

## 第7章 ハンガリーの通貨バスケット制度

田中 和子

### 1. 通貨バスケット制導入の目的と経緯

#### (1) 通貨バスケットへのアジャスタブルペッグの選択

ハンガリーは、1980年代の多くの期間、対外債務にかかる利払いコストや貿易不振（インフレ高進から為替相場は過大評価され気味であった）のため国際収支困難に直面しており、競争力を維持して国際収支の改善を図ることが重要課題であった。特に、87-89年には経済安定化政策を掲げ、市場経済への移行を目指して価格・輸入規制の多くを撤廃したが、自由化による輸入増、価格規制の撤廃に伴う価格上昇・輸出競争力低下等から貿易赤字が増大したため、為替相場政策は貿易部門の競争力を強化し、貿易収支を改善することにむけられ、公定相場の小刻みな切り下げが実施された。

こうしたことから、ハンガリーは市場経済移行開始時には市場の開放度もかなり高く、他の移行国経済に比べて大幅な為替の過大評価にはつながっておらず、公定相場、闇相場、商業相場等の為替相場を統一する際にも大幅な初期調整をする必要はなかった。したがって当初の安定政策の中心はノミナルアンカーとしての為替相場におかれず、名目マネーサプライのほうが重視された。その背景には88年から引き締め政策がとられていたこと、物価のインデクセーションがなく為替相場と物価等の名目変数との相関が他国に比べ弱かったこと、ドル化がかなり進んでいたことなどがあったが、為替相場制度の決定においては次のような点が考慮された。

まず、固定相場については、市場経済化にむけて急速な価格自由化が予想されるなか、均衡為替相場を測定するのは不可能であり、構造変化のスピードを反映させることが重要である、国際収支悪化のたびに通貨切り下げが行われ、これがインフレにつながった80年代の経験から、固定相場制への信頼が低い、さらに、固定相場制を選択した国が結果的に大幅切り下げに直面している状況などの点にかんがみ、適切でない、と考えられた。

他方、銀行間の為替市場（特にヘッジのための先物市場）がなく、輸出外貨の使用が制限されている、資本流入規制が少ない一方で国内資本市場の厚みが薄く、フレキシブルにすることにより投機資金流入が懸念される、ことなどから、フロート等のフレキシブルな相場制度も適当ではないと考えられた。この結果として、88年からは前年の貿易通貨構成（貿易量1%以上）にリンクした通貨バスケットを基礎としたアジャスタブル・ペッグ制度が導入された。前年の貿易通貨構成が基準とされたのは、為替相場の目標として名目実効為替相場と通貨バスケットができるだけ乖離しないようにすることが重要であると考えられたためである（その後91年3月にバスケット通貨の数は9通貨に縮小された）。当初通貨構成や割合は公表されなかったが、91年12月からは透明性向上のため2通貨に縮小されて公表され、かつ通貨の種類と割合も対外的環境の変化に応じて変更された（後述2および表1参照）。

#### (2) クローリングペッグへの変更

アジャスタブル・ペッグによる為替相場政策は、主に内外のインフレ率を勘案し、不定

期に調整された<sup>1</sup>。当初は貿易収支改善のため小刻み切り下げ（89 - 90年12回）や、91年1月の最後の自由化策に伴う15%切り下げと11月の5.8%切り下げによる実質為替相場の上昇抑制に重点がおかれたが、次第に貿易収支改善よりもインフレ抑制が重視された。もっとも為替相場は92-93年央にかけて6回にわたって小幅かつ不定期に切り下げられた。93年央から94年末にかけては景気回復とともに財政赤字、対外債務（経常赤字、借入増による）等マクロ不均衡への対処が重要となり、貿易赤字を改善させるため、9回にわたって切り下げが実施された（93年9月の4.5%、94年8月の8%の大幅切り下げを含む）。このように為替相場政策の重点は貿易収支改善とインフレ抑制の必要性の間でゆれ動いたが、切り下げによっても貿易収支の改善がみられず、インフレの加速、双子の赤字問題が大きくなり、アジャスタブル・ペッグへの信頼が失われるようになった。アジャスタブル・ペッグの欠点としては次のような点があげられた。

- ・切り下げの数週間後には次回の切り下げへの思惑が高まり、リーズ・アンド・ラグスを招き、輸出入統計の基調判断を困難にした。
- ・一般に切り下げに対して当局は消極的で、十分な切り下げが行われにくいため、実質実効為替相場の上昇と国際収支悪化を招きがちであった。
- ・さらにマクロ政策の十分な協調が行われず、財政赤字が拡大したことなどから、インフレが加速した。

こうしたことから、95年3月には総合経済安定・改革計画が採用され、為替相場政策も見直されることとなった。安定計画の内容は歳出削減と消費税、付加価値税の引き上げ、8%の輸入課徴金賦課などであり、同時に資本の自由化の推進や各種構造改革（税制・年金制度改革、民営化など）が実施された。そして為替面では改革に伴うインフレ圧力への対応、競争力維持と雇用吸収の必要性、信頼性の確立、を目標として、9%のフォリントの切り下げとともにクローリングペッグ制度が導入された。クローリングの幅は3ヶ月から6ヶ月前に公表され、高インフレの抑制、政策の信認回復に寄与した。

当初のクローリング幅は月間1.9%であったが、その後順次引き下げられ、その幅にしたがって、中銀はフォリントをバスケットに対して毎日一定の幅で切り下げを行った。各外国通貨に対するフォリントの相場は世界市場でのクロスレートに基づいて計算された。

## 2. 通貨バスケット制の内容

### (1) 通貨バスケットの構成と変遷

通貨バスケットが導入された当時は、まだインターバンク外為市場が無く、外為取引が限定的（19通貨すべてについて中銀が毎日相場を提示し、取引に応じていた）であったため、通貨構成の内容は公表されていなかった。しかし、92年7月にインターバンク外為市場が開設されることになり、通貨構成公表の要請が強まったため、中銀は透明性を高めるとともに、操作の複雑さを緩和するためバスケット通貨の数を2つに絞り公表に踏み切った。

通貨バスケットが選ばれたのは、外国為替市場に信用規制、高い取引コスト、ファイナ

---

<sup>1</sup> 累積5%までの切り下げは中銀が決定できたが、それ以後の調整は政府の決定が必要であった。

ンスの問題、不完全な資本自由化等による失敗がある場合、バスケットはリスクを分散させる役割を果たすことや中銀はこれにより為替変動の一部を再分配することになるため、従ってバスケットの構成は貿易相手国、決済通貨、貿易の担い手を考慮して決めることが重要と考えられた。当初はドルの比率が高かったが、これは旧ソ連圏との貿易がドルで行われた（石油など燃料が主体であったため）ほか、対外債務比率も高く<sup>2</sup>、経済のドル化が進んでいたことも反映していた。

表1 ハンガリーの通貨バスケットの推移

	バスケットの構成の推移	変更の理由	切り下げ・クローリング幅の推移
1990.2.26	11通貨によるバスケット： 米ドル42.6、独マルク25.6、墺シリング10.4、スイスフラン4.9、伊リラ3.8、仏フラン3.5、英ポンド2.9、瑞クローネ2.0、蘭ギルダ-1.7、フィンランドマルカ1.5、ベルギー・フラン1.1（%）	貿易赤字改善のため88年アジャスタブルベッグ制を導入。前年の貿易通貨構成によりバスケットを構成	(アジャスタブル・ベッグ) 1989年 9回累計22.5%の切り下げ 1990年 1/31(1.0%)、2/6(2.0)、2/20(2.0)
1991.3.14	9通貨によるバスケット： 米ドル50.9、独マルク23.1、墺シリング8.1、スイスフラン3.9、伊リラ3.5、仏フラン3.6、英ポンド2.7、瑞クローネ1.5、蘭ギルダ-2.7	前年の貿易通貨構成にあわせて調整	1991年 1/7(15.0)、11/8(5.8)
1991.12.8	米ドル50%、ECU50%	外為市場創設に伴い、透明性を高めるため、通貨数を絞り、公表へ	1992年 3/16(1.9)、6.24(1.6)、11/9(1.9)
1993.8.2	米ドル50%、独マルク50%	93年5月以降ERMが動揺し、8月1日にERMバンドが15%に拡大されたため	1993年 2/12(1.9)、3/26(2.6)、6/7(1.9)、7/9(3.0)、9/29(4.5)
1994.5.16	米ドル30%、ECU70%	ドル取引の比重低下(ロシア圏)、EUの比重上昇	1994年 1/3(1.0)、2/16(2.6)、5/13(1.0)、6/10(1.2)、8/5(8.0)、10/11(1.1)、11/29(1.0)
1995			1995年 1/3(1.4)、2/14(2.0)、3/13(9.0) (クローリング・ベッグ制に移行) 3/16(月間1.9%)、6.29(同1.3)
1996			1996年 1/2(同1.2)
1997.1.1	米ドル30%、独マルク70%	マルク上昇し、ECUと乖離	1997年 4/1(同1.1)、8/15(同1.0)
1998			1998年 1/1(同0.9)、6/15(同0.8)、10/1(同0.7)
1999.1.1	米ドル30%、ユーロ70%	ユーロ導入	1999年 1/1(同0.6)、7/1(同0.5)、10/1(同0.4)
2000.1.1	ユーロ100%	EU加盟への動き( ECBの政策との連動) 計算でもユーロのウエイトが90-100%をカバー	2000年 4/1(同0.3)

(ハンガリー中銀資料)

<sup>2</sup> 90年212億ドル、対GDP比64.7%

しかし、近年では外為市場が発達してきており、旧ソ連圏との貿易でも輸出のウエイトが小さくなる（90年代初50% 現在3 - 4%）とともに、輸入（5 - 10%）はエネルギー関連が中心でかつ為替リスクのヘッジの技術をもっている大企業主体であることからドルの比率を低下させてきた。（米系企業との取引もドル建てが多いが、輸出の60%は大企業に集中しており、これら企業もリスクヘッジが可能。中小企業による取引は近隣諸国との間が中心で取引は主にDM建てである。）さらに、1999年からはEUへの加盟を目指した動きとしてユーロに100%リンクさせたが、この背景としてハンガリー中銀はすでに同国の金融政策はECBに影響されること、ユーロの最適ウエイトが計算上も90 - 100%となることを指摘している。

## (2) 中央銀行の公式相場決定方法

対ドルでのバスケットの相場計算式は以下のとおりである。

$$\frac{HUF}{USD_1} = I \left( \frac{HUF}{USD_0} \right)^{0.3} \left( \frac{EUR}{USD_1} \right)^{0.7}$$

ここで  $\frac{HUF}{USD_1}$  は当日の対米ドルフォリント相場

$\frac{HUF}{USD_0}$  は前日の対米ドルフォリント相場

$\frac{EUR}{USD_1}$  は当日の対ドルユーロ相場、 $I$  は日々のクロージング率

対ユーロでの計算式は  $\frac{HUF}{EUR_1} = I \left( \frac{HUF}{EUR_0} \right)^{0.7} \left( \frac{EUR}{USD_1} \right)^{0.3}$  であり、 $I$  は日々のクロージング率を示す。

92年7月のインターバンク外為市場開設の前は、中銀は正午にバスケットに対する公式相場を決定し、ECU及び交換可能通貨19通貨について提示し、すべての取引に応じていた<sup>3</sup>。外為市場開設後は公式相場の±0.25%のバンドが設定され、このバンドの範囲内では公認商業銀行は顧客との間で自由に相場を呈示し、売買マージンもこの範囲内で自由に設定できるようになった（なお、個人は外貨勘定を開設できたが、ハンガリー企業は95年4月1日までは外貨収入を8日以内に中銀に売却しなければならなかった）。中銀は通貨バスケットに対するバンドの上下限で介入し、為替相場の変動を調整した。バンドの幅はその後、93年3月10日に±0.3%、94年1月1日に±0.5%へと拡大され（中銀はこの時点で公定相場での介入を停止）さらに為替相場調整に伴う投機を防ぐため94年8月5日には±1.25%、同12月23日には±2.25%へと拡大された。

現在は、国民の祝日を除くウイークディについて毎日11時に中銀為替相場が決定され、翌日のレート発表まで有効とされる。まずフォリントの対ユーロレートが主要国内銀行10行の相場から上下各2行の相場を除外した単純平均で決定され、対ドル相場はユーロ・ドル相場から計算される。他の通貨については対ドルの各通貨相場から計算される。

<sup>3</sup> その後93年3月10日に1百万ドル相当の最低取引限度額が設定され、94年1月1日に同2百万ドル相当額に引き上げられた。

### 3. 導入後の推移

#### (1) 運用方法と介入政策

通貨バスケットによる為替相場は、95年以降はデysinフレと競争力強化の二重の目的を追求するため、 $\pm 2.25\%$ の狭いバンドでの事前告知クローリングペッグ制によって決められている。クローリングの幅は中銀が大蔵省と協議して決定するが、特にルールはなく、裁量的である。主に国際収支とインフレの動向及び生産性を考慮して設定されるが、生産性上昇率が他の国よりも一般的に高いとみられることから、競争力を損なわないようクローリング幅は予想インフレ率よりも若干低めに設定されることが重要と考えられてきている<sup>4</sup>。

図1 フォリントの対バスケット相場とバンドの推移

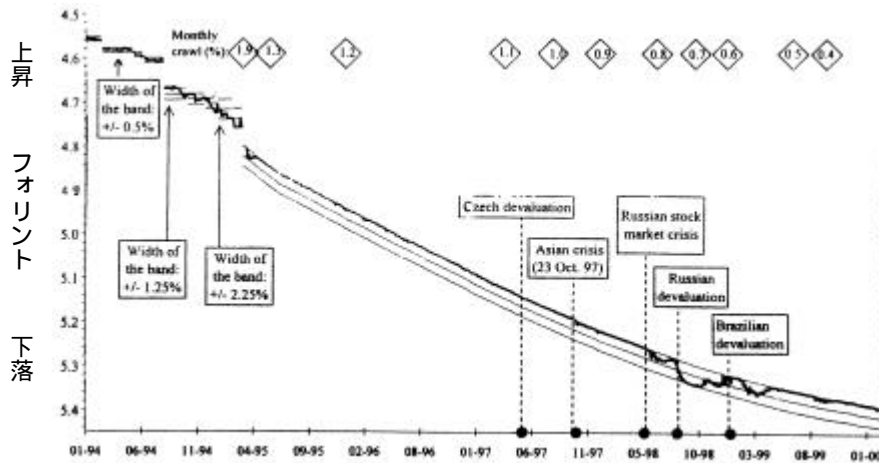
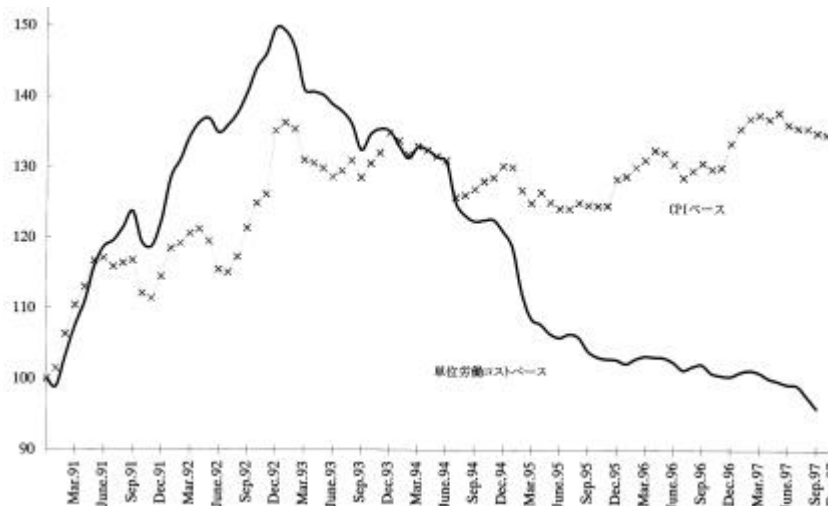


図2 実質実効為替相場の推移

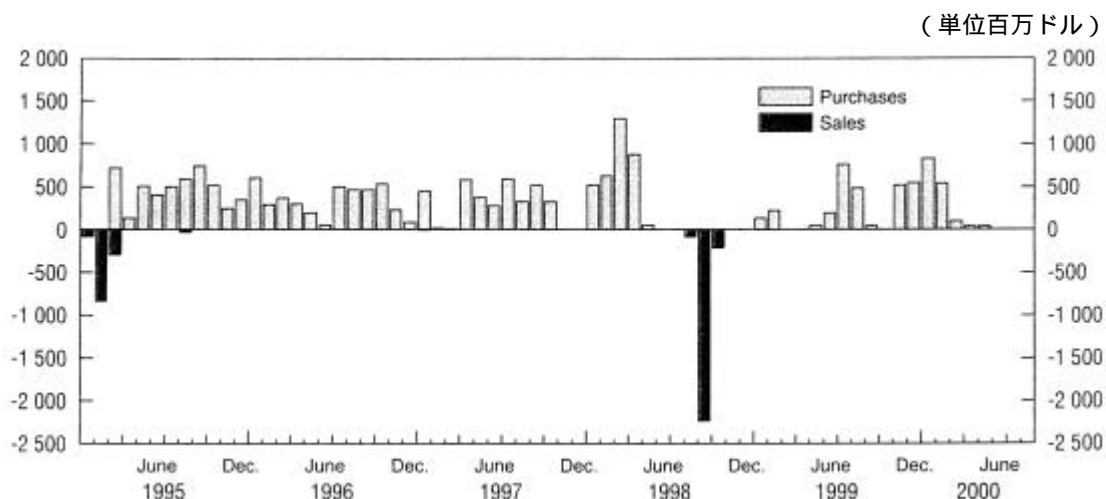


<sup>4</sup> Szapáry and Jakab (1998)、95.3-97.12の期間に実効相場はCPIベースで7%上昇、生産性ベースで18%下落。生産性は97.6までの5年間で年率14%上昇。パラッサ・サムエルソン効果の見極めが肝心だが、生産性の動向は評価困難なため、輸出の構成やマーケットシェアのモニターが重要とされる。

中銀は基準相場±2.25%のバンドの上限及び下限を超える動きに対して介入を行うことを公約しているが、バンド内での介入の権利も留保している。フォリントの相場はクローリング政策のもと資本流入もありほぼ恒常的に切り上げ圧力にさらされてきたが、不胎化介入により切り上げが抑制されてきた。不胎化の手段はリバースレポ、中銀預金および中銀債発行である。不胎化のための介入コストは95/3 - 97年末で年間GDPの0.16%と推計されているが、競争力維持と為替相場への信頼性維持による恩恵を考えればその規模は比較的小さいものと考えられている。

介入はユーロ導入の前はほとんどがドルで行われ、マルクやECUのシェアは極くわずかであったが、ユーロ導入後はユーロのシェアが70%近くまで増加してきている。介入の実績は後に月報などで公表される。97年7月にはアジア通貨危機を反映し、また、98年8 - 10月にはロシア通貨危機を反映して一時的にフォリントに売り圧力がかかったため、外貨売り・フォリント買いの介入が行われたが、98年11月以降は切り上げ圧力に対処するためもっぱら外貨買い介入となっている。

図3 ハンガリー中銀による介入



(出所) OECD: ハンガリー、2000年11月

## (2) 金利政策との関係

金融政策は物価の抑制を最終目標とするが、為替の事前告知クローリングペッグ制により国内の金利政策の裁量の余地は限定されている。すなわち、クローリング率を調整した内外金利差が為替リスク（為替相場がクローリング率よりも切り下がるリスク及び信用リスク）より大きければ基本的に資本が流入、小さければ資本が流出することになる。ただし、中銀は、クローリング率を決めた後は、金利決定を市場に任せるので無く、貯蓄インセンティブを与えるべく実質金利をプラスに維持する一方で投機資金の流入を防ぐという金利政策を目標としている。（その際インフレ圧力の要因、資本流入の性格、不胎化の費用等が勘案される）。

### (3) 通貨危機の影響と対処

アジア危機にはじまる最近の通貨危機の中で、ハンガリーも為替相場、株価、金利等の面で影響を受けたが、ロシア危機の影響が最も大きく、株、債券の大幅下落からフォリントはバンドの下限（フォリント買い介入のための限界、図1参照）にまで押し下げられた。

具体的には、97年のアジア危機に際しては、為替相場はバンドの上限（フォリント売り介入点）からやや弱含むにとどまり、株式市場も10月のBUX指数8000台から11月には一時5500台まで下落したものの、すぐに回復に向かう等影響は軽微であった。これに対してロシア危機の場合は、98年4月から5月にかけて国内の議会選挙を巡る投資家の不安からフォリント相場は下落はじめており、当初中銀はこれを放置したが、8月にバンドの下限に近づくに及び、10月以降のクローリング率を引き下げる意向（フォリント建て債券の期待収益率を間接的に引上げることになる）を表明するとともに2度にわたってフォリントの公開買い介入を行った。さらに9月にはリバースレポ金利を1%引き上げ、翌年1月にクローリング幅をさらに引き下げる可能性を示唆し、為替市場へのフォリント買い介入も行った。株価は8000台から9月に3800まで50%以上急落した後、10月央までに回復に向かったが、その後99年央にかけて急落前の水準に比べ約30%低い水準にとどまった（ただし、株価は96-97年に急上昇しており、この分の過大修正の面もあったとの指摘もある）。

ロシア危機の際は、ハンガリーのロシアへの輸出は5%と低く、銀行のロシアへのエクスポージャーも1.4%と低かったものの、97年当時で対外債務がGDP比53%に達し、一般政府財政赤字は4.8%、インフレも低下基調とはいえ18.3%と西欧諸国を大幅に上回っていたことなどがロシアに近い新興国とのイメージと相まって大きく影響したものとみられる。しかし、98年のGDP成長率は上昇しており、経常収支赤字はGDP比で2.2%に低下したほか、潤沢な外貨準備（輸入の4ヶ月分）、競争力のある輸出部門、十分な自己資本を有する健全な銀行部門、資産バブルの不在、など堅調な経済のファンダメンタルから危機の影響は比較的短期に収束した。また、ハンガリーは積極的に金融機関の民営化を進めたが、その多くを株式公募でなく戦略的投資家に売却（97年末における資本額で61%の銀行が外国人所有）しており、銀行部門は比較的健全さを保っていた<sup>5</sup>ほか、その他の金融市場についても漸進的な発展がみられていた。また、非金融部門企業の外国人所有比率も高く、単なるハンガリー企業ではないとみられたことが通貨危機におけるハンガリーの信認をつなぎとめる一因ともなっているとみられる。

## 4. 資本規制の内容と推移

対内投資については、72年に初めて外資企業の参入を認める法律を制定した後、直接投資に関しては内国民待遇の保証（88年、金融を除く）、税制等の優遇策の導入や自由貿易地域の創設（90-93年）、非農業地の取得ライセンス制導入（94年）、金融機関投資への事前許可制廃止（96年）、同支店許可（98年）など、早くから自由化が進められた。その他の対内投資については、91年12月の外国為替法で金融機関の借入は全て中銀への報告が必

---

<sup>5</sup> 自己資本比率は98年末で平均17%と高く、株の下落によりブローカーハウスが12社倒産したが、銀行の倒産はなかった。

要とされ、その他機関の借入は中銀の同意が必要とされたが、96年1月の新外国為替法により外国人による満期1年以上のほとんどのハンガリー証券の取得は中銀許可を必要としなくなった。対外投資については直接、間接とも、対外経済大臣および大蔵大臣（為替管理）の同意が必要であったが、96年の新外国為替法で対象企業株式の10%以上の証券投資が自由化された。

ハンガリーは、96年1月にはIMF8条国に移行（加盟は82年）し、經常取引関連の為替制限を撤廃したほか、OECD加盟（96年5月実現）の過程で1995年12月にOECDの資本自由化コード（EUの規則とも合致）の遵守を約束し、長期資本取引を中心に自由化を進めてきた（特に98年1月）。現在残されている資本規制は、フォリントへの投機を抑制するとともに、經常収支赤字の大幅拡大リスクを削減するための短期資本規制を中心とした、次のようなものである（資本コストを若干増やす程度のものとされている）。

- ・デリバティブ取引：ブダペスト証券取引所指数先物または個別企業株の先物を除き、外為当局の承認必要（ただし承認は例外的）。
- ・居住者の海外外貨預金口座：海外労働者、直接投資関係先、ファンドマネジャーの投資口座等を除き、許可が必要。
- ・OECD域内の政府・企業による外貨建て債券（満期1年以上）のハンガリーでの発行、親会社株式の子会社従業員への販売、および居住者による海外でのこれらの取得（国内のブローカー経由の必要）は自由。その他の債券の国内発行等については外為当局の承認が必要。
- ・非居住者による満期1年以下のハンガリー債券および債務証券の取得は中銀の許可が必要。
- ・満期1年以下の債券および債務証券の売買（居住者は国内のブローカー経由）は中銀の許可が必要。居住者による満期1年以下の債券等の海外での発行は中銀の許可および銀行資本市場監督委員会の承認が必要。マネーマーケット証券、オープン型ファンド（ただし2000年7月以降OECD域内国のファンドマネジャーによる販売を除く）の取引は外為当局の承認が必要（例外的に承認）。
- ・一般貸付：対外貸付は直接投資先への5年以内のもの、OECD域内国居住者への1年以内の外貨貸付については、外為当局の承認が必要（親族間を除く）。海外からの短期の外貨借入は中銀の承認が必要。企業以外の組織および個人のフォリント建て借入は外為当局の許可が必要。
- ・金融機関の貸付：1年以上のOECD域内国居住者への外貨貸付は自由。1年以内の短期外貨証券の取得（短期貸付を含む）は外貨建て債務の50%を超えてはならない。OECD域内国以外への貸付は個別承認。国内で発行の外貨建て証券の購入は中銀の許可が必要。
- ・金融機関の借入：すべて中銀への報告義務あり。
- ・保険会社の対外投資は禁止。第二種の年金基金の対外投資は10%以内（2002年に30%へ引き上げ予定）。第三種の年金基金は20%以内に制限。外国保険会社の国内営業は不可。
- ・なお、非居住者は交換可能フォリント口座を開設できるが、預入フォリントは正当な取引により取得されたものでなければならない。非交換口座は無利子。

ハンガリーはOECDの資本自由化コードやEUの資本自由化指令との関係で今後さらに

自由化を進める必要があり、独自に資本規制の強化はできない状況にあるが、中銀は短期資本移動の拙速な自由化はむしろ有害であり、通貨危機の場合などは一時的な資本規制（例えば連結ベースでの銀行の外貨のオープンポジション規制と通貨先物預託率強化など。抜け道をふせぐモニタリングも必要）は有効と考えているようである。

## 5．現状と結論

ハンガリー（人口1000万人）の狭いバンドでのクローリングペッグ制は、為替動向の予見性を高めて貿易環境を安定化させるとともに、対外ショックに対処するのに必要な弾力性を与え、かつ対外競争力の改善・輸出の強化に役立っており、小国ハンガリーにとって最適の制度であると評価されている<sup>6</sup>。この成功は、所得政策の成功、インフレ抑制のためのマクロ政策の追及（特に財政赤字の削減）等他の政策に支えられていた結果であると見られている。同制度は、本質的に不確実性の多い改革期において政策に弾力性と信頼性を与え、マクロ政策運営に役に立つものといえるが、あくまでもそれはマクロバランスの回復を目指した総合的な政策ミックスの一部として使われる場合であることを示している。各種制度の整備と弾力的な労働市場、そして短期資本取引の慎重な自由化も通貨の安定に一役かったといえる。

ハンガリーは現在 EU 加盟を目指しており、2000年1月からはバスケットをやめてユーロリンクに一本化した。今後インフレ率とクローリング率を低下させ、最終的にユーロに固定させねばならないが、ERM に参加するまで狭いバンドを維持するのか、さもなければいつ、どの程度バンド幅を拡大するのか、あるいはフロートに移行するのが問題となる。インフレが十分低下するまえに相場を固定することはインフレの慣性から競争力を低下させる恐れがあり、資本流入圧力が加速するとみられるなかで狭い範囲のクローリングペッグを維持する場合も金利政策のコントロール不全から同様の欠点につながる危険が指摘されている。一方、より弾力的な相場を採った場合、為替相場のオーバーシュートにより経常収支が悪化し、かえってインフレを悪化させる恐れも指摘されている。このため、ハンガリーの場合は、クローリングペッグを維持しつつよりバンドの幅を広げたほうが金利の弾力性を高め、為替の変動も妥当な範囲にとどめることができると見られる。

政府はインフレ率が5%まで低下すればクローリングペッグをやめることが可能としているが、そのためには政労使が協調して総合的なアプローチをとる必要がある。そして為替相場と名目賃金を安定させることによりディスインフレを図りつつバンド幅を広げたより弾力的な制度をとることが可能となるとみられる。

### < 主な参考文献 >

Pál Gáspár: 16. Exchange Rate Policy in Hungary between 1989 and Mid 1995, Exchange-Rate Policies in Emerging Market Economies, Ed.by R. J. Sweeney, C. G. Wihlborg, and T.D. Willett, Westview Press, Oxford, 1999

---

<sup>6</sup> Joint Assessment of the Economic Policy Priorities of the Republic of Hungary, (EU, April 6, 2000)

- Pál Gáspár: Chapter 3 Exchange Rate Management in a Structural Reform Environment: The Case of Hungary, Macroeconomic Policy and the Exchange Rate, ed. by J. de Brun and R. Lüders, International Center for Economic Growth, San Fransisco, 1999
- György Szapáry and Zoltán M. Jakab: Exchange Rate Policy in Transition Economies: the Case of Hungary, Journal of Comparative Economy, December 1998 (also Working Paper of NBH)
- Zsolt Darvas and György Szapáry: Financial Contagion in Five Small Open Economies: Does the Exchange Rate Regime Really Matter? National Bank of Hungary, National Bank of Hungary: Monetary Policy in Hungary, May 2000
- IMF: Country Reports 1995, 1997, 1999 and Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, various issues
- OECD Economic Surveys: Hungary, February 1999 and November 2000
- EU: Joint Assessment of the Economic Policy Priorities of the Republic of Hungary, April 2000 Brussels