

*TERBE KRISZTINA*

## **A FORINT ÁRFOLYAMÁNAK ALAKULÁSA A KILENCVENES ÉVEKBEN ÉS A CSÚSZÓ ÁRFOLYAMRENDSZER MAGYARORSZÁGON**

1946. augusztus elsején vezették be a forintot, akkor még az aranytartalom alapján egy dollár 11 forint 47 fillért ért. Ez az aranykorszak egészen 1968-ig tartott, amikor lerakták a most is érvényes árfolyamrendszer alapjait. Egy pótlékkulcs segítségével annyira növelték meg az induló árfolyamot, hogy az kifejezze a Magyarország és az Egyesült Államok fogyasztói árszínvonalainak a különbségét. Ekkor egy dollár 30 forinttal volt egyenlő.

Az 1973-as árrobbanást követően Magyarország ún. befelé forduló ország lett. Azaz azt gondolták, hogy az árrobbanás következményei nem lesznek tartósak, 2-3 éven belül rendeződnek a problémák.

Hazánk nem változtatott a gazdaságpolitikáján, magas növekedést irányoztak elő, miközben a cserearányok romlottak, termékeink iránti kereslet is erősen visszaesett.

Az ellensúlyozáshoz egyre több hitelt vettek fel, a forintot felértékelték, ártámogatásokat vezettek be, melyek a fogyasztói árak emelkedésének megakadályozását szolgálták.

Az infláció ettől függetlenül létezett, és a nyolcvanas évek elejétől a magyar gazdaság egyik legnagyobb problémája.

1968 és 1982 között rendszeresen felértékelték a forintot a dollárral szemben, hiszen a szocialista országok ekkor még csak minimális mértékű inflációt mutattak ki.

1981-82-ben elkerülhetetlenné vált a magyarországi árfolyamrendszer tényleges módosítása. A külön kereskedelmi és nem kereskedelmi árfolyam helyett egységes árfolyamot vezettek be. 1982-ben Magyarország az IMF tagja lett. Ez azzal is járt, hogy a gazdaság helyzetéről a korábbi adatoknál jóval valósabbakat kellett szolgáltatni. Ugyanis, ha ez nem történt volna meg, nem számíthatunk volna az IMF és a Világbank hiteleire.

A reális gazdasági viszonyok alapján a kormány kénytelen volt a forint árfolyamát többször leértékelní a konvertibilis valutákkal szemben. Hogy valutánk valóságos értékmérővé váljon, 1995 márciusáig közel harminc alkalommal történt devalválás.

## **A kilencvenes évek árfolyam-intézkedései (1. táblázat)**

A kilencvenes években az árfolyam-politika fő célja az infláció gyorsulásának megakadályozása, illetve a magyar export versenyképességének fenntartása.

A kelet-európai piac összeomlása, a rubelelszámolású rendszer megszűnése, a külkereskedelmi liberalizáció kiteljesedése jelentős termelési és exportstruktúra váltást kényszerített ki.

Az árfolyam-politikai döntésekben egyfelől arra kellett törekedni, hogy az inflációt ne fűtsék, másfelől viszont arra, hogy az export versenyképességét ne lehetetlenítsék el, a forint árfolyama az export növekedését ne akadályozza.

Az 1990. évi árfolyam-politika fő célja is a már említett célokban fogalmazódik meg, lényegében a forint reál effektív árfolyama éves átlagban változatlan maradjon.

A forintot az MNB a valutakosárhoz képest 16,1%-kal értékelte le. Ehhez járult hozzá a forintnak az US dollár más valutákkal szembeni gyengülése, azaz a valutapiaci keresztárfolyam-változások miatti leértékelődése. Összességében 1990-ben a forint nominál effektív értelemben 18,2%-kal volt leértékelt az 1989-es év átlagos szintjénél.

Az 1990. évi leértékelés inflációs hatása megjelenik ugyan a gazdaságban, de ez mégis úgy minősíthető, hogy az időben hozott árfolyamlépések, majd a további leértékelődésektől való tartózkodás hozzájárult ahhoz, hogy az infláció ne gyorsuljon tovább. (Az viszont tény, hogy a leértékelések ellenére a forint reál effektív értelemben felértékelt volt (2. ábra).

Az árfolyam-politikának szembe kellett nézni azzal a veszéllyel, hogy a gyorsuló áremelkedés a növekvő költségeken keresztül egyre erősebb leértékelési nyomást gerjeszt. Ha ennek engedve egyre nagyobb leértékelésre kerül sor, az az importárak növekedésén keresztül tovább gyorsítja az inflációt, megindul az ár-leértékelés-ár spirál.

Ez a veszély igen valós volt 1990-ben, különösen annak végén, amikor egyre erősödtek a leértékelési várakozások. E várakozásokkal szemben azonban a forintleértékelésére csak 1991. januárjában került sor 15%-os mértékben. Ezzel az inflációs várakozásokat sikerült lehűteni. Ennek következtében a november eleji 5,8%-os forint leértékelésre már különösebb leértékelési várakozás nélkül került sor.

Az 1992 előtti két-három évben az árfolyam-korrekciókra lényegében éves periodicitásban került sor. A központilag elhatározott nagyobb áremelkedésekre

rendszerint az évek elején került sor, ezekhez lökészerű leértékelések kapcsolódtak, amelyek az inflációs várakozásokat erősítették.

Mivel 1991 végéig az import és az árak liberalizációja csaknem teljessé vált, a lökészerű leértékelések indokoltsága is megszűnt.

A bankközi devizapiac bevezetése után - melyre 1992 közepén került sor - az árfolyam megállapításban egyre nagyobb szerepet játszanak a piaci hatások.

A bankközi devizapiac bevezetésének előkészítésére 1991. December 5-én néhány intézkedés történt. Az MNB ekkor áttért a nemzetközi gyakorlatban is alkalmazott tárgynapi árfolyamjegyzésre. Már nem a hatályba lépést megelőző, hanem a hatálybalépés napján délelőtt a devizapiacokon mutatkozó arányok képezik az aznapi árfolyamok alapját, és szombat, vasárnap nincs jegyzés, hiszen e napokon banki elszámolás sincs.

### *A valutakosár*

Egyidejűleg új forint-valutakosarat vezettek be. A valutakosár segítségével kerül megállapításra az árfolyam. A kosárban szereplő valuták száma, azok súlya évről évre változhat attól függően, hogy a külkereskedelmi forgalom devizaszerkezete hogyan alakul.

1991. decemberéig a magyar külkereskedelmi forgalom elszámolásának devizaszerkezete alapján eltérő, de legalább 1% súlyú külföldi fizetőeszközök kerültek a valutakosárba. 1990-ben például 11 pénznem, 1991-ben 9 pénznem szerepelt benne. Tehát a valutakosár összeállításának alapelve az export-import devizaszerkezet volt. Ennek fenntartása 1992-től a dollár súlyának jelentős megnövekedését eredményezte volna a nyugat-európai valuták rovására, pedig gazdaságpolitikánk tengelyében az Európai Unióhoz való közeledés áll. Ennek következtében 1991. december 9-től 50-50%-ban US dollár és ECU szerepelt a kosárban.

Ez a valutakosár egyrészt nagyjából megfelelt a külkereskedelem áruszerkezetének. Másrészt az európai valuták, és így az ECU is, a dollár ellen mozognak. Tehát kiküszöbölhetők a jelentős mozgások azzal, hogy a kosarat megfelelték, s ezáltal a nagy amplitúdókat is tompították.

1993. nyarán az Európai Monetáris Rendszer feszültségei szélsőséges árfolyam-ingadozásban nyilvánultak meg, az ECU helyét a valutakosárban a német márka váltotta fel.

1994. tavaszán az ECU stabilizálódott. Ekkor az MNB ismét megváltoztatta a valutakosár szerkezetét, 70% ECU és 30% US dollár súllyal stabilizálta a kosár összetételét.

1997. január elsejétől ismét módosult a kosár összetétele, és a német márka vette át az ECU szerepét. Az új európai fizetőeszköz, az euró 1999. január elsején tervezett bevezetésével az ECU is veszít súlyából. A változtatás indoklásához tartozik, hogy a nyugat-európai országok valutakosaraiban ritkán található meg az ECU.

Visszatérve az árfolyam-intézkedésekhez az 1992. évi forint leértékelés viszonylag kis mértékét több, alább ismert tényező tette lehetővé.

A külső pénzügyi helyzet 1992-ben kedvezően alakult, ezen belül a folyó fizetési mérleg aktívummal zárt, a működőtőke beáramlás továbbra is számottevő volt, a devizatartalékok jelentősen növekedtek.

A kivitel volumene a kelet-európai piac összeomlása miatti 1991. évi visszaesés után 1992-ben valamelyest nőtt, s elsősorban a fejlett piacgazdaságú országok felé történt a bővülés.

1992 folyamán a forintot a valutakosárral szemben összesen 7,9%-kal értékelték le.

A forint leértékelődésének inflációs hatása 1992-ben jóval kisebb volt, mint az előző évben. Elsősorban azért, mert a hivatalos leértékelések mértéke negyede volt az 1991. évinek. Másodszor, a nominál leértékelődés egy része a valutapiaci keresztárfolyam-változások hatására történt, tehát nem hivatalok árfolyamlépés volt. Harmadszor valószínűleg mérsékelte az inflációt, hogy a leértékelésre több, kisebb lépésben került sor.

Az év végére azonban az infláció lassulása megtorpant, a forint reál értelemben felértékelődött. Az 1993-ban felszínre törő problémák jelei ekkor már mutatkoznak.

1990 és 1993 között a nominális leértékelések azt a célt szolgálták, hogy a magyar gazdaság versenyképessége lehetőleg egyik évben sem romoljon. Ez a cél 1990-ben és 1992-ben megvalósult, de 1991-ben számottevőbb, 1993-ban pedig kisebb reál felértékelődés, azaz árversenyképesség-romlás következett be.

Ez alapvetően arra vezethető vissza, hogy az árfolyam-politika előterében az infláció megfékezésének szándéka állt. Az árfolyam-politika pedig nem volt elég körültekintő, amikor úgy határozott, hogy az inflációellenes harcot minden más cél elébe helyezi.

Ez a politika járult ugyanis hozzá ahhoz is, hogy az export növekedése nemcsak hogy lelassult, hanem maga az export 1993-ban az előző évi volumennek csak 83,2%-át tudta teljesíteni.

1992 közepére valószínűleg kimerültek azok a reálgazdasági tartalékok, melyek az export gyors növekedését alátámasztották. 1990-től nem csupán a külföldi tőke beáramlása járult hozzá a felértékelődés fenntarthatóságához, hanem több olyan reálgazdasági tényező is, melyek csak egyszeri hatásúak voltak. Ilyen a kelet-európai piac megszűnése, a nyugati beviteli korlátozások mérséklése. Ezek csak egyszeri hatást jelentettek a kivitelre nézve, nem volt várható tőlük az export további bővülése, 1993-ra kiégtek ezen tényezők.

Az 1993. évi árfolyam-politika célja reálfelértékelés helyett a szintentartás volt. Azaz olyan mértékű leértékelések, melyek kiegyenlítik a magyar gazdaság és a fő partnerországok inflációs rátája közötti különbséget.

Az év folyamán a jegybank több, de kisebb mértékű leértékelést hajtott végre. A jelentős kereskedelmi-mérleg romlásban, s az abból adódó folyó fizetési mérleg hiányban ugyanis szerinte több átmeneti, külső tényező is szerepet játszott, amelyekre az árfolyamnak nincs hatása. Ilyen volt például a jugoszláv embargó, vagy a nyugati országok recessziója.

Azzal érvelt az MNB, hogy azért nem hajt végre jelentős mértékű leértékelést, mert az számottevően nem javítaná a kereskedelmi és fizetési mérleget, viszont elősegítené az inflációs folyamatok felgyorsulását. Ezzel szemben a kisebb lépésekben végrehajtott árfolyam-korrekciók az inflációs hatást minimalizálják, emellett a leértékelési várakozásokat és spekulációkat is elkerülhetővé teszik.

1992 utolsó negyedében és 1993 első felében a forintnak 4-8%-os reál felértékelődése következett be (2. ábra). Az 1993. februárjában bekövetkezett 1,9, és márciusi 2,9%-os leértékeléshez fűzött hivatalos magyarázat a keresztárfolyamok nemzetközi valutapiacra történő változásaira és a német márka gyengülésére hivatkozott.

Ezen magyarázattal azonban egyes szakértők nem értettek egyet. Ugyanis a keresztárfolyamok változásai nem indokolják a valutakosárral szembeni leértékelést. Hiszen a valutakosár arra való, hogy csupán a keresztárfolyamok módosulásai ne idézzenek elő változást a forint értékében. Ha mégis ez bekövetkezik, akkor a megoldás nem a forint leértékelése, hanem a valutakosár összetételének megváltoztatása.

*A leértékelés szükségességének kérdései*

1992-93 folyamán viták alakultak ki arról, hogy szükség van-e jelentős mértékű leértékelésekre vagy sem.

A piacgazdaságra való átmenet előkészítése során a közgazdászok egyetértettek abban, hogy elengedhetetlenül szükséges az import iránti túlzott belföldi keresletet megszüntetni ahhoz, hogy a makrogazdasági egyensúly kialakulhasson.

Számos tapasztalat szerint a fizetési mérleg importliberalizáció miatti megállíthatatlan romlását csak az árfolyam reál értelemben jelentős leértékelésével lehet elkerülni.

Bár a forintot többször leértékelték, reál értelemben mégis felértékelődött (2. ábra).

A Nemzetközi Gazdasági Kapcsolatok Minisztériuma, mely a kormányon belül a kereskedelempolitikáért volt felelős, hangsúlyozta, hogy felértékelés helyett leértékelésre lett volna szükség. Ugyanis a leértékelés nyereségesebbé teszi az exportot és az importhelyettesítést is, a behozatalt pedig megdrágítja, ezáltal javítja a kereskedelmi mérleg egyenlegét és növeli az exportteljesítményt.

Ezzel szemben az MNB képviselői a következőkkel érveltek:

1. Nincs szükség nagyobb leértékelésekre, mivel Magyarország külkereskedelmi teljesítménye a várakozásoknál sokkal kedvezőbb: a fejlett országokba irányuló export 1989-ben 9,1%-kal, '90-ben 12%-kal, '91-ben 21,7%-kal nőtt.
2. A forint reálfelértékelődése fékezi az inflációt és az ország összes politikai irányzata egyetért abban, hogy az infláció ütemének csökkenése az egyik legfőbb gazdaságpolitikai célkitűzés.
3. A forint feketepiaci árfolyama nem sokkal magasabb a hivatalos árfolyamnál sem belföldön, sem külföldön.
4. A jelentős külföldi tőkebeáramlás azt mutatja, hogy a befektetők azt az árfolyamot, melyen a behozott tőkájüket, illetve a kivitt nyereségüket átváltják, megfelelőnek tartják.

Az MNB érveire a következő ellenérvek születtek, melyek nem tartják megalapozottnak az MNB kijelentéseit:

- A kereskedelmi mérleg javulása keveset mond arról, hogy helyes-e az árfolyam, ha a behozatal a termelés visszaesése miatt csökken és a kivitel akkor is nő, ha veszteséges. 1992 végére, 1993 elejére kiderült, mint azt már korábban említettem, hogy a fejlett országokba irányuló export növekedése csak átmeneti jelenség volt, kimerültek azok a tartalékok, melyek a látványos exportnövekedést alátámasztották.

- A leértékelés növeli az exportáló és importot helyettesítő vállalat nyereségét, egyúttal segíti a vállalatok túlélését. Ezáltal csökken, vagy legalábbis lassabban növekszik a munkanélküliség, több idő és lehetőség van az új helyzethez való alkalmazkodásra.
- A valuták feketepiaci árfolyama sem mond sokat, mivel a forint de facto konvertibilis (szükséges az előírt engedélyek megszerzése, de ezt minden kötöttség nélkül megadják, viszont az állam nem deklarálja a nemzeti valuta átválthatóságát) a kereskedelmi forgalomban. Még a nyolcvanas években a feketeárfolyam 10-30%-kal volt magasabb a hivatalosnál, 1990-től ez a különbség csökkenni kezdett.
- Az a tény, hogy a közép- és kelet-európai országok közül Magyarországra jött a legtöbb külföldi tőke, még nem jelenti azt, hogy a valutaárfolyam színvonala helyes. Amit közvetlen külföldi tőkebefektetés címén tartottak nyilván, nagy része valójában a kereskedelmi bankoknál elhelyezett rövid lejáratú betét volt. Becslések szerint ezeknek csak kis részét fordították a berendezések modernizálására, technikai fejlesztésre. A külföldi befektetőket valószínűleg a viszonylag magas kamatlábak vonzották. Tehát a tőkebeáramlás nagy része a pénztömeg bővítése révén hozzájárult a forint reálfelértékelődéséhez.

Mivel az MNB devizatartalékai nőttek, úgy vélték, hogy minden rendben van a forint árfolyamával. A tartalékok növekedése 1992-ben azonban csökkenni kezdett. A tőkemérleg többletének jelentős része könnyen elillanó rövidlejáratú betétből állt, amely a gazdaságpolitika változásaitól függően épp oly gyorsan eltűnhet, mint amilyen gyorsan keletkezett. A külföldi befektetők célja általában az, hogy minél rövidebb idő alatt minél nagyobb kamatbevételre tegyenek szert. Rövid távon ugyan a tőkebeáramlás enyhítheti az adósságterheket, hosszabb távon viszont azt az áruforgalmot, a szolgáltatásokat és a turizmus többlete fedezheti csupán.

Oblath Gábor arra a veszélyre is figyelmeztet, hogy a kereskedelmi mérlegnek a tőkebeáramlás és a recesszió okozta többlete miatt egy "árfolyam léggömb" alakulhat ki. A mesterségesen felfújott (túlértékeltté váló) árfolyamok "szétpukkanhatnak", mely a forint külső értékének zuhanását jelentheti, súlyos inflációs következményekkel járhat. Maga a reálfelértékelődés pedig csökkenti a termelők versenyképességét, ami visszavetheti a külföldi tőkebeáramlást is.

Hárshegyi Frigyes 1993. májusában azt nyilatkozta, hogy a jegybanknak nem az a fő feladata, hogy leértékeljen a szükséges mértékig, ez csak közvetett feladat. A lényeges az, hogy "a kibocsátott pénz értékét megőrizze" az MNB.

"Az árfolyam és kamatpolitikában nem lehet két utat követni." Ugyanis, ha a kormány gazdaságpolitikájának az a célja, hogy a kamatokat csökkentse - mely viszonylag alacsony inflációs rátát feltételez-, akkor ez nem fér össze az inflációt gerjesztő leértékeléssel "egyik-másik export veszteségessége miatt".

Egyes szakértők azonban már 1993 elején megkondították a vészharangot. Az export növekedési üteme jelentősen csökkenni kezdett, a kivitel kifulladásra látszott, a versenyképesség javítására tenni kellett valamit.

*Tekintsük végig, hogy helyes volt-e a reálfelértékelő árfolyam-politika, illetve szükséges lett volna-e jelentős leértékelés!*

Az exportban érdekelt vállalatok mindig a leértékelés mellett foglalnak állást, hiszen változatlan devizaárbevétel esetén több nemzeti valutabevétélhez jutnak. A hazai piac védelme szintén reál leértékelést kíván, ugyanis leértékelés után számítani lehet az import visszaesésére. Természetesen, ha nagymértékben dominálnak az importban alapvető nyersanyagok, egyéb létfontosságú termékek, akkor az ártól függetlenül azok behozatalára sor kerül.

A fizetési mérleg rövid távú egyensúlyának javítása is a reálleértékelés mellett szól. (De a Nemzeti Bank szakértője, Baár Józsefné pont ezt kifogásolja, hogy csak nagyon időleges, rövid távon javíthatja az exportot és a fizetési mérleget.)

Ha a másik oldalt nézzük, akkor a lakosság többnyire leértékelés ellenes. Mindenki tudja, hogy a nagy év eleji áremelkedések és a leértékelések egymás után következtek be.

A kormány és a jegybank inflációellenes politikája is reálfelértékelést kíván meg, hiszen a leértékelés az infláció felgyorsulásához vezethet.

Ha a termelési szerkezet korszerűsítése van napirenden, az szintén felértékelő árfolyam-politikát indokol, így ugyanis az importőrök járnak jobban, s az országba korszerűbb gépek, berendezések kerülhetnek.

Lényeges ok a reálfelértékelésre, ha a tényleges árfolyam viszonyát vizsgáljuk a vásárlóerő-paritáshoz képest, és azt tapasztaljuk, hogy a hazai valuta ehhez képest leértékelt.

A felértékelő árfolyam-politikát támogatók közül sokan úgy vélik, hogy az üzletemberek, szakemberek túl sokat várnak a forint leértékelésétől. Így az export lényeges javulását, felgyorsulását, a külső egyensúly tartós biztosítását, a gazdaság élénkülését, sőt még a foglalkoztatás javulását is.

A közgazdaság-tudomány azonban jóval óvatosabb ezen várakozásoknál. A leértékelés ugyanis ott javasolt, ahol az egyensúlytalanság nem tartós, külső

okokra vezethető vissza, ha az exportálható termékek gyártása gyorsan növelhető, és ha a leértékelés kevésbé fenyeget az infláció felpörgésével.

Így nálunk elvileg nem alkalmazható a leértékelés, vagy ha mégis, akkor csak átmeneti, mérsékelt javulás várható, de emellett az infláció felpörgésével is számolni kell. A devalváció ott jó döntés, ahol igaz, hogy egyensúlyhiány van, de a termelési szerkezet korszerű és a minőség is jó.

Másrésről viszont a felmérések azt is igazolják, hogy az exportőrök panasza érthető, jogos, azaz az export sokszor nem gazdaságos. Az alacsony exportárak az eladósodottság, az elavult termelési és áruszerkezet, a kifogásolható minőség, a gyenge marketing munka stb. tényére vezethetők vissza. Ha a forint leértékelt, olcsóbban lehet külföldön eladni, és ha exportáraink nyomottak, akkor csak leértékelés mellett folytatható export.

Ebből az ördögi körből pedig nagyon nehéz kitörni.

A szerkezeti átalakulás, az értékesítési tevékenység javítása távlatilag fokozatos reálfelértékelést igényel. Ez a stratégia összhangban van az antiinflációs politikával is.

Azonban mindezek mellett a sikeréhez szükséges a beruházási tevékenység támogatása, valamint a világpiacon versenyképes, vagy azzá tehető ágazatok és vállalatok felfuttatása. A beruházások élénkülése azonban nem lesz sima folyamat, hiszen az átlagos profitráta nagyon alacsony, a hitelkamatok pedig nagyon magasak.

*Összefoglalóan* megállapítható, hogy amennyiben a legfőbb cél, hogy a folyó fizetési mérleget egyensúlyban tartsák, akkor a folyamatos leértékelés politikája az indokolt, mivel az segíti az export bővülését és fékezi az import növekedését. Ha azonban a gazdaságpolitika fő célja az infláció megfékezése, akkor a reálfelértékelés azzal az előnnyel járhat, hogy nem alakul ki az áremelkedés-devalválás-áremelkedés spirál és a reálfelértékelés lehűtheti az inflációs várakozásokat.

Úgy néz ki, hogy rossz és kevésbé rossz között dönthetünk. Hogy a leértékelés vagy a felértékelés mellett foglalunk állást, illetve, hogy melyik a helyes lépés, a feltételektől, adottságoktól, a gazdaságpolitika más eszközeitől függ.

Magyarország a leértékelés mellett foglalt állást. Később ismertetem részletesen a csúszó leértékelés hatásait, de előljáróban annyit, ha fenn tudjuk tartani a csúszó árfolyamrendszert, akkor talán megtaláltuk a kiutat az infláció csökkenéséhez, és egyben az export versenyképessége sem fog romlani.

## **Az árfolyam szerepe az árindexekben**

Tapasztalat szerint, ha az árfolyamszint megváltozik, a hazai ipari árak azt meglehetősen gyorsan követik.

A nemzetközi versenyképesség mérésére legelterjedtebb módszer a vásárlóerő-paritás fogalmán alapul. A nominális árfolyamváltozást kell módosítanunk az összehasonlításban szereplő két ország valamely aggregált (termelői, fogyasztói vagy GDP) árindexének arányával, hogy megkapjuk a reálárfolyam-indexet. Ha a viszonyítási alap egy országcsoporthoz, akkor beszélünk reál effektív árfolyamindexről.

Az ipari termelői árindexben igen nagy súlya van az energiaáraknak és a valutaárfolyamnak. Reálfelértékelő politikával és az energiaárak mesterséges leszorításával jó ipari árindex statisztikát lehet létrehozni, ami azonban csak időleges lehet. Az árfolyamot előbb vagy utóbb ki kell igazítani, az energiaágazat jövedelmezőségét helyre kell állítani. Ilyen aránytalanság jött létre 1992-93-ban, amit azután az 1995. évi kiigazítás követett. 1993-94-ben a gazdaságpolitika nem tartotta kézben sem az energiaárakat, sem a valutaárfolyamot. Az elhalasztott intézkedéseket 1995-ben kellett meghozni: a valutát leértékelni, az energiaárakat emelni.

A fogyasztói árindexben az árfolyam és az energia súlya jóval kisebb, ezért kevésbé érzékeny az ilyen kilengésekre. Ez az oka annak, hogy a két "kiigazítási évben", 1991-ben és 1995-ben az ipari termelői elérte a fogyasztói árindexet, annak ellenére, hogy a többi évben nagy különbséggel alatta maradt.

A GDP árindexben az árfolyamnak csak minimális szerepe van. A fő meghatározók a bérek és a profitok. Ezek azok a tényezők, amelyek az infláció ütemét hosszútávon meghatározzák.

Magyarországon kétféle reálárfolyamra volt szokás hivatkozni. Az egyiket az ipari belföldi értékesítési árindexből (MNB), a másikat a fogyasztói árindexből (IMF) számítják. 1994-től azonban az MNB a relatív bérköltségek összehasonlítása alapján is kiszámítja a reálárfolyam-indexet.

Nemzetközi összehasonlításban fogyasztói árat csak akkor alkalmaznak, ha fejletlenebb országról lévén szó, vagy nincs termelői árstatisztika, vagy ha van, még megbízhatatlanabb, mint a fogyasztói ár.

Az aggregált indexekre alapozott mutatók akkor nem vezetnek félre, ha nincs különbség az egyes országok nem kompetitív szektorainak technikai fejlődési üteme között. Ez természetesen túl kemény feltevés.

Így a különbözőképpen számított reálárfolyam-indexek együttes elemzése csak kiindulópontja lehet az árfolyam-politikai intézkedéseknek. Nincs olyan mutató tehát, melynek segítségével az árfolyam-politikát változtatva teljes biztonsággal meg tudnánk állapítani, hogyan fog változni a versenyképesség mértéke, és milyen irányú lesz a változás.

## **A csúszó árfolyamrendszer Magyarországon**

### *A bevezetés előzményei*

A csúszó árfolyam tulajdonképpen azt jelenti, hogy az árfolyamot előre nyilvánosságra hozott időközönként és mértékben leértékelik. Ez a rendszer a rögzített és lebegő árfolyam-politika előnyeit próbálja ötvözni. Olyan országban célszerű alkalmazni, ahol az infláció viszonylag magas.

A rendszer mérsékelheti a belföldi kamatszintben az árfolyam-kockázati felárat, a fizetési mérleg spekulációs torzításait, a leértékelési és inflációs várakozásokat, a reálárfolyam ingadozását és a gazdasági szereplők bizonytalanságát.

1995 elején az újra felerősödő árfolyam- és inflációs várakozások halaszthatatlanná tették olyan intézkedések meghozatalát, melyek a stabilizációt szolgálták.

A korábbi évek megtakarításait befolyásolták a gazdaságban időről-időre felbukkanó, megerősödő inflációs-, kamat- és leértékelési várakozások. Ezek különösen 1994 közepétől rendkívül erőssé váltak. Hatásukra a vásárlások növekedtek, és jelentőssé váltak a rövidtávú kamat- és árfolyam-spekulációk. Ezek pedig egyértelműen a hosszú távú befektetések ellen dolgoztak. A márciust megelőző árfolyamrendszerben a forint ellen volt érdemes spekulálni. Az exportőrök az ellenértékként kapott devizát minél később akarták forintra váltani, ugyanis a leértékelések mértéke általában magasabb volt, mint a forintbetétek kamatai. Ugyanígy a lakosság is devizára kívánta váltani forintját. A spekulánsok számára a kockázatot az jelentette, hogy a leértékelés szintje alacsonyabb a forintkamatok szintjénél. Az, hogy a forint esetleg felértékelődik nem volt valós veszélyforrás.

A program meghirdetése előtti időszakban a jegybank és a kormány ugyan többször leértékelte a forintot, de két leértékelés között az árfolyam fix maradt. Ebből az a probléma adódott, hogy bár a nominális leértékelések megtörténtek, a forint mégis reálfelértékelt volt. Különösen szembetűnő ez 1991-92-ben. A másik probléma, a már említett spekulációk elterjedése volt. Mivel senki sem tudta mikor számíton leértékelésre az egész árfolyam-politika kiszámíthatatlan volt.

### *A rendszer célja*

A versenyképesség helyreállítása, fenntartása, az inflációs- és leértékelési várakozások csillapítása, ezen keresztül a forint elleni spekuláció lehűtése és az egész gazdaságpolitika szavahihetőségének megteremtése volt a fő törekvési irányvonala a csúszó leértékelés létrehozásának.

### *A rendszer felépítése*

A csúszó leértékelés bevezetése egy jelentős mértékű egyszeri leértékeléssel indul. Általában ezzel a korábban bekövetkezett versenyképességromlást kívánják kiigazítani. Ennek a leértékelésnek a mértékét főleg a reálfelértékelődés határozza meg. Magyarországon a kiinduló egyszeri leértékelés 9% volt március 13-án.

A rendszer másik fontos eleme az előre bejelentett csúszás mértéke. Szintén körültekintően kell meghatározni, mert egyszerre kell "reálisnak és ambiciózusnak" lennie. Reálisnak, hogy be tudja tölteni a funkcióját, segítsen visszaállítani a versenyképességet.

Másrészt a csúszás mértékét úgy kell meghatározni, hogy az az idő előrehaladtával egyre csökkenjen, és persze segítsen az inflációs várakozások lehűtésében. 1995 első félévének végéig havi 1,9%, a második félévben 1,3%, 1996-ban pedig 1,2% volt a leértékelés üteme.

A csúszó árfolyamrendszer harmadik tényezője az árfolyam körüli intervenciós sáv. Az árfolyam az állam által meghatározott intervenciós pontok között szabadon mozoghat a piaci hatásoknak megfelelően. Ha azonban az árfolyam túllépne a sávon, azt a jegybank devizaeladással, illetve vétellel megakadályozza. Például, ha az árfolyam a sáv felső részéhez áll közel, ez azt jelenti, hogy a valuta leértékeltébbé válik, a központi bank pedig folyamatos devizaeladásra kényszerül.

Ha a sáv túl széles vagy asszimmetrikus, akkor a csúszó leértékelésbe vetett bizalom csökkenhet. A sáv szélességének megállapításakor tehát kompromisszumot kell keresni a rugalmasság és a hihetőség között. Ahogy a csúszás mértéke csökken, úgy a sáv szélessége növekedhet. Magyarországon a jegybank 1994-ben módosította az intervenciós sávot. Az addigi  $\pm 0,5\%$ -ról augusztusban  $\pm 1,25\%$ -ra, majd decemberben  $\pm 2,25\%$ -ra szélesítette. Mindezt azért, hogy a piaci hatások erőteljesebben érvényesüljenek.

#### *A csúszó leértékelés eredményei*

Sikert jelent, hogy mindaddig sikerült tartani az előre meghirdetett árfolyamot. Mérséklődtek a forint leértékelésére vonatkozó várakozások, megszűnt a spekuláció a forint ellen. Ezt mutatja az, hogy 1995 márciusáig a bankközi devizapiacra a forint árfolyama az MNB intervenciós sávjának felső részéhez tapadt, így a jegybank devizaeladásra kényszerült, viszont márciustól az intervenciós sáv alján helyezkedik el.

A spekulánsok most már kétféle kockázatot vállalnak. Az egyik az, amikor valamilyen rendkívüli ok miatt a hatóságok a bejelentett mértéken túli leértékelésre kényszerülnek. A másik, amikor az alsó intervenciós pontról a forint árfolyama felemelkedik, vagyis leértékelődik, természetesen a sávon belül.

A kezdő leértékelés és az azt követő folyamatos leértékelés együtt igen nagyarányú nominális leértékelést eredményezett. 1995-ben a valutakosárral szembeni leértékelés, mely éves átlagban  $26,9\%$ , valamint a külkereskedelmünkben fontos országok valutáival szembeni dollárgyengülés forintleértékelő hatása következményeként  $30,8\%$ -os nominál effektív forintleértékelődés történt. Tehát az inflációt meghaladó nominál leértékelés ment végbe, mely javította a termelés versenyképességét.

A leértékelés eredményesen járult hozzá, hogy az inflációs várakozások ne erősödjenek fel. Ugyanakkor az előbb említett nagyarányú leértékelés kétségtelenül táplálta az inflációt, szerepe volt abban, hogy a fogyasztói árnövekedés elérte a  $28\%$ -ot (2. tábla). Azonban az intézkedések nagy része csak egyszeri infláció növelő hatású, emellett kiszámíthatóbbá váltak a folyamatok. 1996-ban az infláció pedig már csökkent.

A forint hozamok előnye és a kiszámítható leértékelés együttesen azt eredményezte, hogy mindkét határidős devizatőzsdénken a deviza ellenében történő forintkonverzió növekedett.

Az árfolyam-intézkedések és a 8%-os import vámpótlék bevezetése következtében az import drágult, s így az importtermékek behozatala lefékeződött.

Az importkereslet csökkentése azonban differenciáltan történik, ugyanis visszatérítik a vámpótléket azoknak, akik a behozott, terméket exporttermelésre használják fel. Ezzel is segíteni kívánják az export növekedését. Az export egyébként elindult a növekedés útján. 1995-ben az előző évhez képest 20%-kal növekedett.

### *A csúszó leértékelés veszélyei*

A legnagyobb veszély, ami egy ilyen bizonytalan környezetben a rendszert és a kiigazítást fenyegeti az, hogy nem sikerül az államháztartási hiányt és annak finanszírozási igényét lefaragni, illetve ha nem sikerül kellő mértékben a bérköveteléseket visszatartani. Tehát a költségvetési hiány és a reálbérek visszaszorításának felpuhulásában rejlik a veszély az árfolyamrendszer tekintve.

Szintén veszélyes lenne, a rövid lejáratú betéti kamatok túl korai csökkentése. Ez tőkekiáramlást okozna és leértékelési nyomást gyakorolna a forintra.

Ha a leértékelési mértékek beépülnek a gazdasági szereplők várakozásaiba, és ezekhez egy puha monetáris és fiskális politika kapcsolódik, akkor megnehezedik, esetleg ellehetetlenül az antiinflációs politika. Megfelelően szigorú intézkedések kellene ahhoz, hogy ne alakuljon ki a forint reál-felértékelődése, és az inflációs spirál.

Mint már említettem az inflációs várakozások lehűtésében jelentős érdeme van a csúszó árfolyamrendszernek, megszakítja az önerősítő folyamatokat. Ez az előnye azonban veszélyé válik, ha bevezetése előtt nem körültekintően járnak el, az inflációs várakozásokat nem jól becsülik meg.

Ha ugyanis mérséklődő inflációs és leértékelési várakozással van dolgunk, akkor a csúszó leértékelés éppen az áremelkedés lassulását akadályozná meg.

A csúszó árfolyamrendszer külkereskedelmi szempontból nézve is sokféle kedvezőtlen hatást elháríthat. Gondoljunk például arra, ha a belföldi infláció számottevően gyorsabb ütemben nő, mint a külföldi és az adott országban rögzített árfolyamrendszer működhet, akkor nemcsak az jelent gondot, hogy a reál-felértékelődés mindig előtérbe kerül, hanem az is, hogy az árfolyam kiszámíthatatlan. Ez persze elbizonytalanítja a gazdaság szereplőit.

A csúszó leértékelés ezen problémákat megoldja, viszont a kedvező hatásoknak külkereskedelmileg kockázatai is vannak. A rendszer feltételezi ugyanis, hogy a hatóságok jól prognosztizálják a külső és belső inflációt. Persze arra, hogy helyes-e az alkalmazott ár- illetve költségindex, amely segítségével a reálárfolyamot megállapítják, szintén nincs biztosíték.

*Milyen feltételek mellett tartható fenn a rendszer?*

Ha rövid távon nézzük, akkor a legalapvetőbb követelmény, hogy a bejelentett árfolyamot az intervenciós sávon belül kell tartania a jegybanknak. Úgy néz ki, hogy ezzel nem lesz gondja a központi banknak, hiszen a forint árfolyama a 4,5%-os sáv szélességénél jóval szűkebb intervallumban mozgott, lényegében a sáv alja közelében helyezkedett el.

Mindehhez azonban szükség van megfelelő devizatartalék-állományra, mely hitelességet biztosít a bejelentett árfolyam tarthatóságának.

Az MNB devizatartalékainak szintje 1995-ben jelentősen növekedett, ami egyrészt a privatizációból, másrészt egyéb külföldi tőkebeáramlásból származó devizabevételből keletkezett. A devizatartalékok magas szintje, elsősorban a kihelyezésükért kapott kamatbevétel hatására mérsékli az állam bruttó külföldi adóssággal kapcsolatos terheit.

Megnevezés	1991	1992	1993	1994	1995
MNB-nél lévő devizatart. (Mrd USD)	417,4	461,6	775,5	884,6	1812,9
MNB-nél lévő dev. tart. a GDP %-ában	16,7	15,7	21,9	20,3	33,0
Forrás: MNB					

Ezen kívül a kamatláb-politikával kell, illetve lehet az árfolyamot alátámasztani. A határon túli befektetők akkor hajlandók Magyarországra jönni, ha itt nagyobb hozamot érhetnek el, mint más országban. A belső kamatlábnak nem szabad alacsonyabbnak lennie, mint a hasonló futamidejű külső kamatláb, a bejelentett leértékelés mértéke, a devizakockázat és egyes tőkepiaci tökéletlenségek összege. A devizakockázat egy nem várt leértékelés veszélye, illetve a leértékelési politika változatlanágába vetett hit esetén a forint árfolyamának az intervenciós sávon belüli ingadozásából adódó bizonytalanság.

A kamatláb politika tehát azért rendkívül fontos, mert például, ha a belső kamatlábszint nem felel meg tartósan a piac elvárásainak, akkor folyamatos

tőkekiáramlás indulhat meg az országból, ami a bejelentett árfolyam tartását is ellehetetlenítené.

Hosszú távon a csúszó árfolyamrendszer fenntarthatósága függ attól, hogy mennyire tudja az állam az összkeresletet a költségvetési és jövedelempolitikával fékezni. A bejelentett árfolyamra közvetlenül leginkább a bérpolitikának van hatása.

Ha a nominális bérek növekedése folyamatosan meghaladja a termelékenység növekedését, és ez nagyobb mértékű, mint a csúszás mértéke, akkor idővel reálfelértékelési nyomás keletkezik. Tehát a rendszer fenntarthatóságához nélkülözhetetlen egy jövedelempolitikai és fiskális fegyelem.

Azt mindenképpen el kell kerülni, hogy újabb egyszeri nagyobb mértékű leértékelés következzen be, a bejelentett havi leértékelés mértékének felemelését, illetve az intervenciós sáv bővítését. Ezek mindenképpen megrendítenék az új rendszerbe vetett bizalmat.

Természetesen a csúszó leértékeléssel kapcsolatosan is megjelentek olyan kritikák, melyek nem tartották jónak a magyarországi bevezetését.

A sikeres leértékeléshez ugyanis szükséges, hogy a belső árak emelkedési üteme minél nagyobb mértékben és minél hosszabb időn át elmaradjon a leértékelés ütemétől. Nálunk viszont az árszínvonal emelkedése általában rendkívül gyorsan követi a leértékelést.

Az export támogatását leértékelés helyett közvetlen exportösztönzési rendszerek megerősítésével segítenék mások.

### **Véggövetkeztetések, kilátások**

Az biztos, hogy mindig lesznek olyanok, akik a leértékelés ellen emelnek hangot, és olyanok is, akik mellette voksolnak. Mint kiderült az árfolyampolitika tekintetében is nagyon körültekintően kell eljárni, hiszen annak szervesen illeszkednie kell az egész gazdaságpolitikába, összhangba kell lennie az antiinflációs és jövedelempolitikával is.

A költségvetés hiányát mindenképpen le kell faragni, ugyanis ha nem javul tovább, akkor az árfolyamot valószínűleg nem lehet tovább az előre meghirdetett pályán tartani. Arra pedig mindenképpen törekednünk kell, hogy ne térjen el a csúszás mértéke a bejelentett értéktől, hiszen akkor a rendszer

iránti bizalom megrendülne, és a csúszó árfolyamrendszert "csak kétszer lehet bevezetni: először és utoljára".

A csúszó árfolyam-politika azonban csak átmenetet jelent számunkra addig, amíg a stabil árfolyamrendszer feltételei megteremtődnek. Ha megfelelő szintre süllyed az infláció (pontos mértéket itt nem lehet adni, az biztos, hogy a nyugat-európai országokéhoz közelállónak kell lennie), akkor a mostani árfolyamrendszer helyett a forint árfolyamát valamelyik erős valutához, annak mozgásához kötik, vagy szabadon lebegtetik.

Ettől azonban még messze vagyunk. Előre láthatóan még egy ideig a csúszó árfolyamrendszer fog nálunk működni. Bár többen arra számítottak, hogy már 1997 első felére a csúszás mértéke csökkenni fog, a kormány úgy döntött, hogy az első félévben marad a havi 1,2%-os mérték, de a második félévben reális elvárás a havi ütem mérséklődése. 1997-ben is az infláció leszorítása áll az árfolyam-politika középpontjában, de persze ehhez a monetáris eszközök nem elegendőek, főleg megfelelő költségvetési politika szükségeltetik a cél eléréséhez.

Mint láthattuk a kilencvenes években amellet, hogy az infláció megfékezése áll az árfolyam-politika középpontjában, kicsit ellentmondásosan a leértékelés kíséri végig gazdaságunkat (1. ábra). A problémát úgy próbálták és próbálják még ma is feloldani, hogy a nagymértékű egyszeri leértékelések helyett több, kisebb mértékű leértékelést hajtanak végre. Ezek infláció növelő hatása nem oly drasztikus, mint a nagyobb mértékű leértékeléseké.

A kisebb leértékelések mellett szól az az érv is, hogy a spekulációt ezek segítségével csökkenteni lehet, hiszen egy bizonyos érték alatt nem érdemes spekulálni.

Ezen tényezőket figyelembe véve megállapítható, hogy a csúszó leértékelés jó megoldás, ha magát a csúszó árfolyamrendszert fenn tudják tartani.

Úgy néz ki, hogy az inflációt - igaz lassan, de - sikerül visszaszorítani. 1997-re mind a szakértők, mind a politikusok 18% körüli inflációt becsülnek, ez pedig eredmény az 1995. évi 28%-hoz képest. A jövőre vonatkozóan pedig évenkénti 2-3%-os csökkenés várható.

A kilátásaink a befektetésekkel kapcsolatosan is javulnak. 1996 közepére egyes minősítő intézetek (ICA, Duff and Phelps) befektetésre javasolt kategóriába sorolták Magyarországot. Az év végére pedig már a Moody's és a Standard and Poor's is így tett.

Ez pedig mindenképpen biztató gazdaságunk számára. A működőtőke befektetések évről évre növekednek. Már csak azért sem szabad a csúszó árfolyamrendszerbe vetett bizalmat megrendíteni, ugyanis jelentősebb leértékelési kilátások miatt pánikszerű tőkemenekítés indulhat az országból.

Az árfolyam-politika egy nagyon kényes terület. Az árfolyam alakulására sokféle tényező hatással van és az árfolyam is a gazdaság számos területét befolyásolja. Az árfolyamra ható tényezőket sokszor nem lehet számszerűsíteni, az árfolyamalakulás hatásait pedig nem lehet pontosan előrejelezni.

A becsülhető tényezők mellett az árfolyamok alakulására bel- és külföldi politikai viszonyok, valamint társadalmi problémák is hatnak. Ezen események váratlanul lépnek fel, melyek előrejelzését egyetlen tankönyvből sem lehet megtanulni.

## FELHASZNÁLT IRODALOM

- Czelnai Éva: "Az árfolyam- és kamatpolitikában nem lehet két utat követni", Figyelő, 1993.05.20.
- Csabai Károly: A jegybank jegyei, Figyelő, 1996.07.04.
- Csabai Károly: (Eddig) nem csúsztak el, Figyelő, 1995.09.07.
- Csabai Károly: Forintos emlékeink, Figyelő, 1994.05.19.
- Csabai Károly: Romlásveszély, Figyelő, 1996.08.01.
- Csabai Károly: Vége a hólabdázásnak?, Figyelő, 1995.07.13.
- Darvas Zsolt: Kúszóárfolyam - magas kamatokkal?, Figyelő, 1995.04.13.
- Décsy Jenő-Gyulaffy Béláné: Külgazdasági pénzügyek, Perfekt, 1996.
- Duronelly Péter: Mit néz a külföldi?, Figyelő, 1996.10.31.
- Erdős Tibor: A leértékelés dilemmái, Figyelő, 1995.02.02.
- Erdős Tibor: Teknősbéka pályahátrányban, Figyelő, 1993.04.22.
- Hajdú Györgyné: Forintleértékelés 1996: 15 százalék, Bank és tőzsde, 1997/1-2.
- Halpern László-Neményi Judit: Reálárfolyam-dzsungel, Figyelő, 1993.05.06.
- Kopits György: Az előre bejelentett csúszó árfolyamrendszer Magyarországon, Közgazdasági szemle, 1995/9.
- Kornai János: Kiigazítás recesszió nélkül, Közgazdasági szemle, 1996/7-8.
- Oblath Gábor: A leértékelés nem jó vagy rossz, Figyelő, 1993.06.03.
- Oblath Gábor: Ár-folyam-verseny, Figyelő, 1993.04.01.
- Oblath Gábor: Előnyök és hátrányok, Figyelő, 1994.09.15.
- Qian, Varangis: Does exchange rate volatility hinder export growth?, 1994.

Simon András: Az infláció tényezői 1990-1995, MNB füzetek 1996/1.

Szapáry György: Nem szabad elcsúszni, Figyelő, 1995.05.04.

Wiesel Iván: Mitől függ a valutaárfolyam?, Pénzpiac, 1996.09.17.

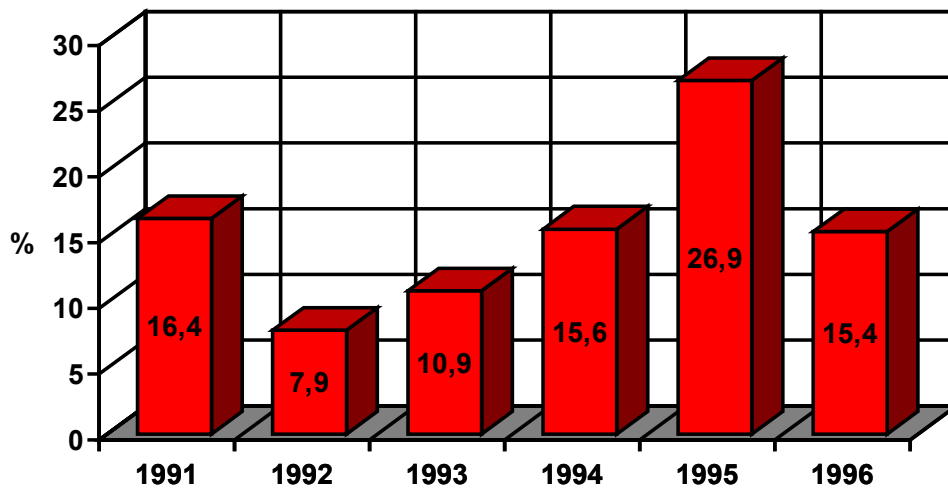
Árfolyamrendszer és árfolyam-politika Magyarországon (1946-1993) MNB műhelytanulmányok 7.

Die Abwertung des Forint und ihre Ausmasse, Bank és tőzsde, 1994.08.19.

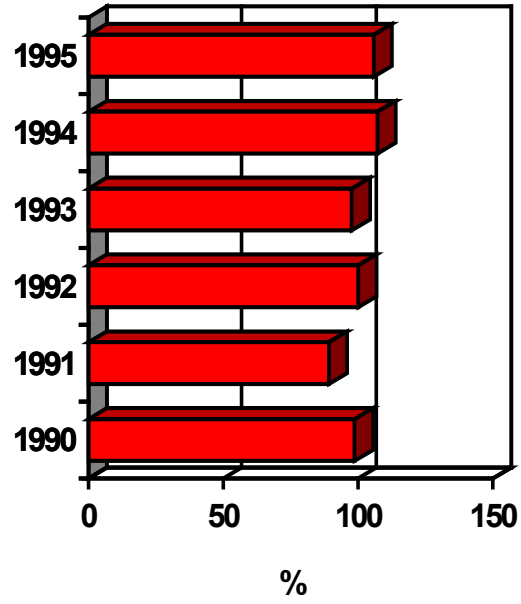
MNB éves jelentések (1990-1995)

The new exchange rate regime and its implications, Inter-Europa Bank

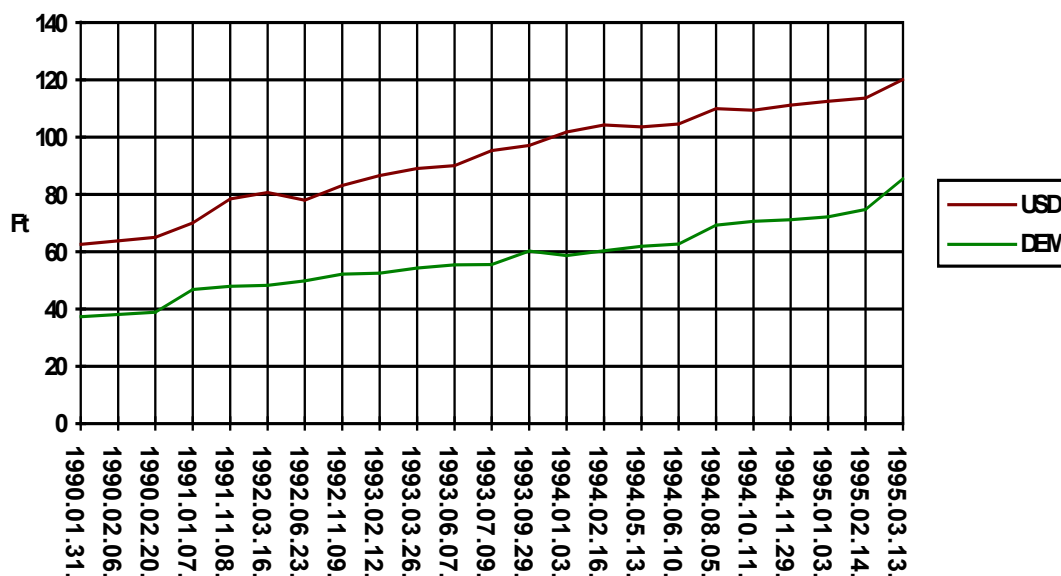
**A valutakosárral szembeni átlagos árfolyamszint-változás**  
**1. ábra**



A forint reálszámszerű árfolyamindexe az ipari értékesítési árak  
bázisán  
2. ábra



Adóllár és a német márka hivatalos napi középfolyama az árfolyamintézkedések napján  
3. ábra



## Árfolyam-intézkedések (1990-1996)

1. táblázat

Időpont	Árfolyam-intézkedések mértéke a valutakosárhoz <sup>a)</sup> képest (%)
1990. január 31.	1.00
1990. február 6.	2.00
1990. február 20.	2.00
1991. január 7.	15.00
1991. november 8.	5.80
1992. március 16.	1.90
1992. június 23.	1.60
1992. november 9.	1.90
1993. február 12.	1.90
1993. március 26.	2.90
1993. június 7.	1.90
1993. július 9.	3.00
1993. szeptember 29.	4.50
1994. január 3.	1.00
1994. február 16.	2.60
1994. május 13.	1.00
1994. június 10.	1.20
1994. augusztus 5.	8.00
1994. október 11.	1.10
1994. november 29.	1.00
1995. január 3.	1.40
1995. február 14.	2.00
1995. március 13. <sup>b)</sup>	9.00
1995. március 14. - december 31.	15.10
1996. január 1. - december 31.	15.40

Forrás: MNB

- a) 1991. december 8-ig az előző év külkereskedelmi áruforgalmának devizaösszetétele alapján;  
 1991. december 9-től 50-50%-ban US dollár és ECU;  
 1993. augusztus 2-től 50-50%-ban US dollár és német márka;  
 1994. május 16-tól 70-30%-ban ECU és US dollár.
- b) 1995. március 16-ától a korábban eseti jelleggel végrehajtott árfolyamszint-kiigazítást a forint előre bejelentett és naponta végrehajtott csúszó leértékelése váltotta fel. Június végéig napi 0,06, a második félévben napi 0,042%-os leértékelés történt a valutakosárhoz képest.

## 2. táblázat

<b>A fogyasztói árindex becsült komponensei (%)</b>			
<b>Nevevezés</b>	<b>Tényezők árhatása</b>		
	<b>1993</b>	<b>1994</b>	<b>1995</b>
Előző évi áthúzódás	8 3	7 0	9 3
Adott évi kn-i árintézkedés	5 7	2 8	7 0
Forintleértékelés hatása	2 6	2 7	5 6
Egvéh naci áremelések	4 4	5 2	4 1
Piaci áremelések egvüitt	7 0	7 9	9 7
<b>Összesen</b>	<b>122.5</b>	<b>118.8</b>	<b>128.2</b>

Forrás: MNB