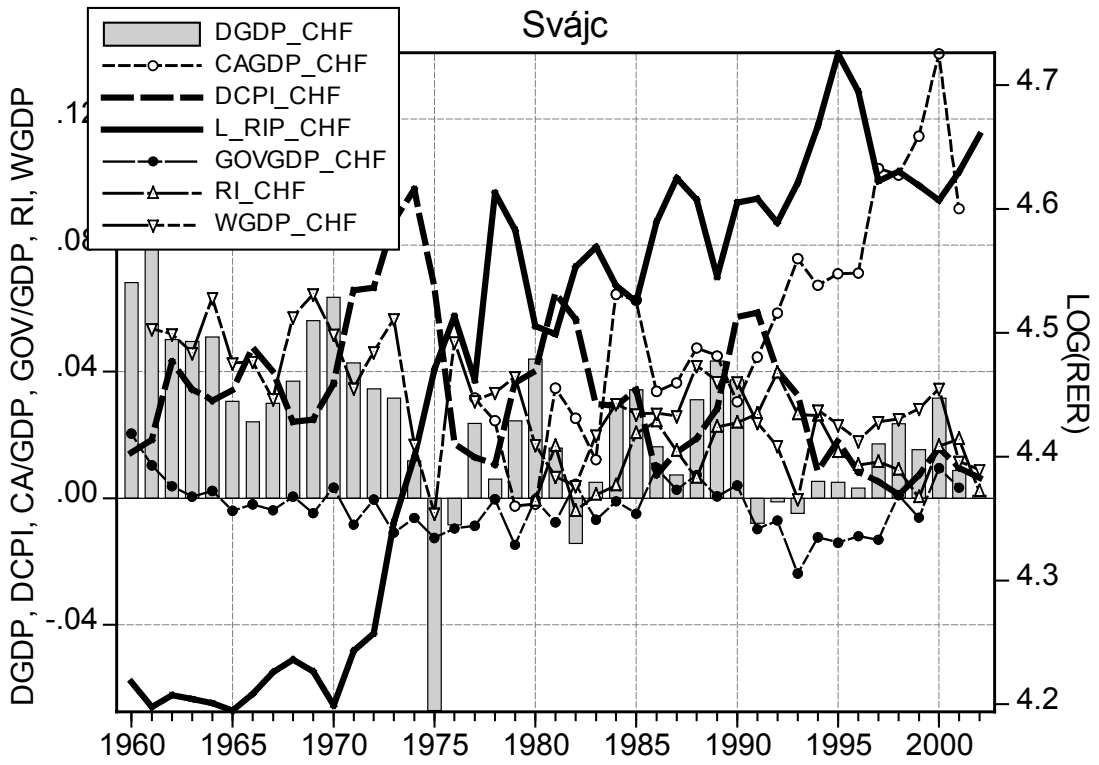


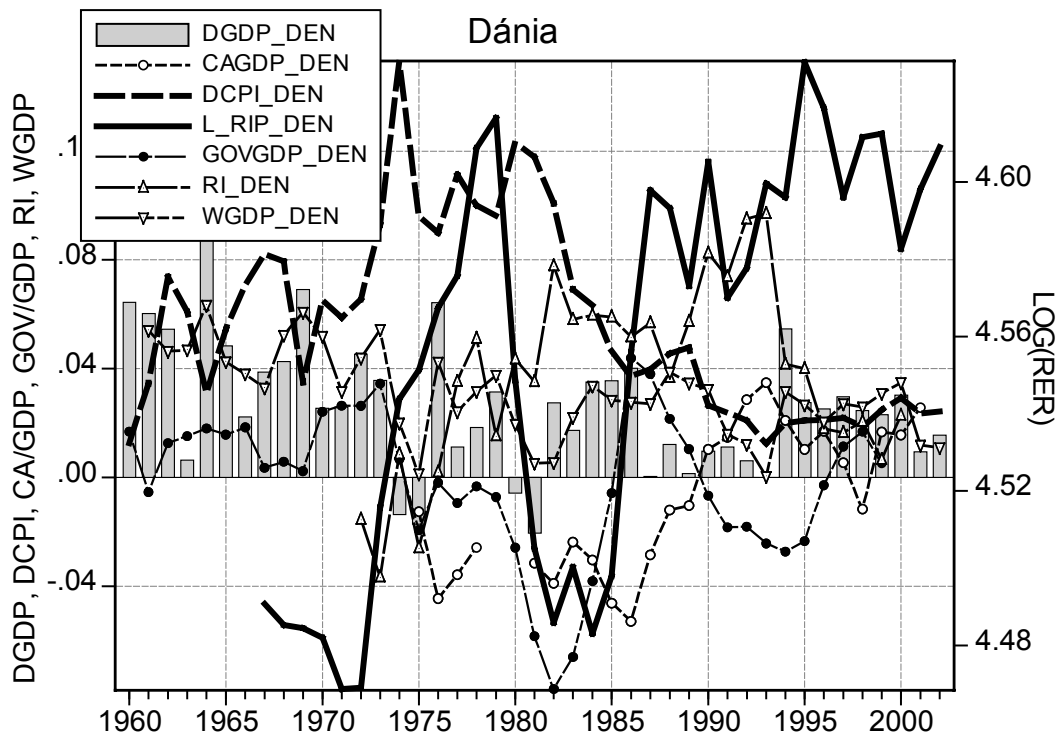
Külföldi kibocsátási rés - Ipari országok

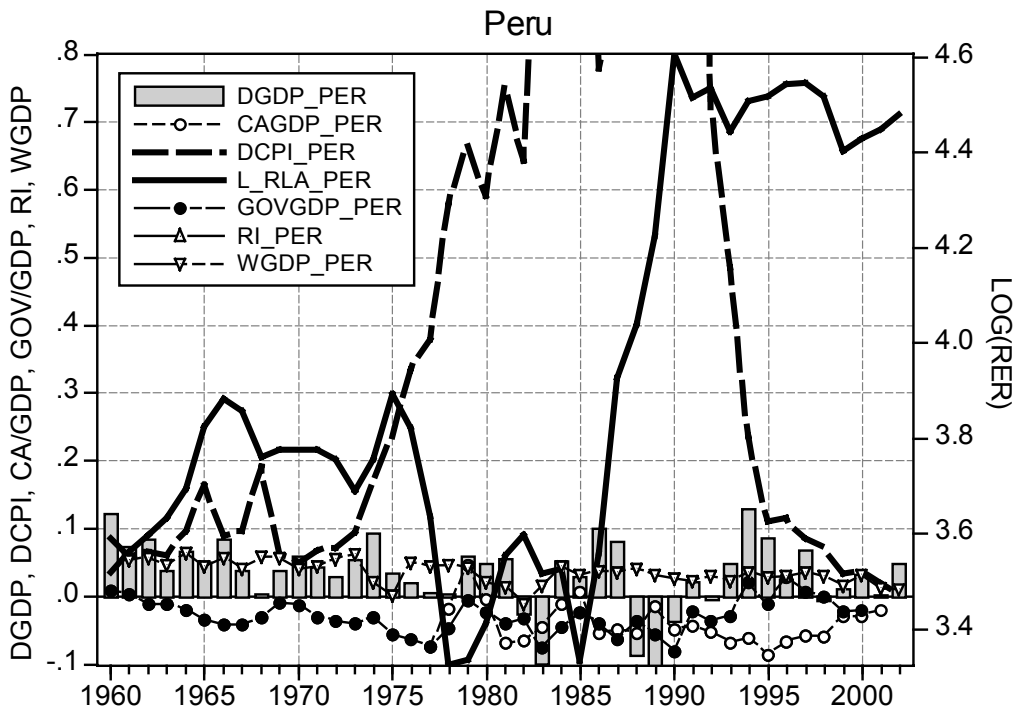
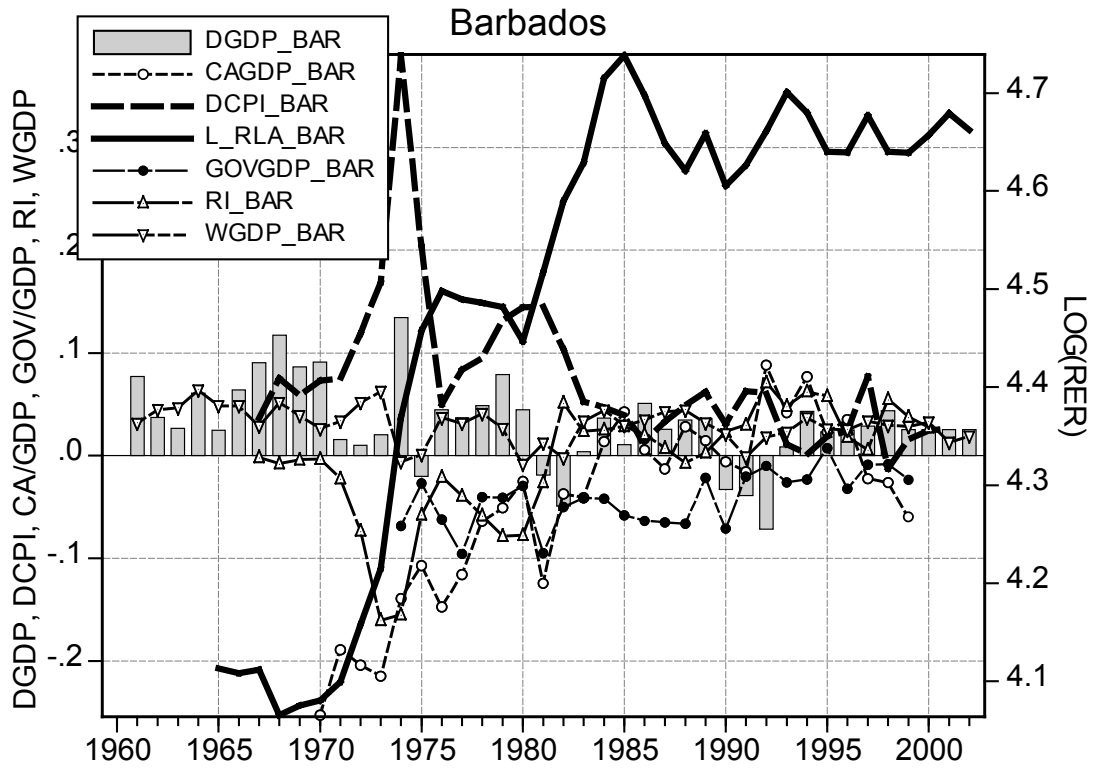


## 8. „D” FÜGGELÉK: TARTÓS FELÉRTÉKELŐDÉST MUTATÓ ORSZÁGOK MAKROGAZDASÁGI ADATAI

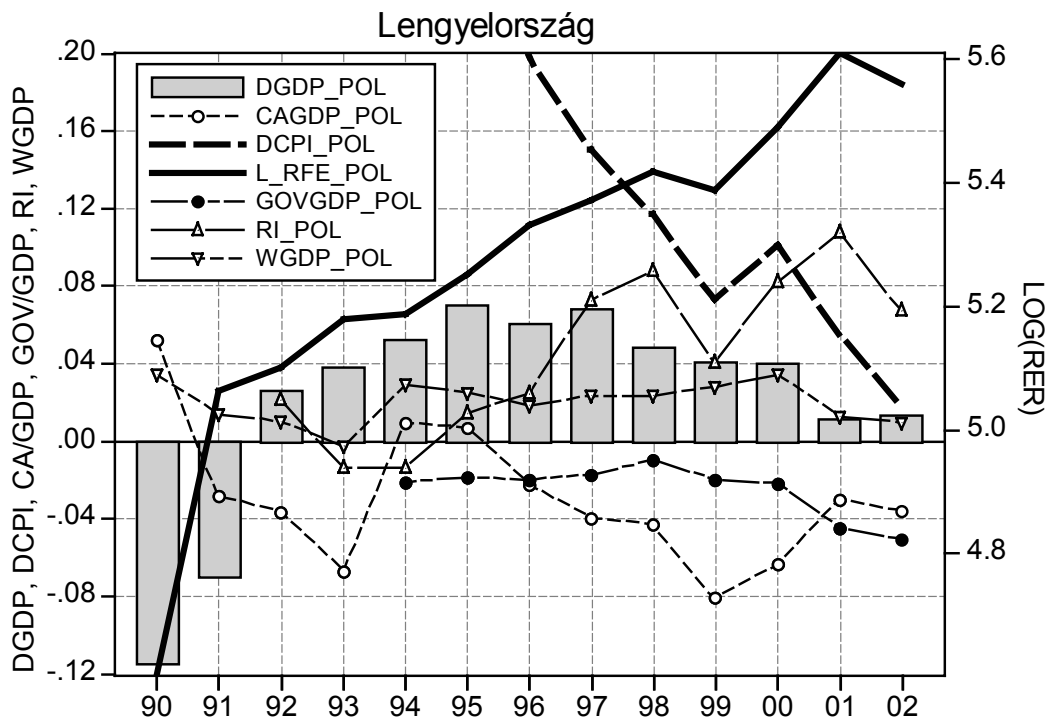
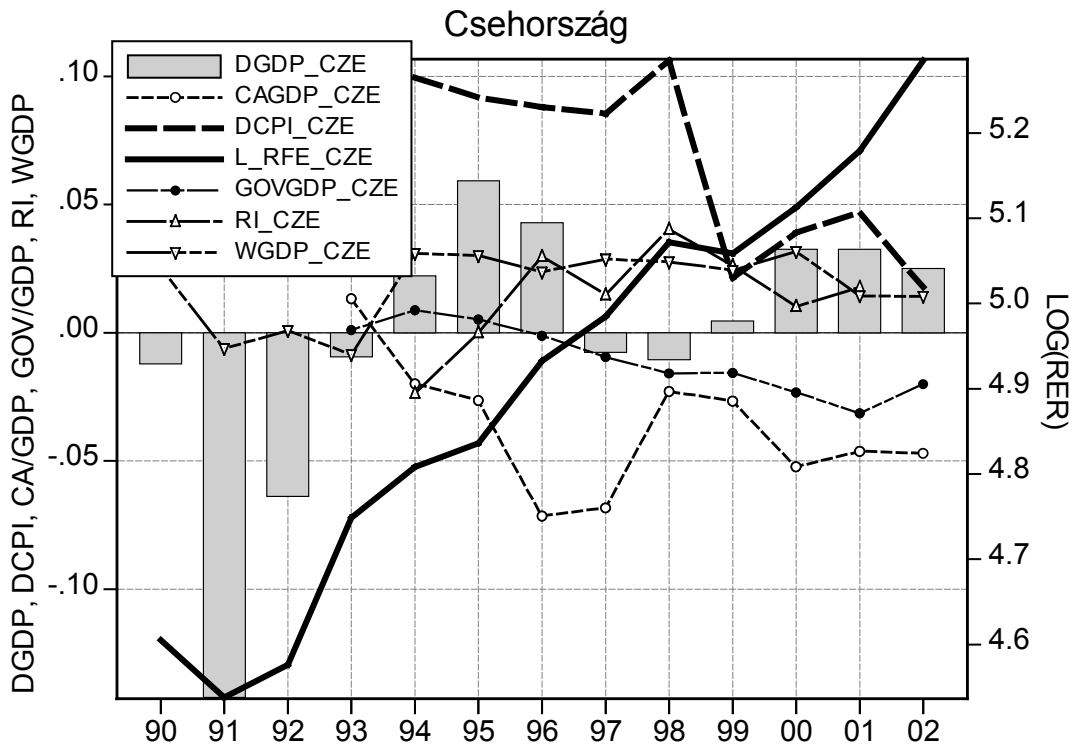












## 9. „D” FÜGGELÉK: A FELHASZNÁLT ADATOK ÉS A VIZSGÁLT ORSZÁGOK FELSOROLÁSA

### Felhasznált adatok

<b>Reál-effektív árfolyam</b> <b>REER</b> <b>L_RIP...</b> <b>L_RLA...</b> <b>L_RFE...</b> <b>L_RAZ...</b> <b>L_RAF...</b>	<p>A fogyasztói árindexek alapján a 24 legfőbb külkereskedelmi partnerrel szemben, a kilencvenes évek külkereskedelmi szerkezetét reprezentáló fix súlyrendszer alapján. Több ország számára is néhány fontos külkereskedelmi partnert azonban a kellően hosszú idősorok hiánya miatt figyelmen kívül kellett hagyni, mint például Braziliát, Kínát, Oroszországot, Hong-Kong, és a korábbi jugoszláv tagköztársaságok többségét. Az adatok forrása: árindex és árfolyam: IMF-IFS, külkereskedelmi termékforgalom (a súlyokhoz): IMF-Direction of Trade Statistics</p>
<b>Külső konjunktúra</b> <b>WGDP...</b>	<p>A külkereskedelmi partnerországok GDP növekedéseinek súlyozott átlaga. A súlyok azonosak a reálárfolyam súlyozásánál felhasználttal, azonban az ott kihagyott Brazília szerepel itt, mivel a GDP adatai rendelkezésre állnak.</p>
<b>Reálkamatláb</b> <b>RI...</b>	<p>A hátratekintő és az előretekintő reálkamatláb átlaga, amelyekhez az éves átlagos rövidtávú nominális kamatlábat (az országok többségében kincstárjegy hozam, néhánynál pénzügyi kamatláb) és az adott évi, illetve a következő évi fogyasztói ár inflációt használtam.</p>
<b>Infláció</b> <b>CPI...</b>	<p>A fogyasztói árindex éves átlagos változása. Forrás: IMF- IFS. 2003-ra vonatkozóan: Consensus Economic Forecast és Economist Poll of Forecasters (2003-as infláció a 2002-es reálkamatlábhoz szükséges)</p>
<b>Gazdasági növekedés</b> <b>GDP...</b>	<p>A GDP éves átlagos változása. Forrás: IMF- IFS. Néhány (...) ország adatának forrása: Világbank-WDI.</p>
<b>Kibocsátási rés belföldön (GAPHP) és külföldön (WGAPHP)</b>	<p>A GDP, illetve WGDP kumulált szintjének a logaritmusára illesztett Hodrick-Prescott trendtől való eltérés.</p>
<b>Folyó fizetési mérleg</b> <b>CAGDP...</b>	<p>A folyó fizetési mérleg egyenlegének a GDP-hez viszonyított aránya. Alapadatok (CA, folyó áras GDP, árfolyam) forrása: IMF- IFS. Néhány (...) ország adatának forrása: Világbank-WDI. A portugál adatok forrása a Banco de Portugal.</p>
<b>Államháztartási egyenleg</b> <b>GOVGDP...</b>	<p>Az államháztartás egyenlegének a GDP-hez viszonyított aránya. Alapadatok (folyó áras egyenleg, folyó áras GDP) forrása: IMF- IFS. Néhány (...) ország adatának forrása: Világbank-WDI.</p>
<b>Munkanélkülségi ráta</b> <b>U</b>	<p>Az adatok forrása: IMF- IFS, Világbank-WDI; Új Zéland 1980-84 közötti adatainak forrása: Reserve Bank of New Zealand; az Egyesült Királyság 1970-80 közötti adatainak forrása: National Statistics (UK)</p>

<b>Exportpiaci részesedés</b>	A főbb külkereskedelmi partnerek (Japán és Venezuela nélküli) összimportjában vagy régióból származó importjában való részesedéssel standardizált értékeinek átlaga, ahol az átlagolásnál a vizsgált ország export-súlyait használtuk. A csoportátlagok az egyes országok standardizált mutatóinak átlaga. Figyelembe vett célországok: USA, Japán, Németország, UK, Hollandia, Spanyolország, Franciaország. Alapadatok forrása: IMF - Direction of Trade Statistics.
-------------------------------	--

### A vizsgálatba bevont országok és a reálárfolyamuk rövidítése

	Afrika	Ázsia	Fejlődő EU	Fejlett	Közel Kelet	Latin-Amerika
Argentina						RLA_ARG
Australia				RIP_AUS		
Austria				RIP_AUT		
Bahamas, The						RLA_BAH
Bangladesh		RAZ_BAN				
Barbados						RLA_BAR
Belgium				RIP_BEL		
Bolivia						RLA_BOL
Brazil						RLA_BRA
Bulgaria			RFE_BUL			
Burkina Faso	RAF_BUF					
Burundi	RAF_BUR					
Cameroon	RAF_CAM					
Canada				RIP_CAN		
Chile						RLA_CHI
Colombia						RLA_COL
Congo, Rep.	RAF_CON					
Costa Rica						RLA_CRI
Cote D'Ivoire	RAF_COT					
Croatia			RFE_CRO			
Cyprus			RFE_CYP			
Czech Republic			RFE_CZE			
Denmark				RIP_DEN		
Ecuador						RLA_ECU
Egypt					RKK_EGY	
El Salvador						RLA_ELS
Estonia			RFE_EST			
Finland				RIP_FIN		
France				RIP_FRA		
Gambia, The	RAF_GAM					
Germany				RIP_GER		
Ghana	RAF_GHA					
Greece			RFE_GRE			
Guatemala						RLA_GUA
Haiti						RLA_HAI
Honduras						RLA_HON
Hungary			RFE_HUN			
Iceland				RIP_ICE		
India		RAZ_IND				
Indonesia		RAZ_INA				

Ireland				RIP_IRE		
Israel					RKK_ISR	
Italy				RIP_ITA		
Jamaica						RLA_JAM
Japan				RIP_JAP		
Kenya	RAF_KEN					
Korea		RAZ_KOR				
Latvia			RFE_LAT			
Lithuania			RFE_LIT			
Malaysia		RAZ_MAL				
Mauritius	RAF_MAU					
Mexico						RLA_MEX
Morocco	RAF_MOR					
Myanmar		RAZ_MYA				
Netherlands				RIP_NED		
Netherlands Antilles						RLA_NEA
New Zealand				RIP_NZL		
Nigeria	RAF_NIG					
Norway				RIP_NOR		
Pakistan		RAZ_PAK				
Panama						RLA_PAN
Paraguay						RLA_PAR
Peru						RLA_PER
Philippines		RAZ_PHP				
Poland			RFE_POL			
Portugal				RIP_POR		
Romania			RFE_ROM			
Russia			RFE_RUS			
Senegal	RAF_SEN					
Singapore		RAZ_SIN				
Slovak Republic			RFE_SLR			
Slovenia			RFE_SLO			
South Africa	RAF_SAF					
Spain				RIP_ESP		
Sri Lanka		RAZ_SRI				
Sweden				RIP_SWE		
Switzerland				RIP_CHF		
Thailand		RAZ_THA				
Turkey			RFE_TUR			
United Kingdom				RIP_UK		
United States				RIP_USA		
Uruguay						RLA_URU
Venezuela						RLA_VEN