

BUDAPESTI GAZDASÁGTUDOMÁNYI

EGYETEM

PÉNZÜGYI ÉS SZÁMVITELI KAR

SZAKDOLGOZAT

Duchai László Pál

esti tagozat

Mérnök –
Közgazdász szak

szakirányú
továbbképzés

BUDAPESTI GAZDASÁGTUDOMÁNYI
EGYETEM

PÉNZÜGYI ÉS SZÁMVITELI KAR

Az infláció és a jegybanki politika
Magyarországon a XXI. században

Belső konzulens: Prof. Dr. Ábel István

Külső konzulens: Simon Edit

Duchai László Pál

esti tagozat

Mérnök –
Közgazdász szak

Szakirányú
továbbképzés

NYILATKOZAT

AlulírottDuchai László Pál..... büntetőjogi felelősségem tudatában nyilatkozom, hogy a szakdolgozatomban foglalt tények és adatok a valóságnak megfelelnek, és az abban leírtak a saját, önálló munkám eredményei.

A szakdolgozatban felhasznált adatokat a szerzői jogvédelem figyelembevételével alkalmaztam.

Ezen szakdolgozat semmilyen része nem került felhasználásra korábban oktatási intézmény más képzésén diplomaszerzés során.

Tudomásul veszem, hogy a szakdolgozatomat az intézmény plágiumellenőrzésnek veti alá.

Budapest, 2025 év 04 hónap 22 nap



hallgató aláírása

Tartalomjegyzék

Bevezetés, tartalom	1
1. Infláció a 2008-as gazdasági világválság idején	5
1.1. A válság kitörése és az első gazdasági sokk	5
1.2. Az MNB és a kormány reakciói: egyensúlykeresés vagy konfliktus?	8
1.2.1. A jegybank intézkedései	9
1.2.2. Fiskális válságkezelés	10
1.3. A válság hatása a lakosságra és a hitelezésre	12
1.3.1. A devizahitelek problémái	12
1.3.2. A hitelezési piac befagyása	12
1.3.3. A lakossági fogyasztás visszaesése	13
1.4. Összegzés és következtetések	15
2. Infláció alakulása a COVID-19 idején	16
2.1. A forint árfolyamának változásai a COVID-19 idején	16
2.1.1. A COVID-19 első hulláma – első árfolyamsokk és tőkekivonás (2020 tavasz)....	16
2.1.2. Árfolyamstabilizáció, és a gazdaság újranyitása (2020 nyár-ősz)	17
2.1.3. Inflációs nyomás és a forint leértékelődése (2021-2022)	18
2.2. Az MNB és a kormány reakciói az árfolyamváltozásokra	20
2.2.1. A jegybank intézkedései a forint árfolyamának stabilizálására	20
2.2.2. Kormányzati intézkedések	21
2.3. Az MNB és a kormány közti konfliktusok	24
2.4. A háztartások pénzügyi helyzetére, a hitelezésre és a fogyasztásra gyakorolt hatás. 24	
2.5. A COVID 19 hatása az inflációra	26
2.6. Összegzés és következtetések	27
3. Infláció az energiaválság és az orosz–ukrán háború idején	29
3.1. A forint árfolyamának változásai	29
3.1.1. Az orosz-ukrán háború hatása a forint árfolyamára (2022 tavasztól)	29
3.1.2. 2023: Az árfolyam helyreállítása és új kihívások	31
3.2. Az árfolyamváltozások hatása a gazdaságra	33
3.2.1. Infláció és vásárlóerő	33
3.2.2. Hatás a hitelpiacra, és a pénzügyi stabilitásra	34
3.2.3. Energiaárak és lakossági hatások	35
3.3. Az MNB és a kormány reakciói az árfolyamváltozásokra	36
3.3.1. A jegybanki intézkedések a forint stabilizálására	36

3.3.2.	Kormányzati intézkedések	38
3.3.3.	Az MNB és a kormány közötti konfliktusok	39
3.4.	Az energiaválság és a geopolitikai feszültségek hatása az inflációra.....	39
3.5.	Következtetések.....	40
3.6.	Kitekintés: Új kihívások és lehetőségek a forint árfolyamának alakulásában.....	41
4.	A válságok inflációs következményei	43
4.1.	Felhasznált források ismertetése.....	43
4.1.1.	A fogyasztóiár-index fogyasztási főcsoportok szerint	43
4.1.2.	Harmonizált fogyasztóiár-index (HICP) – Nemzetközi összehasonlítás (KSH) ...	43
4.2.	A vizsgálat célja.....	44
4.3.	Főbb makrogazdasági hatások.....	44
4.3.1.	COVID-19 járvány.....	44
4.3.2.	Energiaválság	45
4.3.3.	Geopolitikai konfliktusok	45
4.4.	Magyarországi inflációs változások fogyasztási főcsoportok szerint.....	45
4.5.	Nemzetközi kitekintés: Magyarország és más V4/EU tagállamok inflációs adatainak összehasonlítása.....	47
4.6.	Magyarország, V4 tagállamok és az EU átlagos inflációs összehasonlítása	50
4.7.	Euróövezeti tagállamok, Euróövezeten kívüli EU tagállamok és az Egyesült Királyság, Egyesült Államok és Japán inflációs összehasonlítása	53
4.8.	Összegzés.....	54
5.	Összefoglalás és következtetések	55

Ábrajegyzék

1. ábra: A 2008-as gazdasági válság és a forint árfolyamának alakulása – Főbb mérföldkövek.....	5
2. ábra: A forint árfolyamának alakulása a 2008-as évben az euróhoz képest.....	6
3. ábra: 2008 őszén a forint keresletében és kínálatában bekövetkező változás, és annak hatása az euró/forint árfolyamra	7
4. ábra: A 10 éves állampapírhozam alakulása 2008-ban	7
5. ábra: A CDS felár változásai 2007 és 2009 május között	8
6. ábra: A jegybanki alapkamat és a forint árfolyamának alakulása 2008-ban.....	9
7. ábra: Az MNB és a kormány törekvései	11
8. ábra: háztartások teljes hitelállományának alakulása a GDP-hez viszonyítva	13
9. ábra: Új háztartási hitelek a teljes hitelintézeti szektorban	13
10. ábra: A GDP, a háztartások fogyasztási kiadása és a nettó reálkeresetek változása az előző évhez képest.....	14
11. ábra: EUR/HUF árfolyam alakulása 2020	17
12. ábra: A forint árfolyamának relatív stabilizálódása 2020 nyarán.....	18
13. ábra: EUR/HUF árfolyam és inflációs ráta alakulása 2021–2022 között.....	19
14. ábra: A jegybanki alapkamat alakulása 2020-2022.....	20
15. ábra: A moratórium alatt álló hitelek aránya a hitelintézeteknél 2020 folyamán	21
16. ábra: a 95-ös benzin és gázolaj bruttó kiskereskedelmi átlagára (forint/liter)	22
17. ábra: A benzin literenkénti árának változása 2022-ben	23
18. ábra: A háztartási szektor reál nettó pénzügyi vagyona és a nemzetgazdasági reál bruttó átlagbér szintje	25
19. ábra: Hitelkereslet a háztartási hitelezési szegmensben	25
20. ábra: A magyar online kereskedelem bruttó forgalmának növekedése.....	26
21. ábra: Magyarország és más V4/EU tagállamok inflációs adatai [energiaválság időszak alatt]	27
22. ábra: EUR/HUF árfolyamának alakulása 2022. elején	30
23. ábra: Belföldi és külföldi szereplők devizapiaci pozícionáltsága és a forint/euro árfolyam alakulása	30
24. ábra: EUR/HUF árfolyam alakulása 2023-ban	31
25. ábra: A folyó fizetési mérleg alakulása	32
26. ábra: A gáz és a kőolaj árváltozása	33
27. ábra: Az MNB inflációs adatai és előrejelzése 2022 végén	34
28. ábra: Az élelmiszerinfláció alakulása hazánkban, a régióban, és az EU-ban	34
29. ábra: 10 éves kamatperiódusú lakáshitelek kamatának változása	35
30. ábra: A mindenkor iránymutató kamat és a kamatfolyosó alakulása	37
31. ábra: A devizaárfolyam és az 5 éves állampapírhozam alakulása 2021 és 2023 között	37
32. ábra: Magyarország és más V4/EU tagállamok inflációs adatai [geopolitikai konfliktus kezdetétől 2024 év végéig].....	40
33. ábra: Magyarországi inflációs változások fogyasztási főcsoportok szerint	46
34. ábra: Magyarország és más V4/EU tagállamok inflációs adatai [2021-2024].....	48

35. ábra: Magyarország és más V4/EU tagállamok inflációs adatai [2021 évet követő COVID időszak alatt]	49
36. ábra: Magyarország és más V4/EU tagállamok inflációs adatai [geopolitikai konfliktus kezdetétől 2024 év végéig]	50
37. ábra: Magyarország, V4 tagállamok és az EU átlagos inflációs összehasonlítása	51
38. ábra: Magyarország, V4 tagállamok és az EU átlagos inflációs összehasonlítása, negyedéves bontásban.....	52
39. ábra: Euróövezeti, Euróövezeten kívüli EU tagállamok és az Egyesült Királyság, Egyesült Államok és Japán inflációs adatai	53

Bevezetés, tartalom

A 21. században az infláció kérdésköre újra és újra középpontba kerül, különösen a gazdasági válságokkal, globális járványokkal és geopolitikai konfliktusokkal terhelt időszakokban. A dolgozat célja, hogy bemutassa az infláció természetét, értelmezési lehetőségeit, valamint annak társadalmi és gazdasági hatásait. Munkám során sorra veszem az infláció megjelenését és következményeit a 2008-as gazdasági világválság, a COVID-19 járvány, valamint az energiaválság és az orosz–ukrán háború tükrében.

A dolgozat első, bevezető szakasza elméleti alapot nyújt a további elemzésekhez. Ennek megfelelően három fő részből áll: az infláció fogalmának és típusainak bemutatásából, jelentőségének és hatásainak ismertetéséből, valamint a mérési módok összefoglalásából. E rész célja, hogy a témát nemcsak közgazdaságtani, hanem gyakorlati szempontból is megközelíthetővé tegye.

Az infláció egy olyan szituáció, amelyben az árak általánosságban növekednek (Friedman, 1973). Az elismert közgazdász által adott válasz alapján az infláció egy kifejezetten egyszerű közgazdaságtani fogalomnak tűnik, ám ha közelebbről megvizsgáljuk, akkor különböző megfogalmazásait ismerhetjük meg.

A legtöbbször a fenti, Friedman által is használt fogalom az, amit ismernek az emberek, mivel valóban ez a legegyszerűbb módja az infláció leírásának. Az infláció tehát egyszerűen az árak általános növekedését jelenti. Fontos azonban felismerni a különbséget a fogyasztói szokások megváltozása miatt bekövetkező árváltozások és a valós infláció között. Hiszen, ha egy adott termék népszerűbb lesz, és az emberek emiatt kevesebbet fogyasztanak egy másik termékből, mert az már nem számít olyan „divatos” terméknek, akkor értelemszerűen az első termék ára magasabb lesz, a másodiké pedig alacsonyabb. Ez az árváltozás a kereslet és kínálat változásának köszönhető, nem pedig az inflációnak, hiszen ha inflációról beszélünk, akkor nem csak egy termék ára növekszik, hanem egy általános áremelkedést figyelhetünk meg (Yglesias, 2015).

Az előző bekezdésben említett definíciókhoz és értelmezésekhez képest pontosabb meghatározás lehet a következő: „Az infláció az árak emelkedésének mértéke egy adott időintervallumon keresztül.” Általánosságban egy, a gazdaság egészének vagy a megélhetés árának figyelembevételével számított értéket értünk infláció alatt, de fontos, hogy ezt szűkíteni is tudjuk egyes termék- vagy szolgáltatáscsoportokra, vagy egyes termékekre, szolgáltatásokra. A fentieket kiegészítve fontosnak tartom megemlíteni az infláció definiálásának egy másik irányú megközelítését is, amelyik a pénz értékének változását veszi figyelembe. A Holland

Nemzeti Bank egykori elnöke egy inflációról szóló értekezésében úgy írta le a jelenséget, hogy az a pénz értékének tartós csökkenését jelenti, melynek mértéke változó. (Zijlstra, 1975).

Az ő értelmezésében az infláció mérésnek módszeréből következik ez a definíció, hiszen az árindexek változásával számítják ki az inflációt. Ez oly módon valósul meg, mely lehetővé teszi, hogy a kutatók egy adott termékkosarat vizsgáljanak, és eredményképp így, az arra a termékkörre adott pénzmennyiség az, ami változik. Ebből pedig következik az is, hogy egy egységnyi pénz értéke az, ami valójában megváltozik, hiszen ha az csökken, kevesebb terméket tudunk megvenni ugyanazért a pénzmennyiségért.

Amennyiben az inflációról az eddigiek alapján a lehető legpontosabb definíciót szeretnénk kapni, akkor a célszerű a két megközelítést egyesíteni. Így pedig az infláció definíciója a következő lehet: „az árak általános emelkedése és a pénz vásárlóértékének csökkenése” (O'Neill et al., 2017).

Végezetül lássuk a magyarországi inflációs statisztikákat közlő Központi Statisztikai Hivatal saját definícióját:

„Az infláció tulajdonképpen a pénz vásárlóértékének csökkenése, melynek mértékét a fogyasztóiár-index fejezi ki”

(KSH, n. d.).

Az infláció különböző típusai a kialakulásuk módja és intenzitásuk szerint is csoportosíthatók. A lefolyás gyorsasága alapján beszélhetünk kúszó inflációról (évi 1–3%), vágató inflációról (10% feletti) és hiperinflációról, amely szélsőséges esetekben akár havonta több száz vagy ezer százalékos is lehet. A kiváltó okok szerint megkülönböztetünk keresleti inflációt, amikor a fogyasztói kereslet túl gyorsan növekszik a kínálathoz képest, valamint kínálati (költségoldali) inflációt, amely mögött például az energia- vagy nyersanyagárak emelkedése áll. Emellett létezik beépült infláció is, amikor a gazdasági szereplők előre számítanak az áremelkedésre, és az elvárásaik révén az infláció önbeteljesítő folyamattá válik. (Vigvári, 2015)

Az infláció kérdése nem csupán elméleti szinten fontos, hanem a mindennapi életben is érezhető hatásokkal jár. Egy mérsékelt, előre jelezhető infláció például a gazdaság egészséges működésének jele is lehet, mivel ösztönözheti a fogyasztást és a befektetéseket. Ugyanakkor a túlzott vagy kiszámíthatatlan infláció súlyos problémákat is okozhat.

A fogyasztók szempontjából az infláció egyik legközvetlenebb hatása a reáljövedelem csökkenése: ugyanazért a pénzért kevesebb terméket tudnak megvásárolni. A vállalatok számára az inflációs környezet bizonytalanságot hozhat, amely megnehezíti a beruházások tervezését és az árképzést. A megtakarítók és nyugdíjasok szintén veszélyeztetettek, hiszen a pénzük vásárlóértéke csökken, ha a kamatok nem tudják követni az árak növekedését.

Makrogazdasági szinten az infláció befolyásolja a fiskális és monetáris politikát is. Az állam bevételei és kiadásai, valamint az adórendszer hatékonysága is összefügg az infláció mértékével. A jegybankok – így a Magyar Nemzeti Bank is – egyik fő célja az árstabilitás megőrzése, amely kulcsszerepet játszik a gazdasági növekedés fenntartásában és a bizalom erősítésében.

Az inflációt a gazdasági elemzők különféle statisztikai módszerekkel mérik, amelyek közül a legismertebb a fogyasztóiár-index (CPI). Ez a mutató egy előre meghatározott, reprezentatív fogyasztói kosár alapján követi a termékek és szolgáltatások árainak időbeli változását.

Az EU tagállamokban elterjedten használják a harmonizált fogyasztóiár-indexet (HICP) is, amely lehetővé teszi az országok közötti összehasonlítást. Emellett létezik a GDP-deflátor, amely a bruttó hazai termék nominális és reálértéke közötti különbség alapján mutatja ki az általános árváltozást a gazdaság egészére vonatkozóan.

Magyarországon a Központi Statisztikai Hivatal (KSH) végzi az inflációs adatok gyűjtését és publikálását. A fogyasztói kosár összetétele évente módosulhat, hogy tükrözze a változó vásárlási szokásokat, így az inflációs mutatók a valós fogyasztói élményhez közelebb álló képet adnak.

Az infláció mérésének pontossága kulcsfontosságú a gazdaságpolitikai döntések szempontjából. A torzított vagy késleltetett adatok félrevezethetik a döntéshozókat, és nem megfelelő válaszokat eredményezhetnek például a kamatlábak vagy adókulcsok meghatározásánál.

A gazdasági világválságok hatásait elemző szakirodalmak szerint az inflációs folyamatok szorosan összefüggnek a pénzügyi rendszerek megrendülésével, a munkaerőpiac változásaival, valamint a jegybanki beavatkozások hatékonyságával. A 2008-as válság során tapasztalt inflációs dinamika jelentős eltéréseket mutatott fejlett és feltörekvő gazdaságok között (Dedák, 2010). A válságot követő években a központi bankok, köztük az Európai Központi Bank (EKB) és a Federal Reserve is rekordalacsony kamatlábakkal és mennyiségi lazítással próbálták serkenteni a gazdaságot, ami később inflációs nyomásokat eredményezett. A COVID-19 pandémia alatt a lezárások, ellátási lánc-zavarok és fiskális ösztönzők együttese új típusú inflációs hullámot hozott létre. Az energiaválság és a geopolitikai konfliktusok (különösen az orosz–ukrán háború) következtében kialakult árrobbanás elsősorban költségoldali inflációt idézett elő. A nemzetközi szakirodalomban ezeket a helyzeteket gyakran "importált inflációként" értelmezik.

Az infláció mérési módjait és nemzetközi összehasonlíthatóságát az Eurostat, az OECD és a Központi Statisztikai Hivatal (KSH) által közzétett HICP (harmonizált fogyasztói árindex) és

CPI (fogyasztói árindex) biztosítja. A mért infláció és a háztartások által érzékelt infláció közötti eltérésre számos kutatás hívja fel a figyelmet, különösen alacsony jövedelmű csoportok esetében (Oner, n.d.).

Jelen dolgozat célja, hogy feltárja az infláció alakulását három jelentős válsághelyzet – a 2008-as gazdasági világválság, a COVID–19 járvány, valamint az energiaválság és az orosz–ukrán háború – tükrében, valamint, hogy kiegészítő elemzés segítségével nemzetközi összehasonlítást is nyújtson a 2021–2024 közötti időszakról.

A kutatás módszertana elsősorban kvalitatív és másodlagos elemzésre épül. A dolgozat az egyes válságok inflációs hatásait szakirodalmi források és statisztikai adatok alapján mutatja be, kiegészítve néhol saját értelmezéssel, valamint ábrákkal és táblázatokkal. A vizsgálat során négy fő célt határoztam meg. Először is, törekedtem az infláció alakulásának átfogó bemutatására három, jelentős gazdasági sokkot okozó időszak – a 2008-as gazdasági világválság, a COVID–19 pandémia, valamint az energiaválság és az orosz–ukrán háború – tükrében. Másodszor, célom volt Magyarország inflációs folyamatait összehasonlítani más V4-es országokkal és az Európai Unió tagállamaival, hogy feltárjuk a régiós eltéréseket és hasonlóságokat. Harmadrészt vizsgáltam, hogy mely országok tudtak a leggyorsabban és leghatékonyabban alkalmazkodni az inflációs nyomásokhoz.

A dolgozat felépítése:

1. fejezet: Infláció a 2008-as gazdasági világválság idején
2. fejezet: Infláció a COVID–19 időszakában
3. fejezet: Infláció az energiaválság és az orosz–ukrán háború idején
4. fejezet: A válságok inflációs következményei
5. fejezet: Összefoglalás és következtetések

1. Infláció a 2008-as gazdasági világválság idején

A 2008-as globális pénzügyi válság súlyos hatást gyakorolt világszerte, így Magyarországra is. A válság gyökerei az Egyesült Államok másodlagos jelzálogpiacán kialakult problémákra vezethetők vissza, ahol a kockázatos hitelezési gyakorlatok és az ingatlanpiaci buborék kipukkanása likviditási problémákhoz vezettek. A Lehman Brothers 2008 szeptemberi csődje tovább mélyítette a pénzügyi bizonytalanságot, ami globális tőkekivonást és bizalomvesztést eredményezett. Magyarország már a válság előtt is gazdasági kihívásokkal küzdött: magas államháztartási hiány, növekvő államadósság és elterjedt devizaalapú hitelezés jellemezte. A svájci frank alapú jelzáloghitelek fokozott pénzügyi kockázatot jelentettek a háztartások számára, miközben az ország külső finanszírozási igénye miatt érzékenyen reagált a nemzetközi pénzpiaci változásokra. A válság kitörésekor a forint árfolyama jelentősen gyengült, ami gyors beavatkozást igényelt. Az MNB alapkamat-emeléssel igyekezett stabilizálni a forintot és mérsékelni a tőkekiáramlást, míg a kormány nemzetközi pénzügyi segítséget kért és megszorító intézkedéseket vezetett be. A válság magyarországi történéseit az alábbi ábra szemlélteti:



1. ábra: A 2008-as gazdasági válság és a forint árfolyamának alakulása – Főbb mérföldkövek

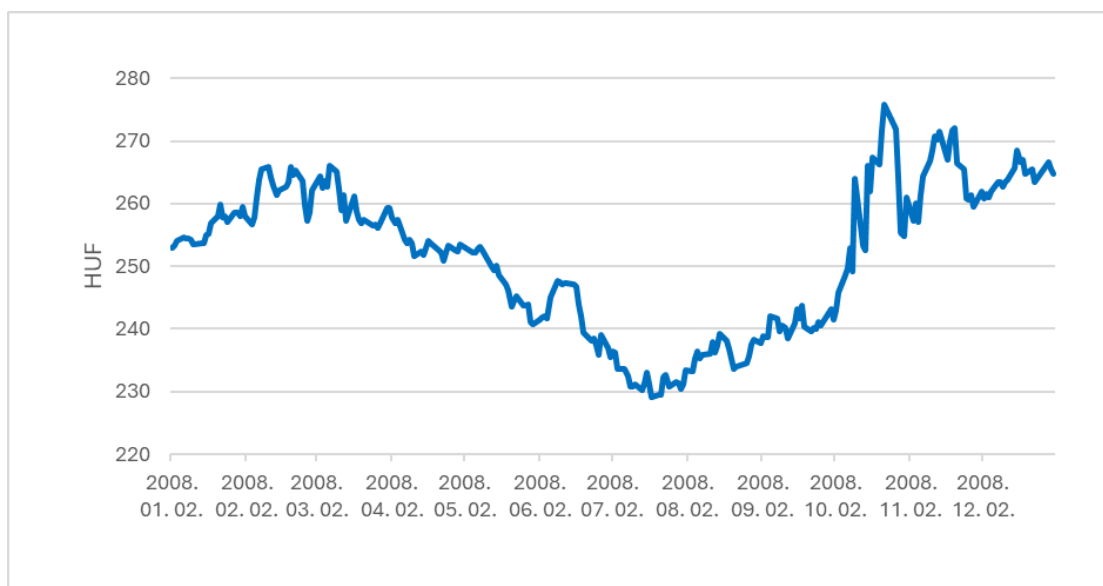
Forrás: saját szerkesztés

Jelen fejezet célja, hogy elemezze a válság hatását a forint árfolyamára, az MNB és a kormány reakcióit, különös tekintettel az alapkamat változásaira és az intézmények közötti nézeteltérésekre. Emellett vizsgálja, hogyan befolyásolta mindez a háztartások pénzügyi helyzetét, a hitelezési gyakorlatot és a lakossági fogyasztást.

1.1.A válság kitörése és az első gazdasági sokk

A 2008-as pénzügyi válság kezdeti szakaszában a magyar gazdaság különösen érzékeny volt a külső sokkokra. Az amerikai ingatlanpiaci buborék kipukkanása és a Lehman Brothers csődje után a nemzetközi pénzpiacok súlyos likviditási problémákkal küzdöttek. A befektetők gyorsan kivonták tőkéjüket a bizonytalan piacokról, és egyre nagyobb kockázatkerülő magatartást

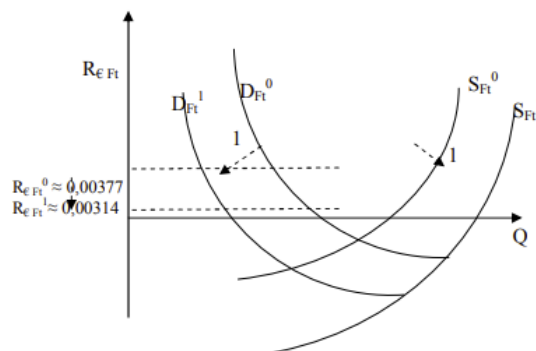
tanúsítottak. Magyarország, amely az egyik legnyitottabb gazdaság volt a régióban, különösen sérülékeny helyzetbe került. Az ország finanszírozási szerkezete jelentős külső forrásokra támaszkodott, a háztartások körében pedig elterjedt a devizaalapú hitelezés, amely fokozta az árfolyamváltozások iránti érzékenységet. A forint árfolyama 2008 nyarán még viszonylag stabil volt, 230 forint körül mozgott egy euróhoz viszonyítva. A válság elmélyülésével azonban a befektetői bizalom megingott, és a magyar gazdaságot egyre nagyobb nyomás érte a globális pénzügyi rendszer részéről. Októberre az árfolyam megközelítette a 280 forintos szintet, ami több mint 22%-os leértékelődést jelentett néhány hónap alatt. A pénzpiacokon tapasztalható pánik és a spekulációk további nyomás alá helyezték a magyar fizetőeszközt. A 2008-as árfolyammozgások a 2. ábrán láthatóak. Ezeket főként a nemzetközi piaci szereplők hirtelen megváltozott kockázatvállalási hajlandósága vezérelte, és nem elsősorban a magyar gazdaság fundamentumai határozták meg.



2. ábra: A forint árfolyamának alakulása a 2008-as évben az euróhoz képest

Forrás: MNB alapján saját szerkesztés

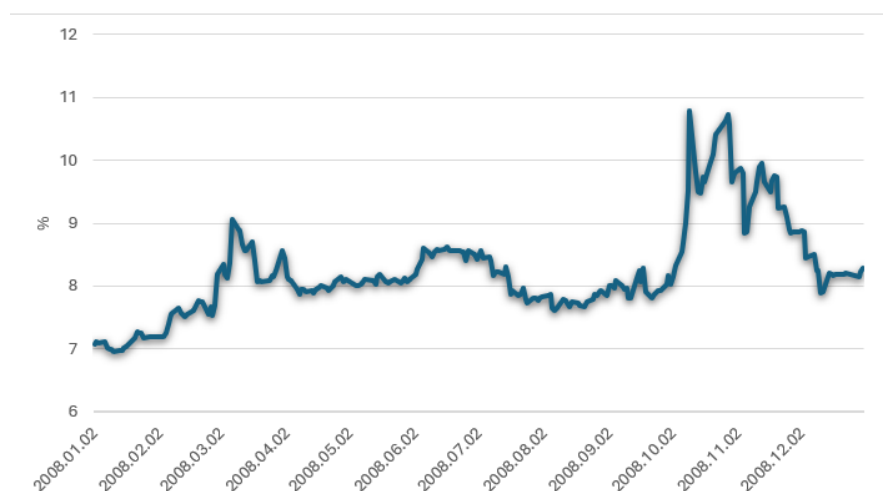
A forint árfolyamának zuhanását továbbá két alapvető tényező magyarázza: a forint iránti kereslet drasztikus csökkenése és a forintkínálat megugrása. A kereslet-kínálatban bekövetkező változások a 3. ábrán figyelhetőek meg. A befektetők tömegesen menekítették ki tőkéjüket Magyarországról, aminek következtében nőtt a forint eladása és a biztosabb devizák, például az euró és a svájci frank iránti kereslet. Az export visszaesése, valamint a magyar gazdaság külső finanszírozási igénye is fokozta az árfolyamgyengülést.



3. ábra: 2008 őszén a forint keresletében és kínálatában bekövetkező változás, és annak hatása az euró/forint árfolyamra

Forrás: Takács, 2009

A befektetői bizalom csökkenése nemcsak a devizapiacra, hanem a magyar állampapírpiacon is érzékelhető volt. A külföldi befektetők jelentős arányban kezdtek magyar államkötvényeket eladni, ami az államadósság finanszírozási költségeit jelentősen növelte. Az állampapírhozamok emelkedése az ország finanszírozásának fenntarthatóságát is veszélyeztette. Az év elején a 10 éves állampapírok hozama még stabil, 7% körüli szinten mozgott, ami viszonylag kedvező kockázati megítélésre utalt. Az év során azonban fokozatos emelkedés volt tapasztalható, amely 2008 őszén hirtelen felerősödött. A hozamok október-november folyamán 10-11%-ra emelkedtek (4. ábra), ami arra utal, hogy a befektetők növekvő kockázatot társítottak a magyar állampapírokhoz, így a kormányzat egyre drágábban tudott forrást bevonni a piacról.

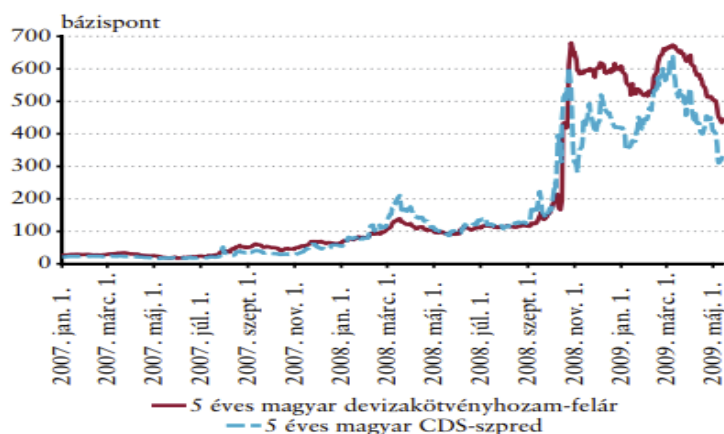


4. ábra: A 10 éves állampapírhozam alakulása 2008-ban

Forrás: akk.hu alapján saját szerkesztés

Az állampapírpiacon alakuló válság egyértelműen tükrözte a válság mélyülését és annak hatásait a magyar gazdaságra. A hozamok emelkedése nemcsak a kormányzat finanszírozási költségeit növelte meg, hanem a gazdasági kilábalást is lassította, mivel a magasabb hozamok drágábbá tették a hosszú távú államadósság finanszírozását.

Mivel a magyar államadósság jelentős része devizában volt denominálva, a forint árfolyamgyengülése tovább növelte a törlesztési kötelezettségek reálértékét. Ez a tendencia növekvő bizonytalanságot eredményezett mind a pénzügyi szektorban, mind a lakosság körében. A befektetői aggodalmak egyik legfontosabb mutatója a hitelkockázati felár (Credit Default Swap – CDS) volt, amely Magyarországon is jelentősen emelkedett. A CDS-felár azt jelzi, hogy a piac mennyire tartja kockázatosnak egy adott ország adósságát. Míg 2008 elején a magyar CDS-felár 100–150 bázispont között mozgott, addig 2008 októberére meghaladta a 400 bázispontot, majd 2009 elejére 600 bázispont fölé emelkedett (5. ábra). Ez azt mutatta, hogy a nemzetközi piac egyre nagyobb kockázatot társított Magyarországon fizetőképességéhez, amely a forint további gyengüléséhez és az államadósság finanszírozásának megnehezüléséhez vezetett.



5. ábra: A CDS felár változásai 2007 és 2009 május között

Forrás: Varga, 2009

Összességében a 2008-as pénzügyi válság első hónapjaiban Magyarország egyike volt azoknak az országoknak, amelyeket a leginkább sújtott a globális pénzpiaci pánik és a befektetői kockázatkörülés. A forint gyors leértékelődése, az állampapírok hozamának emelkedése és a CDS-felár növekedése mind arra utalt, hogy a magyar gazdaság nemzetközi segítségre szorulhat. A következő fejezetben azt vizsgálom, hogyan reagált a Magyar Nemzeti Bank és a kormányzat ezekre a kihívásokra, és milyen gazdaságpolitikai döntések születtek a válság kezelésére.

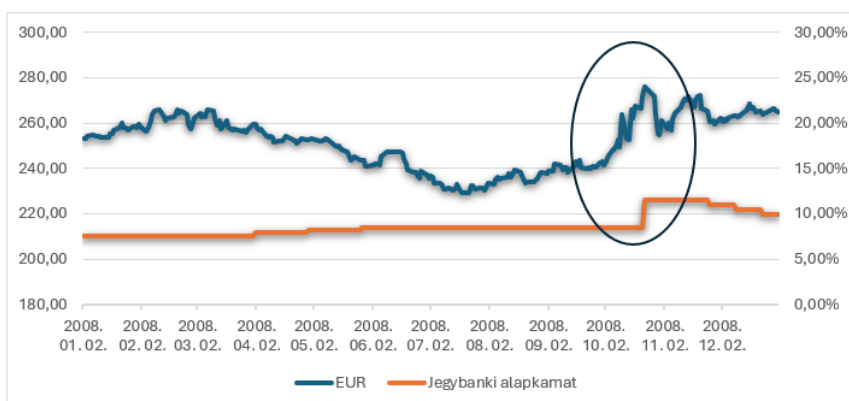
1.2. Az MNB és a kormány reakciói: egyensúlykeresés vagy konfliktus?

A 2008-as gazdasági válság következtében a magyar gazdaság gyors és hatékony beavatkozást igényelt mind a kormányzat, mind a Magyar Nemzeti Bank (MNB) részéről. Az árfolyam-ingadozások, a növekvő külső finanszírozási igény és a devizaalapú hitelek terheinek növekedése sürgős intézkedéseket követeltek. Az MNB és a kormányzat azonban eltérő prioritásokat követett a válság kezelése során. Míg az MNB monetáris politikai eszközökkel,

elsősorban kamatemeléssel próbálta stabilizálni a forintot, addig a kormányzat fiskális megszorításokkal és nemzetközi segítség bevonásával igyekezett enyhíteni a pénzügyi instabilitást. A két intézmény közötti eltérő gazdaságpolitikai megközelítés azonban feszültségekhez vezetett. Az MNB elsősorban az inflációs célkövetés és a pénzügyi stabilitás megőrzésére koncentrált, míg a kormányzat inkább a gazdasági növekedés fenntartását és a lakossági terhek enyhítését tartotta szem előtt. Ez a kettősség határozta meg a magyar válságkezelés alapvető dilemmáit.

1.2.1. A jegybank intézkedései

A 2008-as pénzügyi válság idején az MNB egyik fontos lépése az árfolyam-politika módosítása volt. 2008 februárjában megszűnt az intervenciós sáv, amely addig a forint árfolyamát egy előre meghatározott sávban tartotta az euróhoz képest. Ennek következtében a forint árfolyama az intervenciós sávval kiegészített lebegő rendszerből teljesen lebegő árfolyamrendszerre alakult, vagyis az MNB többé nem vállalt kötelezettséget az árfolyam adott keretek között tartására. A válság alatt a forint leértékelődését elsősorban külső piaci hatások vezérelték, de a lebegő árfolyamrendszer miatt az árfolyam sokkal érzékenyebben reagált a nemzetközi tőkepiaci mozgásokra. Az árfolyam-ingadozások felerősödtek, így a jegybanknak a kamatpolitika és egyéb likviditási eszközök alkalmazásával kellett reagálnia a válság hatásaira. Bár az árfolyamrendszer átalakítása önmagában nem volt válságkezelő lépés, annak hatása jelentős szerepet játszott a forint árfolyamának alakulásában a pénzügyi krízis során. A forint árfolyamának jelentős gyengülése után az MNB október 22-én 300 bázisponttal, 8,5%-ról 11,5%-ra emelte az alapkamatot. A jegybank célja ezzel az intézkedéssel a forint stabilizálása és a külföldi tőkekiáramlás mérséklése volt. A kamatemelés rövid távon pozitív hatással járt, mivel a forint árfolyama ideiglenesen stabilizálódott (6. ábra), és a befektetői bizalom némileg helyreállt.



6. ábra: A jegybanki alapkamat és a forint árfolyamának alakulása 2008-ban

Forrás: akk.hu és mnb.hu alapján saját szerkesztés

Ugyanakkor a magasabb kamatszint kedvezőtlenül érintette a hazai hitelpiacot, mivel megnövekedtek a finanszírozási költségek, ami csökkentette a hitelezési kedvet, és tovább súlyosbította a vállalkozások és a háztartások pénzügyi helyzetét.

Az alapkamat-emelés mellett az MNB további monetáris politikai eszközöket is alkalmazott annak érdekében, hogy stabilizálja a pénz- és devizapiacot a 2008-as gazdasági válság során.

- **FX-swap tenderek:** lehetővé tették a bankok számára, hogy forintért cserébe devizát kapjanak. Ez a lépés mérsékelte a devizapiacon kialakuló nyomást, valamint hozzájárult a forint árfolyamának stabilizálásához. Az intézkedés egyik fő célja az volt, hogy a bankok számára biztosított devizalikviditás enyhítse azokat a feszültségeket, amelyek a devizahitelek finanszírozása kapcsán alakultak ki.
- **Likviditási tenderek:** céljuk a bankok likviditáskezelésének könnyítése volt, hozzájárult a bankközi piac stabilizálódásához
- **Másodpiaci állampapír-vásárlási aukciók:** Ez lehetővé tette az állampapírok likviditásának javítását, Az aukciókon az MNB jelentős mennyiségű állampapírt vásárolt fel, hogy támogassa a bankrendszer forrásellátottságát, és csökkentse a hozamszintek túlzott ingadozását.
- **Kötelező tartalékráta csökkentése:** 5%-os szintről 2%-ra, közvetlenül növelve a bankok rendelkezésére álló szabad forrásait, így csökkentve a likviditási problémák kockázatát.
- **Elfogadható fedezetek körének bővítése:** kiterjesztette azoknak az eszközöknek a körét, amelyeket fedezetként elfogadott a hitelezési műveletek során. Ez a lépés segítette a bankokat abban, hogy könnyebben hozzáférjenek a jegybanki forrásokhoz, így biztosítva a pénzügyi rendszer stabilitását.

Ezek az intézkedések együttesen hozzájárultak ahhoz, hogy a forint árfolyama ne szenvedjen még nagyobb veszteségeket, és hogy a bankrendszer likviditása fennmaradjon. Az MNB beavatkozásai segítettek a piaci feszültségek enyhítésében, azonban a magas alapkamat és a korlátozott hitellehetőségek hosszú távon visszafogták a gazdasági növekedést.

1.2.2. Fiskális válságkezelés

A jegybanki szigorítások mellett a kormányzat is válságkezelő intézkedéseket hozott, elsősorban külső finanszírozás bevonásával. Magyarország magas külső eladósodottsága miatt egyre nehezebbé vált az államadósság finanszírozása, ezért a kormány tárgyalásokat folytatott

az IMF-fel és az EU-val, melynek eredményeként 2008 novemberében 25,1 milliárd dolláros hitelcsomagot kapott. A pénzügyi stabilizálás érdekében megszorításokat vezettek be, amelyek érintették az állami szektort, a közalkalmazotti béreket és a szociális ellátásokat. Az adóbevételek növelése érdekében emelték az ÁFA-kulcsokat és egyes jövedéki adókat, valamint módosították a társasági és személyi jövedelemadó szerkezetét. Csökkentették a nyugdíjak reálértékét, szigorították a korai nyugdíjazás feltételeit, és visszavágták egyes szociális támogatásokat. A közszolgálati szektorban létszámcsoökkentést és bérbefagyasztást hajtottak végre a költségvetési egyensúly érdekében. A hosszú távú fenntarthatóság érdekében a kormány reformokat vezetett be az oktatás, egészségügy és szociális ellátás terén, módosította a befektetési ösztönzőket, valamint csökkentette az önkormányzatok eladósodottságát. Az államadósság finanszírozásának átalakításával növelték a belföldi források arányát, módosították a hitelstratégiát és visszafogták a devizakötvény-kibocsátást. Bár az IMF–EU hitelcsomag rövid távon stabilizálta a pénzügyi helyzetet, a megszorítások és reformok jelentős társadalmi feszültségeket eredményeztek. A hosszú távú kilábalás kulcsa a fiskális fegyelem és az adósságkezelési stratégia maradt.

A monetáris és fiskális politikai intézkedések együttesen segítettek elkerülni a pénzügyi összeomlást, ám a megszorítások és a magas kamatkörnyezet hosszú távon visszavetették a gazdasági növekedést, így csak fokozatos helyreállítás volt lehetséges. Az MNB árfolyam-stabilizációra és inflációfékezésre törekedett, míg a kormány a gazdasági növekedést ösztönözte, ami feszültséget szült a két intézmény között. A válságkezelés rövid távon pénzügyi stabilitást hozott, ám ennek ára a gazdasági visszaesés és az életszínvonal csökkenése volt. A megszorítások hatására csökkent a fogyasztás, nőtt a munkanélküliség, és visszaesett a hitelezés, miközben a devizahiteles háztartások helyzete tovább romlott. Az MNB és a kormány köti konfliktust a 7. ábra segítségével foglaltam össze:

Téma	MNB álláspontja	Kormány álláspontja	Következmény
Alapkamat-politika	A kamatemelés szükséges a forint árfolyamának stabilizálására. 2008 októberében 11,5%-ra emelte az alapkamatot.	A magas kamatok visszafogják a hitelezést és a gazdasági növekedést. Túl szigorúnak tartotta az MNB lépéseit.	A kamatemelés rövid távon stabilizálta az árfolyamot, de növelte a hitelek költségét és mélyítette a recessziót.
IMF–EU hitelcsomag	Támogatta az IMF-hitelcsomagot, mert az növelte a befektetői bizalmat és stabilizálta a pénzügyi rendszert.	Elfogadta az IMF-feltételeket, de próbálta minimalizálni a lakossági hatásokat és a megszorítások politikai következményeit.	Az IMF-hitel stabilizálta a gazdaságot, de a megszorítások miatt elmélyült a recesszió és a lakossági elégedetlenség nőtt.
Monetáris vs. fiskális politika	Elsődleges cél az árfolyam-stabilizáció, az infláció elleni küzdelem és a devizapiaci kockázatok csökkentése.	A gazdaság élénkítése és a lakossági terhek csökkentése volt a fő cél. A költségvetési hiány csökkentése politikai nyomás alatt történt.	A két eltérő fókusz miatt a gazdaság lassan állt helyre, a hitelezés visszaesett, és a forint árfolyama évekig instabil maradt.

7. ábra: Az MNB és a kormány törekvései

Forrás: saját szerkesztés

A 2008-as válságkezelő lépések hosszú távú hatásai mély nyomot hagytak a gazdaságon: a pénzügyi stabilitás helyreállítása mellett a hitelezés csökkenése és a visszafogott fogyasztás tovább mélyítette a gazdasági problémákat.

1.3.A válság hatása a lakosságra és a hitelezésre

A forint árfolyamának gyors leértékelődése, a kamatlábak emelkedése és a gazdasági aktivitás visszaesése együttesen rombolta a fogyasztói bizalmat és megnehezítette a hitelhez jutást. Az alábbiakban bemutatom a válság legfontosabb hatásait a magyar háztartásokra, a hitelezési piacra és a fogyasztásra.

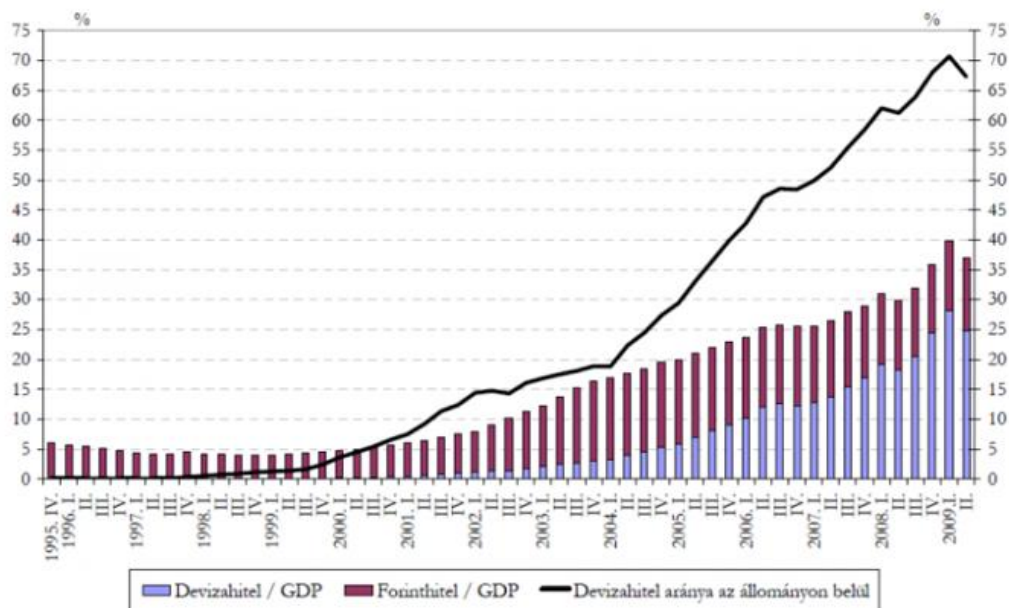
1.3.1. A devizahitelek problémái

A 2000-es évek közepén a magyar lakossági hitelpiacon robusztus növekedés volt tapasztalható, amelyet nagyrészt a svájci frank (CHF) és euró alapú jelzáloghitelek felfutása vezérelt. Ezek a hitelek az alacsonyabb kamatlábak miatt kezdetben kedvezőbb feltételeket kínáltak, mint a forint alapú kölcsönök. A válság előtt a lakossági jelzáloghitelek jelentős része – akár 80%-a – devizában volt denominálva. A forint árfolyamának 2008-as hirtelen zuhanása azonban drámaian megváltoztatta a helyzetet.

A forint árfolyamának gyengülése következtében a devizaalapú hitelek törlesztőrészei gyorsan növekedtek. Egy tipikus svájci frank alapú lakáshitel esetében a törlesztőrészlet 30-50%-kal is megemelkedhetett néhány hónap alatt. Ez a változás súlyosan érintette a háztartásokat, különösen azokat, amelyek jövedelme nem növekedett hasonló ütemben. Sok adós képtelen volt teljesíteni a megnövekedett fizetési kötelezettségeit, ami a nemteljesítő hitelek arányának gyors növekedéséhez vezetett. A lakossági eladósodás ilyen mértékű megugrása szociális problémákat is generált. Egyre több háztartás kényszerült arra, hogy hitelének törlesztése érdekében visszafogja kiadásait, vagy más módon próbálja mérsékelni pénzügyi terheit. Sokan elvesztették ingatlanjukat, mivel nem tudták fizetni a növekvő törlesztőrészeket, ami jelentősen növelte a kilakoltatások számát az országban.

1.3.2. A hitelezési piac befagyása

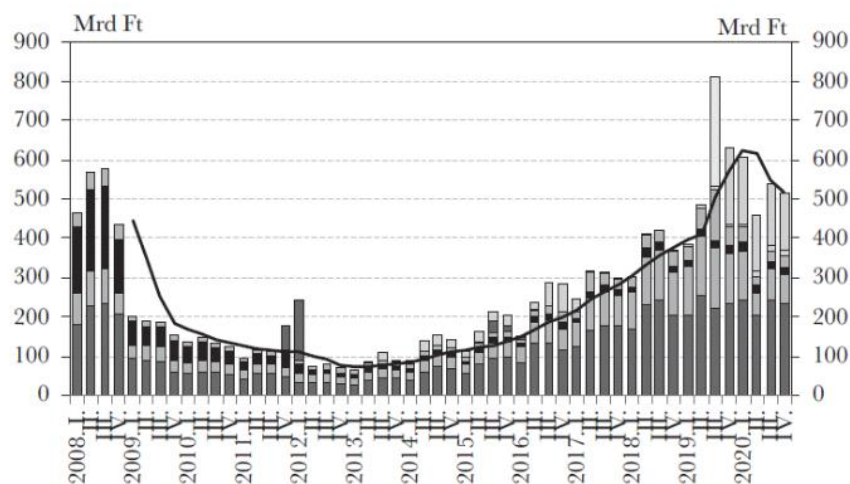
A válság következtében a bankok jelentősen szigorították hitelezési politikájukat. A forint árfolyamának ingadozása és a pénzügyi bizonytalanság miatt a pénzintézetek növekvő kockázatot láttak a lakossági és vállalati hitelezésben, ami a hitelkínálat jelentős csökkenéséhez vezetett. A válság előtti években a hitelezési piac dinamikusán bővült, azonban 2008 végétől a bankok egyre szigorúbb feltételeket szabtak a hitelfelvevők számára, ami számos háztartás és vállalkozás számára ellehetetlenítette az új hitelfelvételt. A jegybanki kamatemelések tovább növelték a hitelek költségeit, így a hitelkereslet is jelentősen csökkent. (8. ábra)



8. ábra: háztartások teljes hitelállományának alakulása a GDP-hez viszonyítva

forrás: Oeconomus Gazdaságkutató Alapítvány

A hitelezési piac visszaesése különösen negatív hatással volt a lakáspiaci tranzakciókra. Az új lakáshitelek volumene drasztikusan csökkent, és a lakásvásárlások száma visszaesett. (9. ábra) A bizonytalan gazdasági helyzet miatt a fogyasztók óvatosabbá váltak, és kevesebb nagy értékű beruházást hajtottak végre.



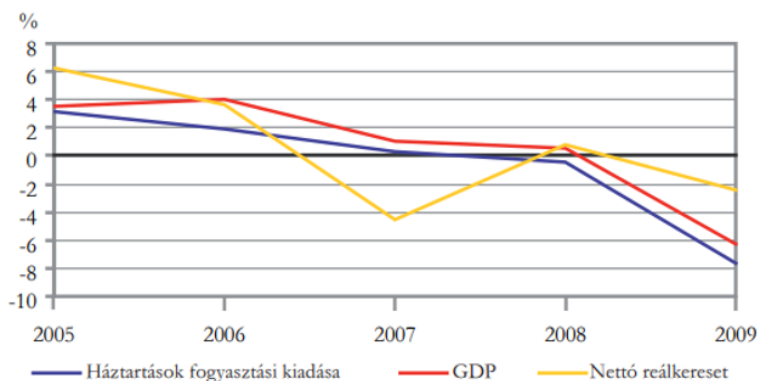
9. ábra: Új háztartási hitelek a teljes hitelintézeti szektorban

Forrás: Polgári szemle, 2020

1.3.3. A lakossági fogyasztás visszaesése

A válság és a megszorító intézkedések hatására a háztartások jövedelmi helyzete romlott, ami a fogyasztási szokások jelentős átalakulásához vezetett. Az infláció emelkedése, a reálbércsökkenés és a növekvő munkanélküliség együttesen csökkentették a lakosság vásárlóerejét. 2009-re a háztartások jelentős mértékben visszafogták kiadásait, különösen a

nem alapvető fogyasztási cikkek területén. Az élelmiszerek és a lakhatási költségek prioritást élveztek, míg az olyan kiadások, mint a tartós fogyasztási cikkek, gépjárművek vagy szórakoztatóipari szolgáltatások, jelentősen visszaestek. A gazdasági bizonytalanság a fogyasztói bizalmat is aláasta.



10. ábra: A GDP, a háztartások fogyasztási kiadása és a nettó reálkeresetek változása az előző évhez képest

Forrás: KSH 2010, p 17.

A 10. ábra jól szemlélteti a GDP, a háztartások fogyasztási kiadásai és a nettó reálkeresetek változását a 2005 és 2009 közötti időszakban. A tendencia egyértelműen rámutat arra, hogy a 2008-as gazdasági válság jelentős negatív hatást gyakorolt a lakossági fogyasztásra.

2005 és 2006 között a nettó reálkeresetek még növekedtek, ami kedvező hatással volt a háztartások fogyasztására. 2007-től azonban a reálkeresetek csökkenni kezdtek, amely a gazdasági megszorítások és az emelkedő adóterhek következménye lehetett. Ezzel párhuzamosan a háztartások fogyasztási kiadásai is csökkentek, ami arra utal, hogy a jövedelmek visszaesése közvetlen hatással volt a lakosság vásárlási szokásaira. Bár a GDP 2008-ig viszonylag stabil maradt, a 2008-as válság kitörése után jelentős visszaesés következett be. A háztartások fogyasztási kiadásainak csökkenése és a lakossági óvatosság egyértelműen hozzájárult a gazdasági növekedés lassulásához. 2009-re a fogyasztási kiadások már jelentősen visszaestek, ami arra utal, hogy a háztartások igyekeztek csökkenteni kiadásait a bizonytalan gazdasági helyzet miatt. A lakossági fogyasztás visszaesése tovább mélyítette a gazdasági visszaesést, hiszen a belső kereslet csökkenése negatív hatással volt a termelésre és a foglalkoztatásra. Ez a folyamat önmagát erősítve rontotta a munkaerőpiaci helyzetet és a vállalkozások bevételeit is. Az ábra alapján egyértelműen látható, hogy a 2008-as válság egy negatív gazdasági spirált indított el: a reálkeresetek csökkenése a fogyasztás visszaesését eredményezte, amely végső soron a GDP jelentős hanyatlásához vezetett.

A válság okozta bizalomvesztés és a hitelezés visszaesése hosszú távon hátráltatta a gazdasági kilábalást. A bankok óvatossága miatt a hitelkereslet lassan állt helyre, a devizahitelek

problémáját pedig csak a 2014–2015-ös forintosítás oldotta meg. A csökkenő fogyasztás és a magas adósságállomány lassította a növekedést, a befektetések és a munkaerőpiac helyreállása elhúzódott. A válság hatásai még évekkel később is érezhetők voltak, a gazdaság csak fokozatosan stabilizálódott

1.4.Összegzés és következtetések

A 2008-as gazdasági válság miatt a forint árfolyama drasztikusan gyengült, ami súlyos terheket rótt a devizahitelesekre és destabilizálta a pénzügyi rendszert. A hitelezési piac gyakorlatilag befagyott, a lakossági fogyasztás visszaesett, és a GDP 2009-ben több mint 6%-kal csökkent. Az árfolyamváltozás kezelésében az MNB és a kormány eltérő stratégiát alkalmazott: az MNB kamatemeléssel próbálta stabilizálni a forintot, míg a kormány az IMF–EU hitelcsomaggal igyekezett elkerülni az államcsődöt, ami feszültségeket eredményezett a monetáris és fiskális politika között. A forint árfolyamának ingadozása hosszú távú következményekkel járt: a devizahitelesek problémáját végül a 2014–2015-ös forintosítás enyhítette, de a válság rámutatott a pénzügyi rendszer sebezhetőségére. Ennek hatására szigorúbb szabályozásokat vezettek be, átalakították az államadósság szerkezetét, és megerősítették a bankrendszert. Bár a GDP 2013 után növekedésnek indult, a forint leértékelődésének és az árfolyamrendszer átalakulásának hatásai éveken át meghatározták a gazdaságpolitikai döntéseket és a pénzügyi stabilitás megőrzésére irányuló reformokat

2. Infláció alakulása a COVID-19 idején

A COVID-19 világjárvány nemcsak az egészségügyi rendszereket állította kihívások elé, hanem súlyos gazdasági következményekkel is járt világszerte. A 2020 elején kibontakozó járvány gyors terjedése, a korlátozó intézkedések és a nemzetközi ellátási láncok megszakadása hirtelen és drasztikus változásokat idézett elő a globális gazdaságban. Magyarország sem volt kivétel: a gazdasági növekedés megtorpant, a munkanélküliség emelkedett, az infláció növekedni kezdett, és a forint árfolyama jelentős ingadozásokat mutatott.

A forint árfolyamának alakulása ebben az időszakban jól mutatja a külső és belső gazdasági hatások együttes következményeit. A devizapiaci mozgásokra hatással voltak a járvány első hullámában tapasztalt tőkekivonások, az európai és amerikai jegybankok monetáris politikai döntései, valamint a magyar gazdaság belső kihívásai, például az államháztartási hiány és az inflációs nyomás. A forint jelentős gyengülése mellett a monetáris és fiskális politika közötti feszültségek is felerősödtek.

A fejezet célja, hogy átfogó képet adjon a forint árfolyamának alakulásáról a COVID-19 által okozott válság alatt, és annak hatására, valamint bemutassa az MNB és a kormány árfolyam-stabilizációs intézkedéseit, azok hatékonyságát és az ezekből fakadó eseményeket.

2.1. A forint árfolyamának változásai a COVID-19 idején

A forint árfolyamának változásai jól tükrözik a piaci bizonytalanságokat, a jegybanki és kormányzati intézkedések hatásait, valamint a nemzetközi pénzpiacok alakulását. A következő alfejezetekben az árfolyam főbb fordulópontjait és azok okait szeretném bemutatni.

2.1.1. A COVID-19 első hulláma – első árfolyamsokk és tőkekivonás (2020 tavasz)

2020 tavaszán a COVID-19 világjárvány első hulláma hirtelen és súlyos piaci bizonytalanságot eredményezett, amely globális pénzügyi turbulenciát váltott ki. A járvány terjedése és a gazdaságok lezárása a befektetői hangulat drasztikus romlásához vezetett, különösen a feltörekvő piacokon, köztük Magyarországon is. A nemzetközi tőkepiacon megfigyelhető kockázatkerülő magatartás miatt a befektetők nagy mennyiségű tőkét vontak ki a sérülékenyebb gazdaságokból, és biztonságosabb eszközökbe, például amerikai dollárba vagy aranyba menekítették pénzüket.

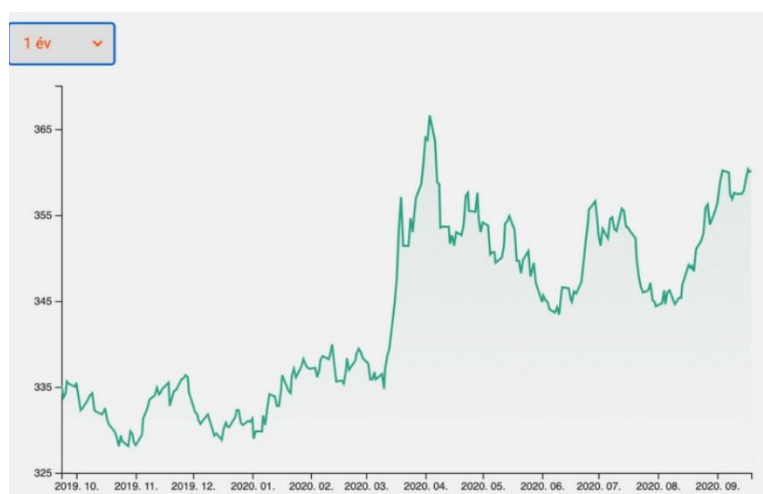
Ez a folyamat a forint árfolyamának gyors leértékelődéséhez vezetett. Az euróval szembeni árfolyam 2020 márciusában 360 feletti szintre emelkedett, ami addig soha nem látott érték volt. A hirtelen forintgyengülés mögött nemcsak a külföldi befektetők eladási hulláma állt, hanem a hazai gazdaság szereplőinek megnövekedett devizakereslete is. Az importált termékek,

különösen az energia és az alapvető fogyasztási cikkek árának növekedése szintén hozzájárult az árfolyamnyomás fokozódásához.

A piaci bizonytalanságot tovább növelte a világjárvány hosszú távú gazdasági hatásait övező ismerethiány. A lezárások és a termelés leállása miatt a gazdasági aktivitás csökkent, ami a pénzpiacokon is érezhető következményekkel járt. A nemzetközi devizapiacra a forint egyre inkább a kockázatosabb valuták közé került, ami tovább erősítette az eladási hullámot.

A gazdasági szereplők többsége gyors alkalmazkodásra kényszerült az új helyzethez. A vállalatok tömegesen kezdték el visszafogni kiadásait és elhalasztani beruházásait, ami közvetetten tovább gyengítette a forintot. A turizmus és a szolgáltatási szektor hirtelen visszaesése szintén hozzájárult a fizetési mérleg romlásához, ami további nyomást helyezett a devizaárfolyamra.

Összességében a COVID-19 első hulláma 2020 tavaszán jelentős árfolyamsokkot eredményezett (11. ábra), amelyet elsősorban a befektetői bizalom megingása és a tőkekivonás gyorsulása okozott. A forint volatilitása rövid idő alatt rendkívüli módon megnőtt, és az árfolyamváltozások jelentős hatást gyakoroltak a gazdaság különböző szektoraiban működő vállalatokra és háztartásokra egyaránt.

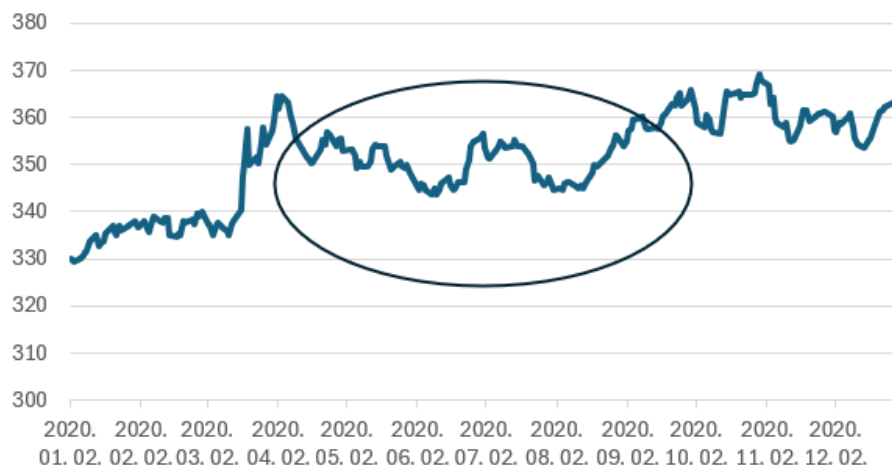


11. ábra: EUR/HUF árfolyam alakulása 2020

Forrás: Pénzcentrum, 2020.

2.1.2. Árfolyamstabilizáció, és a gazdaság újranyitása (2020 nyár-ősz)

A tavaszi sokkot követően a nyári hónapokban a forint árfolyama relatív stabilizálódott (12. ábra), részben a gazdasági korlátozások enyhítésének és a jegybanki beavatkozásoknak köszönhetően. Az árfolyam 345–355 közötti szinten mozgott, ami javulást jelentett a márciusi mélypontokhoz képest.



12. ábra: A forint árfolyamának relatív stabilizálódása 2020 nyarán

Forrás: Magyar Nemzeti Bank árfolyamadatai alapján saját szerkesztés

A stabilizációhoz hozzájárult az EU helyreállítási alapjának (Next Generation EU) bejelentése, amely erősítette a régió iránti befektetői bizalmat, az MNB monetáris politikai lépései, így az alapkamat 0,6%-ra csökkentése és további likviditásbővítő intézkedések, valamint a belső kereslet élénkülése, amely a gazdaság újranyitásával párhuzamosan növekedett. Azonban a forint stabilitása továbbra is bizonytalan maradt, mivel a járvány második hullámának fenyegetése és az ellátási láncokban fellépő problémák már ekkor előre vetítették a következő év gazdasági kihívásait.

2.1.3. Inflációs nyomás és a forint leértékelődése (2021-2022)

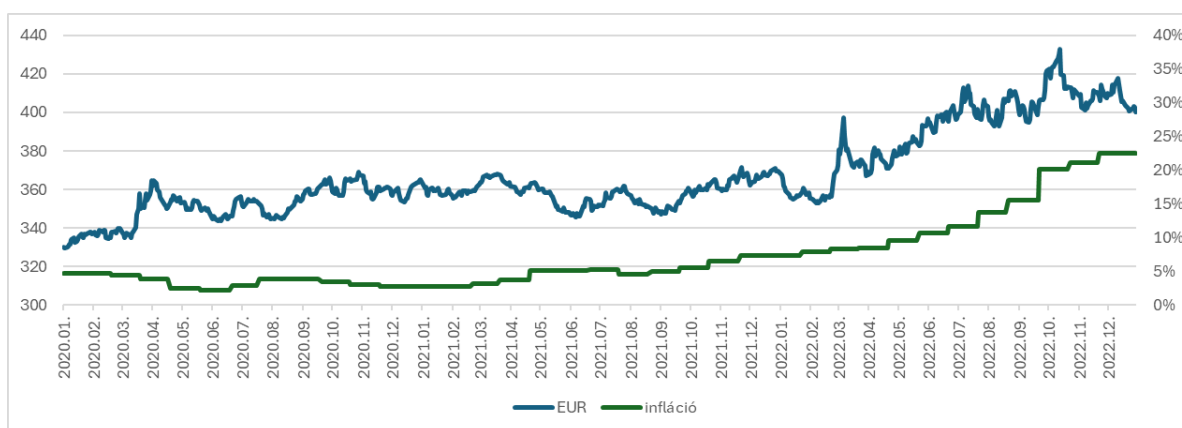
A COVID–19 világjárvány hatásai továbbgyűrűztek a gazdaságba. A pandémia okozta globális gazdasági bizonytalanságot fokozta a nemzetközi ellátási láncok zavarai, a nyersanyag- és energiaárak növekedése, valamint a világgazdaságban tapasztalható inflációs hullám. Ezek a tényezők közvetlenül és közvetve is hozzájárultak a forint gyengüléséhez.

2021 végére az infláció 7-8%-ra emelkedett, amely jelentős eltérés volt az előző évek alacsonyabb inflációs szintjeihez képest. A drágulás legfőbb hajtóereje a nemzetközi energiaár-robbanás volt, amely az ipari termelés költségeit is megemelte, tovább növelve az inflációs nyomást. Az importált termékek áremelkedése szintén hozzájárult a fogyasztói árak növekedéséhez, mivel a forint gyengülése miatt a külföldről behozott áruk egyre drágábbá váltak.

A forint árfolyamára ható egyik legfontosabb tényező a globális pénzpiaci mozgások megváltozása volt. Az amerikai jegybank, a Federal Reserve kamatemelési ciklusa csökkentette a feltörekvő piacok, köztük Magyarország vonzerejét a nemzetközi befektetők számára. A tőke áramlása a fejlett gazdaságok felé irányult, ami nyomás alá helyezte a forintot és más kelet-

közép-európai valutákat is. Emellett az európai gazdasági és politikai bizonytalanságok is hozzájárultak a befektetői hangulat romlásához. Az energiapiaci instabilitás és az egyes országok eltérő gazdaságpolitikai válaszlépései fokozott volatilitást eredményeztek a régióban. Magyarország esetében a forint fokozatos leértékelődése 2022 folyamán egyre intenzívebbé vált, különösen az év második felében, amikor az euró árfolyama meghaladta a 400 forintos szintet.

A 13. ábra – amely az EUR/HUF árfolyam és az infláció alakulását mutatja 2021 és 2022 között – jól szemlélteti, hogy a forint árfolyamának gyengülése és az infláció megugrása egymást erősítő folyamatok voltak.



13. ábra: EUR/HUF árfolyam és inflációs ráta alakulása 2021–2022 között

Forrás: Magyar Nemzeti Bank (2022) alapján saját szerkesztés

A COVID-19 világjárvány időszakában tehát a forint árfolyamának alakulása három jól elkülöníthető szakaszra bontható. **2020 tavaszán** a globális pánikreakció és a nemzetközi tőke kivonás következtében a forint jelentős mértékben leértékelődött, elérve addigi történelmi mélypontját. A járvány kitörésével párhuzamosan a befektetők kockázatkerülő magatartása fokozott volatilitást okozott a feltörekvő piaci devizák esetében, amely a forintot is érintette. **2020 nyarán** a gazdasági újranyitás és az MNB likviditásnövelő intézkedései részleges stabilizációt eredményeztek, bár a piaci bizonytalanság továbbra is fennállt. Az árfolyam visszaerősödött a tavaszi mélypontokhoz képest, azonban az elhúzódó járványhelyzet és a gazdasági kilátások bizonytalansága miatt nem tért vissza a válság előtti szintekre. **2021-től** a forint tartós gyengülése kezdődött, amelyet az emelkedő infláció, a jegybanki kamatpolitikában bekövetkező változások, valamint a kormány által bevezetett ársapkák és fiskális intézkedések együttes hatása okozott. A makrogazdasági környezet és a globális monetáris politika alakulása is tovább fokozta az árfolyamra nehezedő nyomást, amely **2022-ben új történelmi mélypontokat eredményezett**. Összességében a forint árfolyamának alakulása a COVID-időszakban jól tükrözi a gazdasági válságok által generált külső és belső hatásokat, valamint a

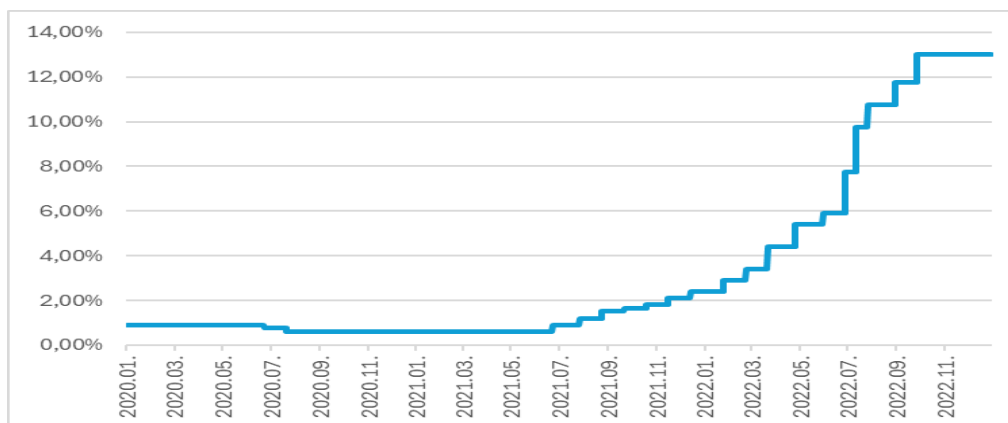
monetáris és fiskális politika eltérő céljait, amelyek együttesen határozták meg a forint értékének változását.

2.2. Az MNB és a kormány reakciói az árfolyamváltozásokra

A COVID-19 járvány gyors gazdasági visszaesést eredményezett, amely azonnali beavatkozásokat követelt meg a gazdaságpolitikai döntéshozóktól. A Magyar Nemzeti Bank (MNB) és a kormány eltérő eszközökkel, de közös céllal lépett fel a pénzügyi stabilitás és a gazdasági növekedés védelmében. A jegybank főként monetáris politikai eszközökkel próbálta stabilizálni a pénzpiacokat és ösztönözni a hitelkihelyezést, míg a kormány fiskális politikai intézkedésekkel, adó- és támogatási politikával segítette a vállalkozásokat és a háztartásokat. Bár a két intézmény céljai összességében hasonlóak voltak, az alkalmazott eszközök néha eltérő eredményekhez vezettek.

2.2.1. A jegybank intézkedései a forint árfolyamának stabilizálására

Az MNB elsődleges és mindenkori feladata a pénzügyi stabilitás fenntartása, amely érdekében különböző monetáris politikai eszközöket alkalmazhat. 2020 első felében az alapkamatot 0,75%-ra csökkentette, hogy támogassa a hitelezést és csökkentse a gazdasági szereplők finanszírozási terheit. Ugyanakkor az infláció növekedése miatt 2021 júniusától fokozatos kamatemelésekbe kezdett, amely 2022 végére 13%-ra emelkedett. (14. ábra) A szigorítás célja az infláció mérséklése, a forint stabilizálása és a forintalapú befektetések vonzóbbá tétele volt.



14. ábra: A jegybanki alapkamat alakulása 2020-2022

Forrás: Magyar Nemzeti Bank (n.d) alapján saját szerkesztés

A kamatpolitikai intézkedéseken túl az MNB kiterjesztett hitelprogramokat indított a kis- és középvállalkozások számára, alacsony kamatozású forrásokat biztosítva működési költségeik fedezésére és beruházásaik finanszírozására. Emellett 2020 közepétől állampapír-vásárlási programot indított a hosszú lejáratú hozamok mérséklésére és a költségvetési finanszírozás stabilizálására. A bankrendszer likviditásának biztosítása érdekében hosszú lejáratú fedezett

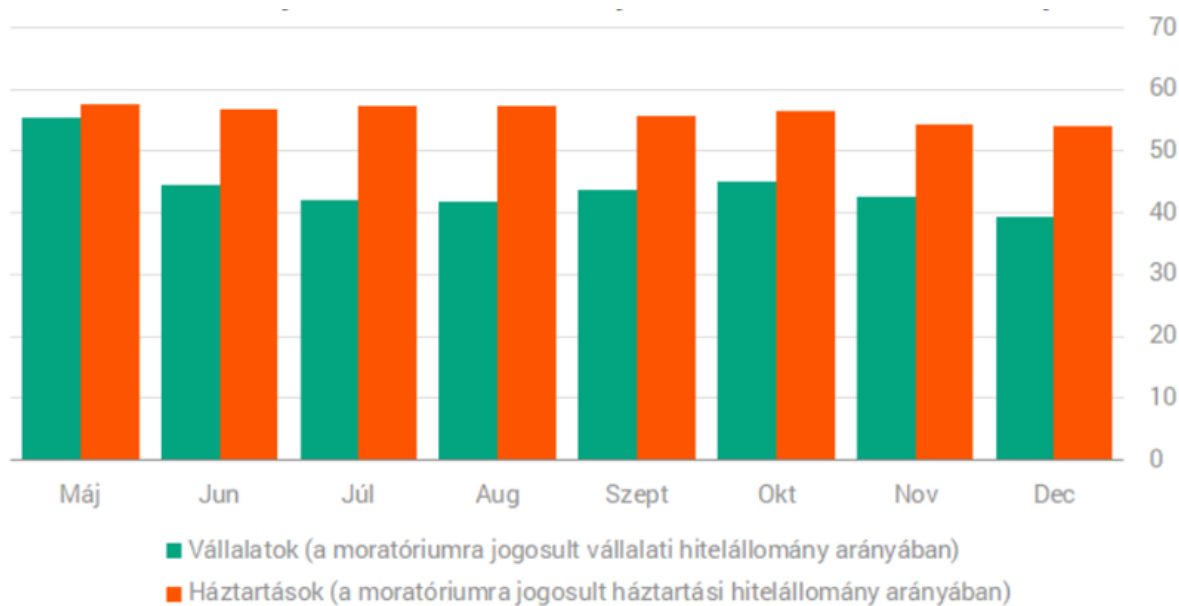
hitelek és overnight likviditási tendereket vezetett be, amelyek a vállalati és lakossági hitelezést támogatták. Annak ellenére, hogy a monetáris politika szigorítása elősegítette a pénzpiaci likviditás csökkentését és a forint stabilizálását, az infláció tovább emelkedett, különösen az energiaárak és az élelmiszerárak növekedése miatt. Az MNB verbális intervenciókkal és közvetlen devizapiaci beavatkozásokkal is igyekezett mérsékelni a forint volatilitását, miközben kommunikációjában egyre nagyobb hangsúlyt helyezett az infláció 3%-os célértékhez való visszatérésére.

Összességében az MNB 2021 végétől egyre határozottabb kamatemelési politikát folytatott, amely a pénzügyi stabilitás biztosítására, a forint árfolyamának védelmére és az inflációs nyomás csökkentésére irányult.

2.2.2. Kormányzati intézkedések

A kormány intézkedései a vállalatok és a háztartások pénzügyi terheinek csökkentésére, valamint a gazdasági aktivitás fenntartására irányultak.

2020 márciusában általános hitelmoratóriumot hirdetett, amely lehetővé tette, hogy a vállalkozások és a háztartások felfüggeszék hiteltörlesztéseiket.



15. ábra: A moratórium alatt álló hitelek aránya a hitelintézeteknél 2020 folyamán

Forrás: Portfolio, 2021.

Ez az intézkedés rövid távon jelentős segítséget nyújtott, azonban a halasztott törlesztések miatt a későbbiekben növekvő törlesztési terhet jelentett az érintettek számára.

A kormány több lépcsőben különböző támogatási programokat indított, amelyek célja a munkahelyek védelme és a vállalkozások túlélésének biztosítása volt. Ezek közé tartozott:

- Bértámogatások a rövidített munkaidőben dolgozók számára.
- Adókönyvitések, például a KATA-fizetési kötelezettségek felfüggesztése a leginkább érintett szektorok számára.
- Célzott támogatások a turizmus, vendéglátás és szórakoztatóipar szereplői számára.

2021 végén a kormány hatósági árplafonokat vezetett be bizonyos alapvető élelmiszerekre és az üzemanyagokra az infláció visszaszorítása érdekében. Bár ez rövid távon segítette a fogyasztókat, hosszú távon ellátási problémákat eredményezett, és piaci torzulásokhoz vezetett.

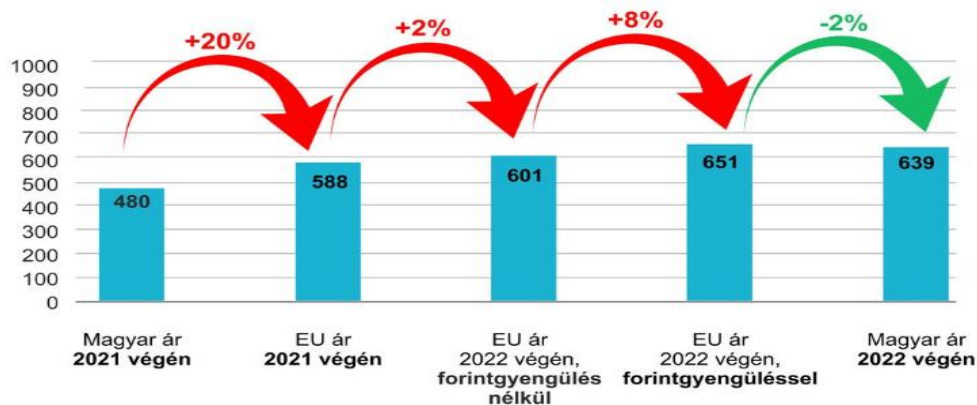
A kormány a benzin és a dízel árát egységesen 480 forint/literben rögzítette, miközben a piaci ár már meghaladta az 510 forintot. (16. ábra)



16. ábra: a 95-ös benzin és gázolaj bruttó kiskereskedelmi átlagára (forint/liter)

Forrás: Portfolio, 2021.

Az intézkedés kezdetben kedvező fogadtatásra talált, hiszen a magyar autósok jelentős összegeket takarítottak meg a tankolások során. Egy átlagos, havi 50 literes üzemanyag-fogyasztás mellett egy család akár 10 000 forintot is megspórolhatott havonta. Azonban a nagy veszteségek miatt több kisebb benzinkút bezárt, míg a nagyobb hálózatok mennyiségi korlátozásokat vezettek be – volt, ahol naponta csak 10-20 liter tankolására volt lehetőség. 2022 végére az ársapka fenntarthatatlanná vált. Egyes kutakon rendszeresen elfogyott az üzemanyag, miközben a piaci szereplők veszteségesen árulták azt. A magyarországi hatósági ár messze elmaradt a régiós országok áraitól. A szomszédos országok autósai – különösen Szlovákiából és Romániából – nagy számban jártak át Magyarországra tankolni, tovább fokozva az ellátási problémákat. Végül 2022 decemberében a kormány eltörölte az ársapkát, az üzemanyagárak pedig azonnal a piaci szintre ugrottak. (17. ábra)



17. ábra: A benzin literenkénti árának változása 2022-ben

Forrás: Makronóm, 2023.

A kormány az üzemanyagár-plafonhoz hasonlóan hat termék árát is maximálta. Ezek az élelmiszerek – köztük a cukor, a liszt, az étolaj és a tej – 2021. október 15-i árakon maradtak, függetlenül attól, hogy a világpiaci költségek meredeken emelkedtek. Ez kezdetben valódi árelőnyt biztosított, hiszen ezek a termékek jóval olcsóbban voltak megvásárolhatók, mint más országokban vagy akár a többi, ársapkával nem érintett élelmiszer. Az ársapkás termékeket keresni kezdték a vásárlók, és sok esetben feleslegesen nagy készleteket halmoztak fel, attól tartva, hogy később drágulás következik. A boltok készlete kimerült, mivel a beszállítók nem voltak hajlandók veszteségesen értékesíteni az ársapkás termékeket. Egyre gyakoribbá vált, hogy a boltok polcain ezek az alapvető árucikkek egyszerűen nem voltak kaphatók.

A kormány 2023 augusztusában megszüntette az árplafont, és az árak drasztikusan emelkedtek, hogy utolérjék a piaci szinteket. Például:

Termék	Hatósági ár (2022)	Piaci ár az ársapka eltörlése után (2023. augusztus)	Áremelkedés (%)
Kristálycukor	239 Ft/kg	~320 Ft/kg	34%
Étolaj	713 Ft/liter	~1050 Ft/liter	48%
Csirkemell	1600 Ft/kg	~2300 Ft/kg	44%

Bár az ársapkák rövid ideig valóban enyhítették az inflációs nyomást, hosszabb távon torzították a piacot és ellátási zavarokat okoztak. Az intézkedések megszűnésével az árak hirtelen, egyszerre ugrottak meg, ami további inflációs nyomást eredményezett. Az ársapkás termékek megszűnése után az infláció ismét gyorsult, mivel az elfojtott áremelkedések egyszerre jelentek meg.

Összességében tehát az ársapkák politikai szempontból népszerű, de gazdasági szempontból kockázatos eszközök, amelyek tartós fenntartása több problémát eredményezett, mint amennyit megoldott.

2.3. Az MNB és a kormány közti konfliktusok

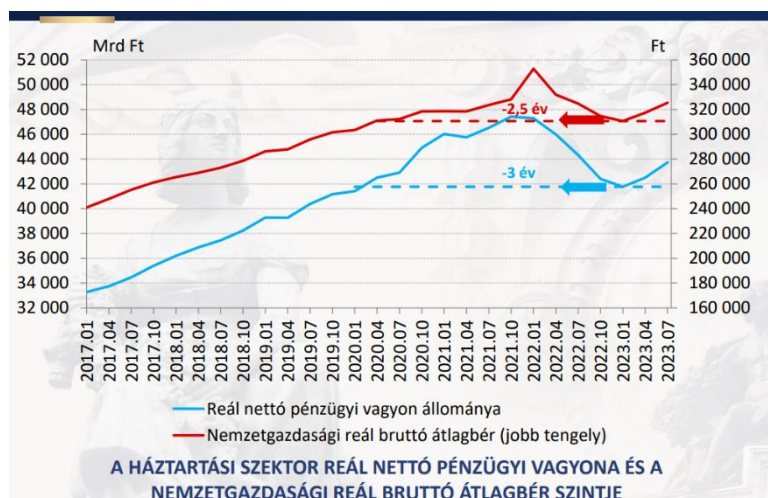
A monetáris és fiskális politika eltérő fókuszai miatt a jegybank és a kormány között időnként érdekkonfliktusok alakultak ki. A legnagyobb ellentét az alapkamat-politika körül bontakozott ki: míg az MNB a forint védelme és az infláció letörése érdekében kamatemeléseket tartott szükségesnek, addig a kormány attól tartott, hogy a magasabb kamatok visszafogják a gazdasági növekedést és a vállalkozások hitelezési lehetőségeit. Hasonló konfliktus jelentkezett az ársapkák és a hitelmoratórium kapcsán is. Az MNB kritikusan viszonyult ezekhez az intézkedésekhez, mivel azok torzították a piacot, és nem kezelték az infláció kiváltó okait. A kormány ezzel szemben politikai és társadalmi szempontból indokoltnak látta az árszabályozást és a lakossági támogatásokat, különösen a választási időszak közeledtével. Míg az MNB a pénzügyi stabilitás megőrzésére és az infláció leküzdésére törekedett, addig a kormány a lakossági terhek csökkentését és a gazdasági növekedés fenntartását tartotta prioritásnak. A kétféle megközelítés között időnként **érdeellentétek alakultak ki**, amelyek hozzájárultak az árfolyam volatilitásához. Az ársapkák és a hitelmoratórium átmeneti könnyebbiséget jelentettek a lakosság számára, azonban hosszabb távon növelték a gazdasági bizonytalanságot, és végső soron **nem tudták megakadályozni a forint tartós gyengülését**.

A forint gyengülése tehát jelentős szerepet játszott az infláció gyorsulásában, amely végső soron a reálbérek csökkenéséhez vezetett. Az árfolyamveszteség miatt a lakosság mindennapi fogyasztási kiadásai megemelkedtek, miközben a nominális bérnövekedés nem tudta teljes mértékben kompenzálni az inflációs hatásokat. Az ársapkák rövid távú megoldást kínáltak, de az árfolyam- és inflációs nyomás 2022-re tovább növekedett, ami a lakossági életszínvonal csökkenéséhez vezetett.

2.4. A háztartások pénzügyi helyzetére, a hitelezésre és a fogyasztásra gyakorolt hatás

A COVID-19 világjárvány nem csupán az egészségügyi rendszert állította kihívások elé, hanem a háztartások pénzügyi helyzetére, a hitelezési környezetre és a fogyasztási szokásokra is mélyreható hatást gyakorolt. A járvány által okozott gazdasági visszaesés, a munkaerőpiaci bizonytalanság és a kormányzati beavatkozások együttesen alakították át a lakosság pénzügyi döntéseit. A járvány kezdeti szakaszában a gazdasági bizonytalanság következtében a háztartások óvatossági motívumból visszafogták kiadásait, és a rendelkezésre álló jövedelmet növekvő arányban megtakarításokra fordították. A lakossági folyószámla- és megtakarítási állomány jelentősen emelkedett a járvány ideje alatt, ami arra utal, hogy a

háztartások igyekeztek pénzügyi védőhálót kialakítani egy esetleges jövedelemcsökkenés vagy munkahelyvesztés esetére.

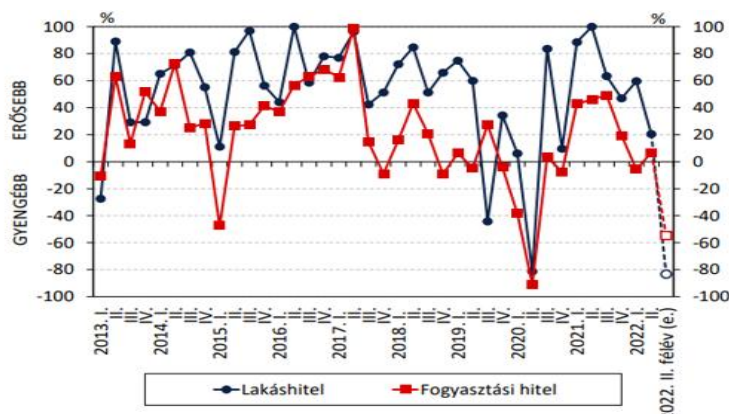


18. ábra: A háztartási szektor reál nettó pénzügyi vagyona és a nemzetgazdasági reál bruttó átlagbér szintje

Forrás: Magyar Nemzeti Bank, 2024

A kormány és a jegybank különböző intézkedésekkel próbálta mérsékelni a pandémia negatív gazdasági hatásait. Ezek közé tartozott a lakossági hitelmoratórium bevezetése, amelynek célja az volt, hogy a háztartások pénzügyi terheit ideiglenesen enyhítse. Ennek következtében a háztartások hiteltörlesztési kötelezettsége csökkent, ugyanakkor a moratórium lejártával számos család szembesült az elhalasztott törlesztőrészek visszafizetésének terhével.

A hitelpiacon a jegybank által biztosított kedvezményes finanszírozási lehetőségek és a lakáscélú támogatások (pl. CSOK, Zöld Otthon Program) tovább ösztönözték az ingatlanhitelezést. Azonban a járvány bizonytalanságai miatt a hitelfelvételi kedv kezdetben visszaesett, majd az alacsony kamatkörnyezet hatására fokozatosan helyreállt.



Megjegyzés: Az erősebb és gyengébb keresletet jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva. Forrás: MNB, a bankok válaszai alapján.

19. ábra: Hitelkereslet a háztartási hitelezési szegmensben

Forrás: Magyar Nemzeti Bank, 2022

A COVID-19 világjárvány jelentős átrendeződést eredményezett a lakossági fogyasztás szerkezetében. A kijárási korlátozások és az egészségügyi kockázatok hatására a szolgáltatásfogyasztás jelentősen visszaesett, míg az alapvető termékekre és az otthoni szórakozásra fordított kiadások megnövekedtek. Az élelmiszer-kiskereskedelem forgalma például jelentős növekedést mutatott a járvány első hullámában, míg a vendéglátóipar és a turizmus visszaesése súlyos gazdasági következményekkel járt. Az online vásárlás térnyerése az egyik legmarkánsabb trend volt a járványidőszakban. Az e-kereskedelem volumene gyors növekedést mutatott, különösen az élelmiszerek, háztartási termékek és elektronikai cikkek esetében.



20. ábra: A magyar online kereskedelem bruttó forgalmának növekedése

Forrás: Oeconomus, 2023

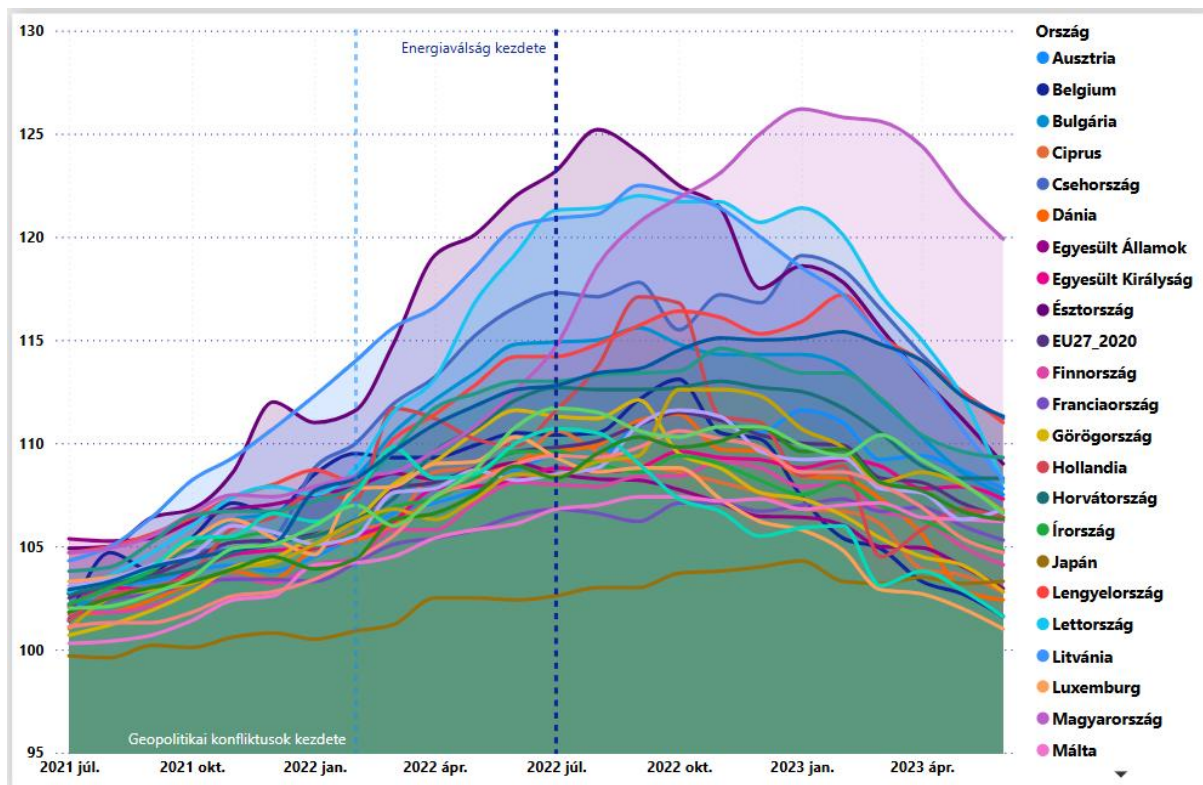
Összességében a COVID-19 világjárvány a háztartások pénzügyi döntéseire, a hitelpiacra és a fogyasztás szerkezetére egyaránt jelentős hatással volt. A lakosság megtakarítási hajlandósága megnőtt, a hitelmoratórium rövid távon enyhítette a pénzügyi terheket, de hosszú távon új kihívásokat is teremtett, míg a fogyasztás szerkezete az online vásárlás térnyerésével és az egészségtudatosabb fogyasztói attitűdökkel alakult át. Ezek a változások együttesen formálták a pandémia utáni gazdasági környezetet és a lakossági pénzügyi magatartást.

2.5.A COVID 19 hatása az inflációra

A 2021-es infláció egyik elsődleges mozgatórugója a COVID-19 járvány utóhatása volt:

- A kereslet és kínálat egyensúlyhiánya miatt a termelési kapacitások akadoztak.
- Az ellátási láncok megszakadása következtében az alapanyag- és áruszállítási költségek jelentősen megemelkedtek.
- A kormányzati segélycsomagok és jegybanki lazítások fokozott keresletet generáltak, amely táplálta az áremelkedést.

- Az infláció még mindig alacsonyabb volt, mint a későbbi időszakokban, de a gazdasági bizonytalanság jelei már ekkor megjelentek.



21. ábra: Magyarország és más V4/EU tagállamok inflációs adatai [energiaválság időszak alatt]

2.6.Összegzés és következtetések

A COVID-19 világjárvány jelentős hatást gyakorolt a magyar gazdaságra, különösen a forint árfolyamának alakulására. A válság kezdetén a globális bizonytalanság és a befektetők fokozott kockázatkerülése miatt a forint hirtelen gyengülni kezdett. Bár az MNB likviditásbővítő intézkedésekkel igyekezett stabilizálni a helyzetet, az inflációs nyomás és a fiskális politikai lépések – például az ársapkák és a hitelmoratórium – hosszú távon további gazdasági kockázatokat generáltak.

A jegybank és a kormány eltérő eszközökkel reagált a válságra. Az MNB kezdetben alacsony kamatokkal ösztönözte a hitelezést, majd 2021-től – a gyorsuló infláció miatt – szigorúbb monetáris politikára váltott, és fokozatos kamatemelésekkel próbálta stabilizálni az árfolyamot. Ezzel szemben a kormány fiskális ösztönzői – például az ársapkák és adókedvezmények – rövid távon a lakosság terheinek enyhítését célozták, de hosszabb távon torzították a piacot és fokozták az inflációs nyomást.

Összességében a forint árfolyamának stabilitása a gazdaságpolitikai döntések és a nemzetközi környezet együttes hatásától függött. Az MNB szigorúbb monetáris politikája 2022-re hozzájárult az árfolyam stabilizálásához, azonban a kormány egyes intézkedései tovább növelték a bizonytalanságot, ami hosszabb távon is hatással lehetett a forint értékére

3. Infláció az energiaválság és az orosz–ukrán háború idején

Az orosz-ukrán konfliktus 2022 februárjában történő kirobbanása és az ezt követő globális energiaválság jelentős hatást gyakorolt a nemzetközi pénzügyi piacokra, különösen a feltörekvő gazdaságok valutáit érintette. A forint árfolyama ebben az időszakban jelentős ingadozásokat mutatott, ami kihívások elé állította a magyar gazdaságpolitikai döntéshozókat. A külső gazdasági és politikai események hatására a befektetők egyre jobban kezdtek kockázatkerülési stratégiát alkalmazni, amely különösen az olyan sérülékeny devizákat érintette hátrányosan, mint a forint. A magyar gazdaság importfüggősége, kiemelten az energia- és nyersanyagpiacokon, tovább rontotta a helyzetet, fokozta az árfolyam volatilitását. Ezen kívül az energiaárak globális emelkedése, az ellátási láncok akadozása és az inflációs nyomás együttesen jelentős kihívásokat eredményeztek a hazai gazdaságban. Ezek együttesen folyamatos alkalmazkodásra és gyors döntésekre kényszerítették a Magyar Nemzeti Bankot és a kormányzatot.

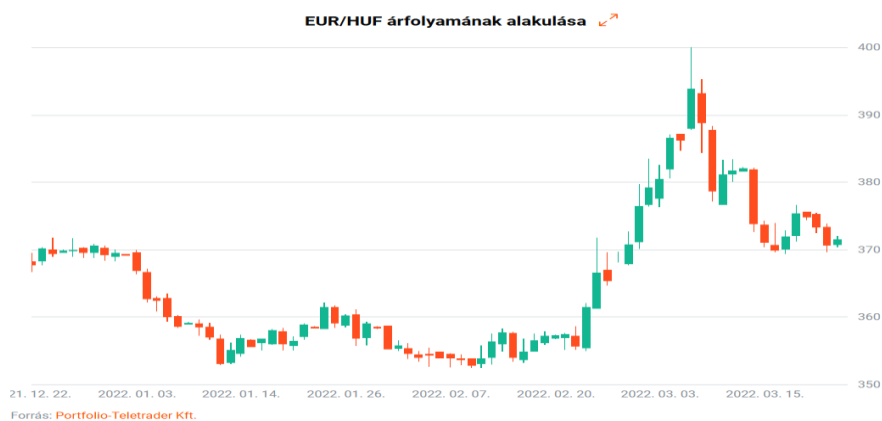
A fejezet célja, hogy részletesen bemutassa az események hatását a forint árfolyamára, az MNB és a kormányzat válaszlépéseit, valamint ezek következményeit a gazdaság különböző szektoraiban, kitérve a monetáris és fiskális intézkedések hatásaira a háztartások fogyasztására, a hitelpiacra és az inflációra.

3.1. A forint árfolyamának változásai

Az orosz-ukrán háború és az energiaválság együttes hatása jelentős árfolyam-ingadozásokat okozott a forint esetében. A forint árfolyamának változásai szoros összefüggésben álltak az ország külső finanszírozási igényével, valamint az uniós forrásokhoz való hozzáféréssel. Az államháztartási egyensúly megőrzése és a piaci bizalom fenntartása érdekében az MNB szigorú monetáris politikát alkalmazott, amely azonban nem minden esetben bizonyult hatékonynak a forint tartós erősítésében.

3.1.1. Az orosz-ukrán háború hatása a forint árfolyamára (2022 tavasztól)

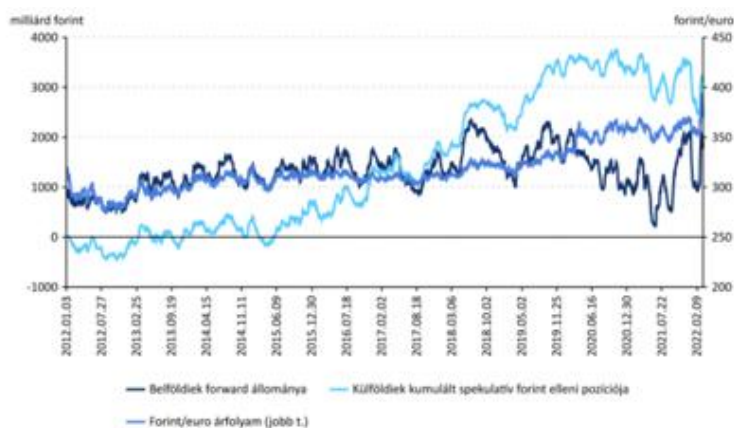
Az orosz-ukrán háború 2022. február 24-i kitörése azonnali és drámai hatást gyakorolt a pénzpiacokra, különösen a közép-kelet-európai régió devizáira. A bizonytalanság és a kockázatkerülés felerősödése következtében a forint árfolyama gyorsan, jelentősen meggyengült, elérve a 400 forintos szintet az euróval szemben, amely akkoriban történelmi mélypontot jelentett. (22. ábra) A háború gazdasági következményei még csak kibontakozóban voltak, de a befektetők már ekkor spekuláltak a konfliktus hosszú távú hatásaira, ami tovább fokozta az árfolyam-ingadozásokat.



22. ábra: EUR/HUF árfolyamának alakulása 2022. elején

Forrás: Portfolio, 2023

A forint árfolyamának hirtelen és nagymértékű zuhanása több tényező együttes hatására következett be: A háború kitörésekor a befektetők gyorsan kivonultak a régióból, és menedékvalutákba (például amerikai dollárba, svájci frankba) menekítették tőkéjüket. Magyarország közelsége az ukrán határhoz és az orosz energiahordozóktól való függősége miatt különösen sérülékeny volt ebben az időszakban, ami felerősítette az eladási hullámot. A forint árfolyamának hirtelen esését nemcsak a háborús pánik vezérelte, hanem a devizapiaci spekulánsok is szerepet játszottak benne. Több nagy pénzügyi szereplő kifejezetten a régiós valuták, köztük a forint ellen nyitott pozíciókat, azzal a várakozással, hogy az árfolyam tovább fog gyengülni. A spekuláció hatására az árfolyam esése gyorsabb és drasztikusabb lett. (23. ábra)



23. ábra: Belföldi és külföldi szereplők devizapiaci pozícionáltsága és a forint/euro árfolyam alakulása

Forrás: MNB, 2022.

Fontos megemlíteni, hogy Magyarország jelentős mértékben támaszkodik az orosz földgáz- és kőolajimportra, ami a háború kitörésével ellátási kockázatokat vetett fel. Bár akkoriban nem vezettek be azonnali szankciókat az orosz energiaexporttal szemben, a piacok már előre árazni kezdték a lehetséges megszorításokat és az energiaválság kockázatát. Március végére a

spekulációs pozíciók egy része elkezdett zárulni, amely hozzájárult a forint árfolyamának részleges stabilizálódásához.

A háború kitörését követő hetekben a forint tehát az egyik legnagyobb veszteséget elszenvedő deviza lett a régióban. Az árfolyam drasztikus gyengülése mögött a kockázatkerülő befektetői magatartás, a spekulációs támadások és a régió bizonytalan gazdasági kilátásai álltak. Bár az MNB későbbi beavatkozásai segítettek stabilizálni az árfolyamot, a konfliktus hatásai még hosszú hónapokig éreztették hatásukat a pénzpiacokon és a magyar gazdaságban is.

3.1.2. 2023: Az árfolyam helyreállítása és új kihívások

A 2023-as év a forint számára viszonylag stabil időszakot jelentett a megelőző évek hektikus mozgásai után. Az euróval szembeni árfolyam az év elején 380 körüli szintről indult, és az év nagy részében 370-385 forint között mozgott, ami jelentős javulást mutatott a 2022-es időszakhoz képest, amikor a forint többször is elérte a 400 feletti szinteket. A forint erősödésének és viszonylagos stabilitásának hátterében több tényező is meghúzódott, amelyek együttesen javították a piaci hangulatot és a magyar deviza megítélését.



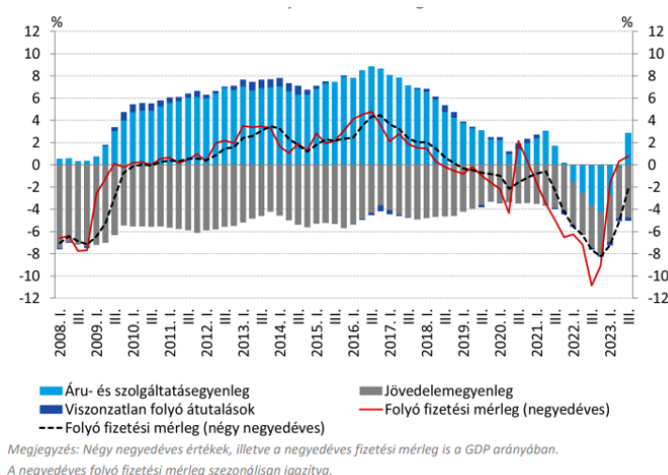
24. ábra: EUR/HUF árfolyam alakulása 2023-ban

Forrás: Portfolio, 2023.

Az egyik legfontosabb tényező a forint erősödésében a Magyar Nemzeti Bank monetáris politikája volt. Az MNB 2022 őszén az irányadó kamatot 18%-ra emelte, amely 2023 tavaszáig érvényben maradt. Ez a rendkívül magas kamatszint segített megerősíteni a forintot, mivel a befektetők számára vonzóvá tette a magyar devizát a magas hozamok miatt. 2023 májusától kezdődően az infláció mérséklődésével az MNB óvatos kamatsökkentési ciklusba kezdett, amely fokozatosan enyhítette a pénzügyi kondíciókat. A kamatsökkentés azonban mérsékelt ütemű volt, így az irányadó kamatszint még mindig jelentős hozamot biztosított a forintba fektetők számára. Ennek eredményeként a befektetői bizalom fennmaradt, és a forint nem

gyengült el jelentősen a csökkenő kamatkörnyezet ellenére sem. Az MNB lépéseiről részletesen a 4. fejezetben lesz szó.

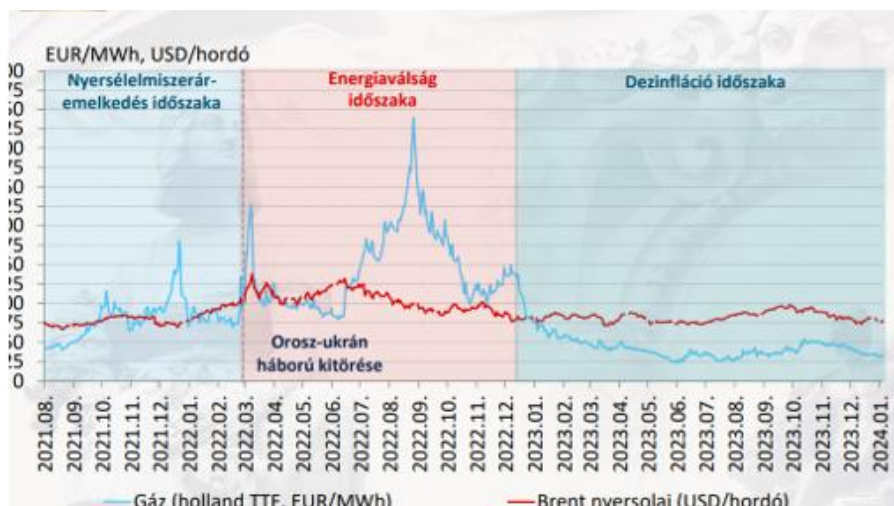
A forint árfolyamára erőteljes hatással voltak a globális pénzügyi folyamatok is. A dollár gyengülése az euróval szemben általában támogatja a feltörekvő piaci devizákat, köztük a forintot is. 2023-ban a dollár 2,7%-kal gyengült az euróhoz képest, ami hozzájárult a forint stabilitásához. Ezenkívül az amerikai Federal Reserve (Fed) kamatpolitikájának változása is befolyásolta a forint mozgását. A Fed az év során lassította a kamatemelések ütemét, majd év végére a piacok már a kamatcsökkentés lehetőségét árazták. Ez csökkentette a globális pénzügyi feszültségeket, és a kockázatosabb eszközök, köztük a forint is, kedvezőbb megítélést kaptak. 2023-ban a magyar gazdaság külső egyensúlyi helyzete jelentősen javult. A folyó fizetési mérleg, amely 2022-ben még több mint 8%-os GDP-arányos hiányt mutatott, 2023-ban enyhe többletbe fordult. (25. ábra) Ez azt jelentette, hogy az ország kevesebb külső forrásra szorult, ami mérsékelte az árfolyamgyengülés kockázatát.



25. ábra: A folyó fizetési mérleg alakulása

Forrás: MNB, 2023.

A külkereskedelmi egyenleg javulásában fontos szerepet játszott az energiaárak csökkenése, amely enyhítette Magyarország külső finanszírozási igényét. Az előző évben tapasztalt energiaválságot követően 2023-ban az európai földgázárak visszatértek a háború előtti szintekre, ami jelentős könnyebbséget jelentett a magyar gazdaság számára. (26. ábra)



26. ábra: A gáz és a kőolaj árváltozása

Forrás: MNB, 2024.

Mivel Magyarország jelentős energiabehozatalra szorul, a forint árfolyamát erőteljesen befolyásolja az energiaimport költsége. A mérséklődő energiaárak így hozzájárultak a forint stabilitásához. A befektetői bizalom 2023-ban összességében kedvezően alakult a forinttal szemben. Bár az év során voltak rövid távú kilengések, amelyek főként a nemzetközi bizonytalanságokhoz és a magyar gazdaságpolitikai lépésekhez kötődtek, az általános trend stabilizációt mutatott. Az uniós források körüli bizonytalanság továbbra is kockázatot jelentett, de a piaci szereplők egyre inkább arra számítottak, hogy a magyar kormány és az EU közötti tárgyalások előrehaladnak, és az ország hozzáférhet bizonyos uniós forrásokhoz. Ez a várakozás szintén támogatta a forintot, mivel csökkentette az ország finanszírozási kockázatait. A 2023-as év a forint stabilizálódásának időszaka volt, amelynek háttérében az MNB szigorú monetáris politikája, a javuló külkereskedelmi egyensúly, a csökkenő energiaárak és a nemzetközi pénzügyi környezet enyhülése állt.

3.2. Az árfolyamváltozások hatása a gazdaságra

Az infláció felerősödése, a hitelezési piac átalakulása, valamint az energiaárak drasztikus emelkedése olyan következmények voltak, amelyek közvetlenül befolyásolták a magyar gazdaság szereplőinek mindennapjait.

3.2.1. Infláció és vásárlóerő

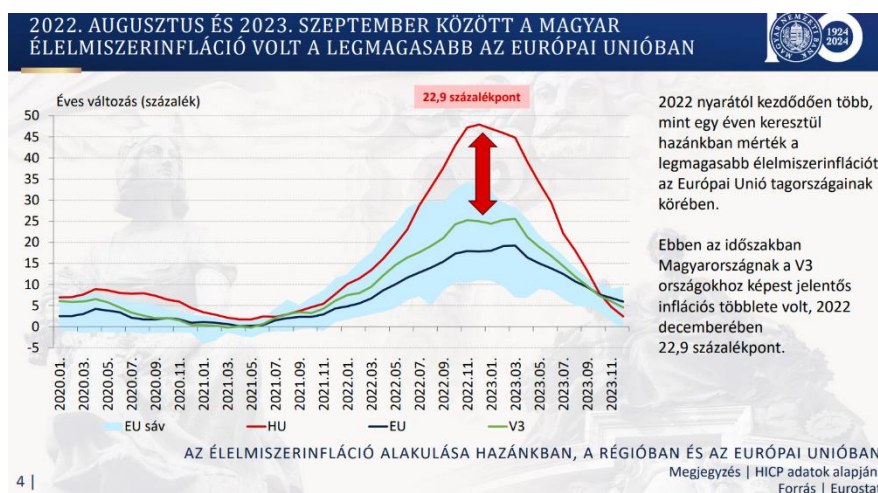
A forint árfolyamának gyengülése közvetlen hatással volt az infláció alakulására. Az importált termékek, különösen az élelmiszerek, az üzemanyagok és az energia drágulása fokozta az árszint emelkedését, amely 2022 végére 20% fölé emelkedett. (27. ábra)



27. ábra: Az MNB inflációs adatai és előrejelzése 2022 végén

Forrás: MNB, 2022.

Az infláció következtében a reálbérek csökkentek, amely a lakosság vásárlóerejének romlásához vezetett. Az élelmiszer-infláció különösen súlyos problémát jelentett, hiszen az alacsonyabb jövedelmű háztartások költségvetésének jelentős részét élelmiszerek teszik ki. (28. ábra)



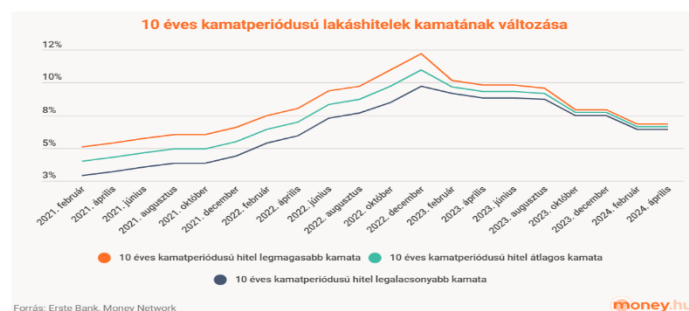
28. ábra: Az élelmiszerinfláció alakulása hazánkban, a régióban, és az EU-ban

Forrás: MNB, 2023

A fogyasztói bizalom is megingott, ami hosszabb távon a belső kereslet csökkenéséhez vezetett. A lakossági megtakarítások reálértéke csökkent, mivel a magas infláció miatt az alacsonyabb kamatkörnyezetben tartott pénzeszközök elértéktelenedtek.

3.2.2. Hatás a hitelpiacra, és a pénzügyi stabilitásra

A jegybank kamatemelési ciklusa (melyről a következő, 4. fejezetben lesz szó részletesen) jelentősen befolyásolta a hitelezési piacot. Az MNB az alapkamatot fokozatosan 13%-ra emelte 2022 végére, amely kihatott a banki hitelkamatokra is. (29. ábra) A magas kamatok eredményeként a lakossági és vállalati hitelfelvétel drasztikusan visszaesett.



29. ábra: 10 éves kamatperiódusú lakáshitelek kamatának változása

Forrás: Money, 2024

A lakáshitelek kamatai meghaladták a 10-12%-os szintet, amely jelentősen csökkentette az ingatlanpiaci keresletet. Az új hitelfelvételek volumene meredeken csökkent, és a korábban felvett változó kamatozású hitelek törlesztőrészei is megugrottak, ami egyes háztartások esetében fizetési nehézségeket okozott. A jelzálogpiac szűkülése az ingatlanárak mérséklődéséhez vezetett, mivel a kereslet csökkent, és egyre kevesebb ember engedhette meg magának az új lakásvásárlást. A vállalkozások számára is kihívást jelentett a megrágult finanszírozási környezet. A hitelek drágulása és a magas működési költségek miatt számos cég visszafogta beruházásait, ami a gazdaság növekedési kilátásait is rontotta. A kis- és középvállalkozások számára az állami támogatott hitelprogramok, például a Széchenyi Kártya Program egyes elemei jelentettek átmeneti megoldást, azonban a piaci alapú finanszírozás nehezebbé vált. A bankrendszerben is növekedtek a kockázatok: a nem teljesítő hitelek aránya emelkedésnek indult, bár a törlesztési moratórium korábbi intézkedései átmenetileg mérsékeltek ezt a hatást. A jegybank és a kormány közötti vita is felerősödött ebben az időszakban: míg az MNB a monetáris szigorítással próbálta csökkenteni az inflációt, addig a kormány egyes intézkedései – például a kamatstop bevezetése – inkább a lakosság terheinek rövid távú mérséklésére irányultak, amely hosszabb távon a bankrendszer stabilitását is érinthette.

3.2.3. Energiaárak és lakossági hatások

Az energiaválság és a forint gyengülése együttesen vezettek az energiaárak drasztikus emelkedéséhez. Mivel Magyarország jelentős mértékben importálja az energiahordozókat, különösen a földgázt és a kőolajat, a gyenge forint tovább növelte a beszerzési költségeket. A kormány 2022-ben módosította a rezsicsökkentési rendszert: míg korábban a lakossági energiaárakat mesterségesen alacsonyan tartották, az új szabályok értelmében az átlagfogyasztás feletti gáz- és áramfogyasztás esetében a piaci árat kellett fizetni. Ez számos háztartás számára jelentős többletköltségeket eredményezett, különösen a nagyobb ingatlanokban élő vagy kevésbé energiahatékony fűtési rendszereket használó fogyasztók

számára. A vállalatok számára az energiaárak növekedése még súlyosabb hatásokkal járt. Egyes iparágak – például az energaintenzív termelést végző gyárak – kénytelenek voltak visszafogni termelésüket vagy ideiglenesen bezárni. Az állami kompenzációs programok, mint például az energaintenzív vállalatok támogatási rendszere, ugyan részben enyhítették a hatásokat, de hosszú távon a magas energiaköltségek rontották a versenyképességet.

A forint árfolyam-ingadozása számos negatív hatással járt a magyar gazdaságra. Az infláció drasztikus emelkedése csökkentette a lakosság vásárlóerejét, a magas kamatkörnyezet visszavetette a hitelfelvételt, az energiaárak növekedése pedig fokozott terhet rótt mind a háztartásokra, mind a vállalkozásokra. A gazdasági szereplők alkalmazkodási stratégiái különbözőek voltak: a lakosság megtakarításokkal és fogyasztáscsökkentéssel próbált enyhíteni a terheken, míg a vállalatok egy része áremelésekkel és költségcsökkentési intézkedésekkel reagált. Összességében a forint árfolyamának változásai hozzájárultak a gazdasági bizonytalanság növekedéséhez, amely még 2023-ban is érezhető maradt.

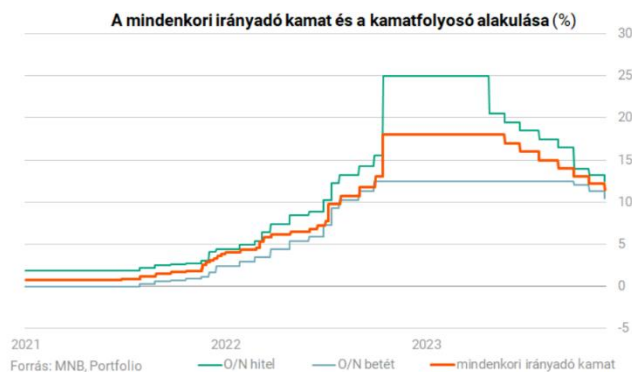
3.3. Az MNB és a kormány reakciói az árfolyamváltozásokra

A jegybank monetáris politikai eszközökkel, elsősorban a kamatlábak drasztikus emelésével és likviditásszűkítő intézkedésekkel próbálta stabilizálni a forint árfolyamát és visszaszorítani az inflációs nyomást. Ezzel szemben a kormányzat fiskális intézkedésekkel, ársapkák, rezsicsökkentési intézkedések és gazdasági támogatások formájában igyekezett enyhíteni az infláció és az energiaválság hatásait a lakosság és a vállalkozások számára.

3.3.1. A jegybanki intézkedések a forint stabilizálására

A forint árfolyamának jelentős ingadozásai és a gyorsan növekvő infláció 2022 során fokozott kihívások elé állították a Magyar Nemzeti Bankot (MNB). Az árfolyam stabilizálása érdekében az MNB az előző évekhez képest sokkal szigorúbb monetáris politikát alkalmazott, amelynek középpontjában az irányadó kamatok emelése és a likviditási eszközök átalakítása állt. A jegybank 2021 júniusában megkezdett szigorítási ciklusa 2022 folyamán tovább gyorsult. A Monetáris Tanács 2021 júniusa és 2022 szeptembere között összesen 1240 bázisponttal emelte az alapkamatot, amely a jegybank történetének egyik legnagyobb mértékű monetáris szigorítása volt. Ennek célja az infláció letörése és a forint iránti bizalom helyreállítása volt, különösen azután, hogy az orosz-ukrán háború és az energiaválság miatt a befektetők fokozott kockázatkerülő magatartást tanúsítottak. A jegybanki intézkedések közül kiemelkedő jelentőségű volt a 2022. szeptemberi kamatdöntő ülés, amely során a Monetáris Tanács az alapkamatot 13%-ra emelte. Ez sem volt elegendő a forint stabilizálásához, mivel az árfolyam 2022 októberében történelmi mélypontra, 430 forintos szint fölé gyengült az euróval szemben.

Az MNB ekkor egy rendkívüli lépést tett: egy lépésben 500 bázisponttal emelte meg az irányadó egynapos betéti kamatot, amely így 18%-ra nőtt. (30. ábra)

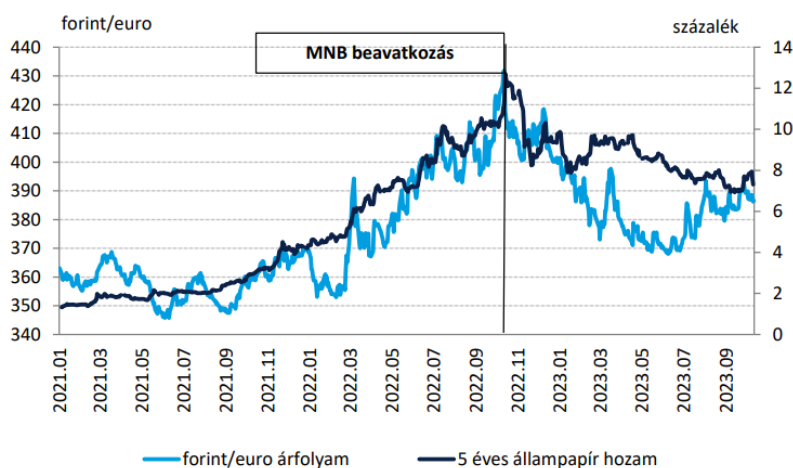


30. ábra: A mindenkori irányadó kamat és a kamatfolyosó alakulása

Forrás: Portfolio, 2023.

Ez a rendkívüli kamatemelés azonnali pozitív hatással volt a piacra: a forint árfolyama visszaerősödött, és 400 forint alá süllyedt az euróval szemben. Az intézkedés azt az üzenetet közvetítette a befektetők felé, hogy az MNB kész határozott és gyors lépéseket tenni a pénzügyi stabilitás érdekében. (31. ábra)

3. ábra: A devizaárfolyam és az 5 éves állampapírhozam alakulása 2021 és 2023 között



31. ábra: A devizaárfolyam és az 5 éves állampapírhozam alakulása 2021 és 2023 között

Forrás: MNB, 2023

A kamatemeléseken túl az MNB további eszközöket is alkalmazott a forint stabilizálására. Az egyik legfontosabb lépés a devizapiaci intervenciók megerősítése volt. Az MNB 2022 októberében bejelentette, hogy heti rendszerességgel biztosít eurólikviditást a bankok számára, amelynek célja a piaci volatilitás csökkentése és a túlzott árfolyam-ingadozások megfékezése volt. Emellett a jegybank likviditásszűkítő intézkedéseket is bevezetett, amelyek célja a pénzpiaci hozamok magas szinten tartása és ezzel a forint iránti kereslet ösztönzése volt. Az

egyik legfontosabb ilyen lépés a jegybanki betéti eszközök hozamának emelése volt, amelynek következtében a bankok számára vonzóbbá vált a forintban történő megtakarítás. A jegybank által alkalmazott likviditásszűkítő eszközök közé tartozott továbbá a swap-piac átalakítása, amelynek keretében az MNB csökkentette a forint likviditását a bankközi piacon, ezzel mérsékelve a spekulatív támadások lehetőségét az árfolyam ellen. Az MNB lépéseinek hatására a forint árfolyama 2022 végére mérsékelten stabilizálódott, bár továbbra is nagyfokú volatilitás jellemezte. Az év utolsó hónapjaiban az árfolyam az euróval szemben 400 és 420 forint között mozgott, ami még mindig történelmileg gyenge szintnek számított, de elmaradt az októberi mélyponttól. A jegybank által alkalmazott szigorú monetáris politika eredményeként az infláció mérséklődni kezdett, bár még mindig magas szinten maradt. 2023 folyamán az MNB fokozatosan csökkentette a kamatokat, de csak óvatos ütemben, hogy elkerülje az árfolyam újabb jelentős gyengülését. Összességében az MNB intézkedései azt mutatták, hogy a jegybank hajlandó radikális lépéseket tenni a forint védelme érdekében, de a sikerhez nem csupán a monetáris politikai szigorításra, hanem a fiskális politika támogatására is szükség lett volna. A jegybank és a kormány közötti koordináció hiánya tovább növelte az árfolyam-ingadozásokat és a piaci bizonytalanságot.

3.3.2. Kormányzati intézkedések

A kormányzat eltérő eszközökkel próbálta kezelni a hatásokat, elsősorban fiskális eszközökkel és állami beavatkozásokkal. A legfontosabb intézkedések között szerepelt az ársapkák kiterjesztése, a vállalati energiaár-kompenzációk, valamint különféle támogatási programok bevezetése. A kormány 2022 folyamán számos ársapkát vezetett be az alapvető élelmiszerekre és az üzemanyagokra. Ezek az intézkedések rövid távon segítették a lakosságot a megélhetési költségek csökkentésében, azonban hosszú távon piaci torzulásokat okoztak. Az üzemanyag-ársapka például ellátási problémákhoz vezetett, amely végül 2022 decemberében az ársapka eltörlését eredményezte. Az élelmiszerár-sapkák hatékonyságát is megkérdőjelezték, mivel ezek hozzájárultak a kínálati problémákhoz, és nem tudták érdemben mérsékelni az inflációt. A rezsicsökkentési program szintén fontos szerepet játszott a kormány gazdaságpolitikai lépéseiben. Az energiahordozók drágulásával azonban a rezsicsökkentés fenntartása egyre nagyobb költséget jelentett az állam számára, ezért 2022 nyarán részleges módosításra került sor. Az új szabályozás szerint az átlagfogyasztás felett lévő háztartásoknak már piaci árat kellett fizetniük a földgázért és villamos energiáért, ami jelentős kiadásnövekedést eredményezett a lakosság egy részénél. A vállalkozások támogatására különböző programok kerültek bevezetésre. A kormány célzott energiaár-kompenzációs rendszereket indított, amelyekkel a

legnagyobb energiafelhasználású iparágakat kívánta támogatni. Emellett adókedvezmények és hitelprogramok is segítettek a cégeket, hogy átvészeljék a gazdasági nehézségeket.

3.3.3. Az MNB és a kormány közötti konfliktusok

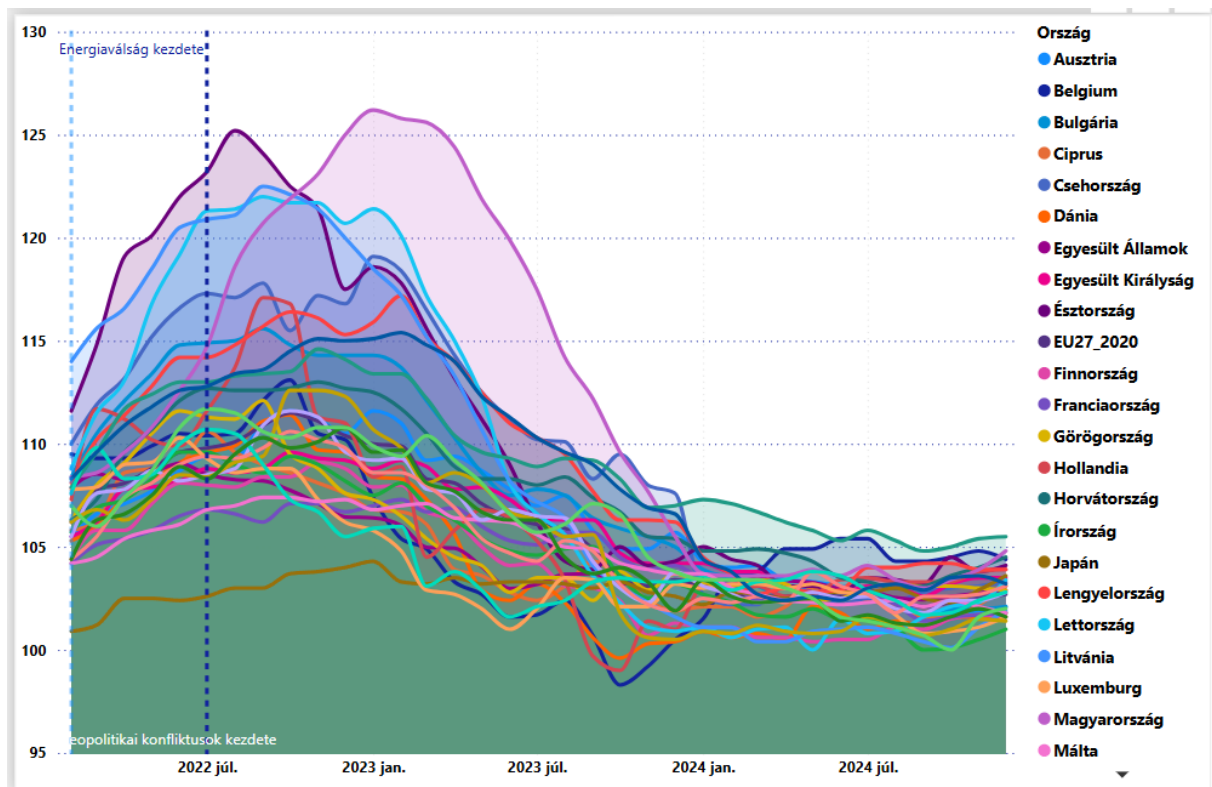
Az MNB és a kormányzat közötti gazdaságpolitikai konfliktusok akkor éleződtek ki leginkább, amikor a jegybank a monetáris szigorítást tartotta szükségesnek, míg a kormány inkább fiskális ösztönző intézkedésekkel próbálta fenntartani a gazdasági növekedést. Ez a két irányzat sok esetben ütközött, különösen a kamatpolitika és az inflációkezelés terén. Az MNB többször kifejezte aggályait a kormányzati költekezés inflációs hatásaival kapcsolatban. A jegybank elnöke szerint a fiskális politika lazasága csökkentette a monetáris szigorítás hatékonyságát, így a kamatemelések kevésbé tudták visszafogni az inflációt. A 2024-es év elején az MNB sajtóközleményben hangsúlyozta, hogy *"egyetlen érdek számít: Magyarország, a magyar gazdaság érdeke"*, amely egyértelmű utalás volt arra, hogy a jegybank függetlenségét és a gazdaság stabilitását veszélyeztethetik bizonyos kormányzati intézkedések. A konfliktus egyik legfőbb pontja az alapkamat mértéke volt. Az MNB 2022-ben és 2023 elején jelentős kamatemelésekkel próbálta kordában tartani az inflációt és stabilizálni a forint árfolyamát. A kormány ugyanakkor a magas kamatok miatt csökkenő hitelezési aktivitásra hivatkozva sürgette a kamatok csökkentését, hogy elősegítse a beruházásokat és a gazdasági növekedést.

A jegybank és a kormány közötti feszültségek részben abból adódtak, hogy az MNB szigorúbb monetáris politikája gyakran ütközött a kormány által preferált laza fiskális politikával. Az ársapkák és a rezsicsökkentési intézkedések ugyan rövid távon enyhítették a lakossági terheket, azonban torzították a piaci folyamatokat, és növelték az inflációs nyomást, amelyet az MNB próbált kordában tartani.

3.4. Az energiaválság és a geopolitikai feszültségek hatása az inflációra

A 2022 közepén kezdődő energiaválság az infláció egyik legfontosabb hajtóerejévé vált:

- Az energiaköltségek drasztikus növekedése miatt az általános árszint hirtelen emelkedett.
- Az energiaintenzív iparágakban (pl. építőipar, mezőgazdaság, feldolgozóipar) a termelési költségek jelentősen megugrottak.
- Az infláció 2022 végére érte el a csúcspontját, Magyarországon pedig kiugróan magas értékeket mutatott a többi EU-tagállamhoz képest.
- A jegybankok gyors kamatemelésekkel próbálták megfékezni az inflációs spirált, de a gazdasági szereplők bizalomvesztése tovább fokozta az ingadozásokat.



32. ábra: Magyarország és más V4/EU tagállamok inflációs adatai [geopolitikai konfliktus kezdetétől 2024 év végéig]

A 2022-ben kirobbant geopolitikai konfliktusok (pl. orosz-ukrán háború) tovább súlyosbították az inflációs helyzetet:

- Az energiapiacok instabilitása miatt az összes vizsgált országban kiugróan magas energiaárak alakultak ki.
- Az ellátási láncok további zavarai miatt a feldolgozott élelmiszerek, ipari termékek és szolgáltatások árai is meredeken növekedtek.
- Az infláció csökkentése lassan kezdődött meg 2023-ban, de az orosz-ukrán konfliktus hosszan tartó hatásai miatt egyes szektorokban az árak tartósan magas szinten maradtak.

Az infláció dinamikája egyértelműen mutatja, hogy a legnagyobb hatások az energiaválság és a geopolitikai konfliktusok miatt érkeztek. Magyarországon az inflációs ráta jelentősen meghaladta az EU27 átlagot, ami a fokozott energiaimport-függés és a késlekedő monetáris reakciók következménye.

3.5. Következtetések

A forint árfolyamának ingadozása jól mutatja a magyar gazdaság külső sérülékenységét és a globális pénzügyi folyamatok hatását. A geopolitikai kockázatok, az energiaválság és a befektetői bizalom ingadozása jelentős volatilitást eredményezett, amely az infláció

emelkedéséhez, a reálbérek csökkenéséhez és a belső kereslet visszaeséséhez vezetett. Az árfolyamváltozásokra adott válaszok – az MNB szigorú monetáris politikája és a kormány fiskális intézkedései – gyakran ellentétes hatásokat eredményeztek. Míg az MNB kamatemelései stabilizálták a forintot, a hitelfelvétel drágulása visszafogta a gazdasági növekedést. A kormány rezsicsökkentése és ársapkái rövid távon segítették a lakosságot, de hosszú távon piaci torzulásokat és további inflációs nyomást okoztak. A jövőben elengedhetetlen a fiskális és monetáris politika összehangolása, valamint a gazdaság szerkezetének ellenállóbbá tétele. A forint stabilizálásához és az infláció tartós mérsékléséhez fenntartható gazdaságpolitikai lépésekre lesz szükség, amelyek csökkentik Magyarország külső kitettségét és növelik a pénzügyi stabilitást.

3.6.Kitekintés: Új kihívások és lehetőségek a forint árfolyamának alakulásában

A forint árfolyamának alakulása 2025-ben is számos belső és külső tényezőtől függ. Az elmúlt évek gazdasági válságai után a pénzügyi piacok továbbra is érzékenyen reagálnak a globális fejleményekre, miközben Magyarországon jelentős változások zajlanak a monetáris politika terén. A Magyar Nemzeti Bank élére Varga Mihály kinevezése új irányt hozhat a jegybank politikájában, ami közvetlen hatással lehet az árfolyamra és az infláció alakulására. Közgazdasági szemlélete alapján várható, hogy óvatos kamatpolitikát követ, és nagyobb hangsúlyt fektet a fiskális és monetáris politika közötti egyensúlyra. Az első döntései meghatározóak lesznek abban, hogy a jegybank milyen stratégiát választ az infláció további csökkentésére és a forint árfolyamának stabilizálására.

A globális gazdasági környezet is jelentős változásokon megy keresztül, amelyek közvetlenül érinthetik a magyar fizetőeszköz mozgását. Donald Trump 2024-es újraválasztása komoly bizonytalanságot hozott a nemzetközi piacokon, különösen az Európai Unió és az Egyesült Államok gazdasági kapcsolatait illetően. Amennyiben az amerikai kormány vámokat vet ki az EU-s termékekre, az hátrányosan érintheti Magyarország exportorientált gazdaságát. Egy kereskedelmi háború kialakulása az európai gazdasági növekedés lassulásához és az euró gyengüléséhez vezethet, ami közvetetten a forintra is nyomást gyakorolhat.

Az ukrajnai háború fejleményei szintén befolyásolhatják a régió pénzpiacait. A befektetők általában kockázatkerülőbb magatartást tanúsítanak, ha egy geopolitikai konfliktus fokozódik, ami a kelet-közép-európai régió valutáit, így a forintot is érintheti. Az ukrán államadósság növekedése, valamint az amerikai és európai pénzügyi támogatások körüli bizonytalanságok

további régiós kockázatokat jelenthetnek. Egyes elemzők szerint a háború elhúzódása hosszú távon a forint árfolyamának volatilitását is növelheti.

A következő hónapokban kulcsfontosságú lesz, hogy az új jegybanki vezetés milyen lépéseket tesz a monetáris politika terén, valamint, hogy a nemzetközi gazdasági folyamatok milyen irányba mozdulnak el. A forint árfolyama továbbra is érzékenyen reagál a globális és hazai változásokra, ezért a stabilitás megőrzése érdekében összehangolt gazdaságpolitikára lesz szükség. Az MNB és a kormány közötti együttműködés, a kamatpolitikai döntések és a geopolitikai fejlemények egyaránt meghatározóak lesznek a következő időszakban.

4. A válságok inflációs következményei

A korábbi fejezetekben bemutatott három válsághelyzet – a 2008-as gazdasági világválság, a COVID–19 járvány, valamint az energiaválság és az orosz–ukrán háború – jelentős hatással volt Magyarországra és más országok inflációs folyamataira. Jelen fejezet célja, hogy egy informatikai megközelítésű elemzés segítségével átfogó képet adjon a 2021–2024 közötti időszak inflációs trendjeiről, különös tekintettel a válságok együttes hatásaira. Többé tették a trendek és összefüggések szemléletes és összehasonlítható bemutatását.

4.1. Felhasznált források ismertetése

A makrogazdasági hatások elemzése során a Központi Statisztikai Hivatal (KSH) által közzétett inflációs statisztikák szolgáltak alapvető referenciaforrásként. Ezek az adatok részletes képet nyújtanak az infláció alakulásáról Magyarországon, valamint lehetővé teszik a nemzetközi összehasonlítást az Európai Unió és más nagy gazdaságok vonatkozásában.

4.1.1. A fogyasztóiár-index fogyasztási főcsoportok szerint

Tartalom: A fogyasztói árak változását mutatja az előző év azonos időszakához viszonyítva, különböző termék- és szolgáltatáscsoportokra lebontva. Az élelmiszerek, tartós fogyasztási cikkek, háztartási energia, üzemanyagok és szolgáltatások inflációs adatait tartalmazza. Emellett a nyugdíjas fogyasztóiár-index is szerepel, amely az idősebb korosztály vásárlási szokásait figyelembe véve mutatja az áremelkedés hatását.

Jelentősége: Az adatok segítenek feltárni, hogy az egyes fogyasztói csoportokat és termékkategóriákat milyen mértékben érintették a COVID-19 járvány, az energiaválság és a geopolitikai konfliktusok által okozott árváltozások.

4.1.2. Harmonizált fogyasztóiár-index (HICP) – Nemzetközi összehasonlítás (KSH)

Tartalom: Ez az index az infláció alakulását mutatja az Európai Unió tagállamaiban, valamint az Egyesült Királyságban, az Egyesült Államokban és Japánban. A HICP biztosítja, hogy az egyes országok inflációs adatai összehasonlítható módon jelenjenek meg. Az EU27 átlagos inflációja is szerepel benne, ami lehetőséget ad Magyarország gazdasági helyzetének regionális és globális kontextusba helyezésére.

Jelentősége: Az inflációs folyamatok elemzéséhez elengedhetetlen a nemzetközi összehasonlítás, hiszen az Európát érintő makrogazdasági hatások (például az energiaválság) eltérő módon érintették az egyes országokat. Ez a forrás segít megérteni, hogy Magyarország

inflációja mennyiben tért el más államokétól, és milyen külső tényezők befolyásolták a hazai árak alakulását.

Ezek a források fontos szerepet játszanak a dolgozat makrogazdasági elemzésében, mivel objektív statisztikai adatokra támaszkodva mutatják be az inflációs folyamatokat, azok okait és hatásait. Az adatok segítségével alátámasztható, hogy a COVID-19 járvány, az energiaválság és a geopolitikai konfliktusok milyen mértékben befolyásolták a gazdasági környezetet Magyarországon és nemzetközi szinten.

4.2.A vizsgálat célja

- Az inflációs változások bemutatása a három válság időszaka alatt;
- Magyarország és más V4/EU országok inflációs adatainak összehasonlítása;
- Az alkalmazkodási képesség elemzése (mely országok stabilizálták leggyorsabban az árakat);
- Az informatika eszközeinek bemutatása a gazdasági elemzésekben. Főbb makrogazdasági hatások

4.3.Főbb makrogazdasági hatások

Ahogy a fenti fejezetekben részletesen kitértem rá, az elmúlt években Európa gazdasági környezete három jelentős makrogazdasági hatás következtében alapjaiban változott meg: a COVID-19 járvány, az energiaválság és a geopolitikai konfliktusok. Ezek az események nemcsak a gazdasági növekedést és inflációt befolyásolták, hanem a globális ellátási láncokat, az energiafüggőséget és a nemzetközi kapcsolatokat is átalakították.

A három makrogazdasági hatás időszakai nem teljesen éles határokkal kezdődnek és végződnek, de nagyjából így lehet meghatározni őket:

4.3.1. COVID-19 járvány

Kezdet: 2020 március – Az első lezárások Európában.

Lezárulás: 2022 vége – A legtöbb ország feloldotta a korlátozásokat, és a gazdaság helyreállt.

A vilá járvány komoly gazdasági visszaesést okozott, mivel a lezárások miatt a termelés leállt, a fogyasztás visszaesett, és a nemzetközi kereskedelem akadozott. A helyreállást követően a kereslet hirtelen megugrott, ami ellátási problémákhoz és inflációhoz vezetett, vizsgálati időszak (2021) első évében a COVID-19 járvány a harmadik hullámnál járt. Inflációs, gazdasági szempontból jelentős évnak számított.

4.3.2. Energiaválság

Kezdet: 2021 második fele – Az energiaárak már a COVID utáni fellendülés miatt is emelkedtek, de a válság igazán 2022 februárjától (az orosz-ukrán háború kitörésével) súlyosbodott.

Lezárulás: 2023 második fele – Az európai gáztárolók feltöltése, az új beszerzési források (LNG, megújuló energiák) enyhítették a válságot, bár az árak még mindig magasabbak a korábbi szinteknél.

A növekvő energiaárak inflációs nyomást gyakoroltak a gazdaságra, különösen az ipari termelésre és a háztartásokra. Az európai országok igyekeztek csökkenteni orosz energiafüggőségüket, ami a megújuló energiák felgyorsított térnyeréséhez vezetett.

4.3.3. Geopolitikai konfliktusok

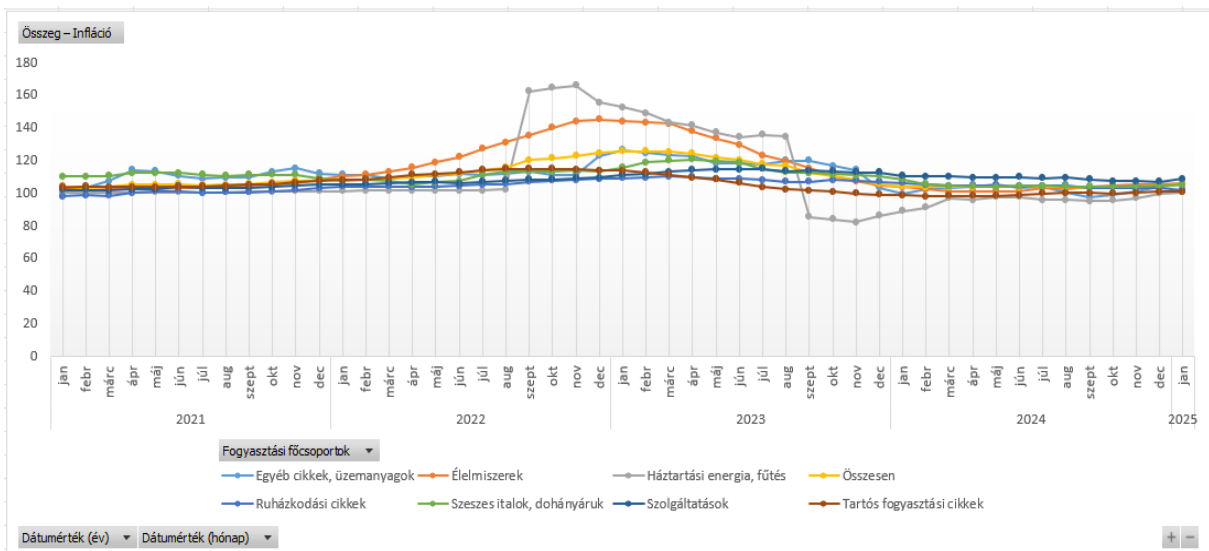
Kezdet: 2022 február – Az orosz-ukrán háború kitörése.

Folyamatban van: A konfliktus még tart, és egyéb geopolitikai feszültségek (USA-Kína kereskedelmi háború, Közel-Kelet instabilitása) is továbbra is hatással vannak Európára.

A geopolitikai feszültségek új kereskedelmi korlátozásokat, szankciókat és katonai kiadásokat eredményeztek, amelyek hosszú távú gazdasági következményekkel járhatnak.

4.4. Magyarországi inflációs változások fogyasztási főcsoportok szerint

Az infláció jelentősen befolyásolja a háztartások költségvetését, különösen a mindennapi fogyasztás szempontjából kulcsfontosságú termékek és szolgáltatások esetében. A bemutatott adatok azt mutatják, hogy 2021 és 2024 között az infláció eltérő mértékben érintette a különböző fogyasztási főcsoportokat, amelyben az energiaválság kiemelt szerepet játszott.



33. ábra: Magyarországi inflációs változások fogyasztási főcsoportok szerint

Legfontosabb Megállapítások:

Inflációs kiugrások: Az élelmiszerek árai kiugróan emelkedtek, különösen 2022 vége és 2023 első feléve között. Ez az ellátási láncok akadozásával, az inputanyagok drágulásával és az energiaárak emelkedésével magyarázható.

A háztartási energia árindexe 2022 végén jelentős kiugrást mutatott, amely 2023-ban csökkenni kezdett. Ennek fő oka az energiaválság volt, amely következtében az energiainportárak rendkívül megugrottak, majd az energiapiaci stabilizációt követően lassan visszarendeződtek.

Szolgáltatások és tartós fogyasztási cikkek: A szolgáltatások áremelkedése kevésbé volt ingadozó, de folyamatos növekedést mutatott. Ennek oka lehet a bérek emelkedése és a magas energiaárak indirekt hatása. A tartós fogyasztási cikkek árai viszonylag stabilabbak maradtak a vizsgált időszakban, ami arra utal, hogy ezen termékek iránti kereslet és a termelési költségek kevésbé voltak kitéve az inflációs sokkoknak.

Az infláció fő mozgatórugója: energiaválság: A bemutatott grafikon azt mutatja, hogy a legnagyobb inflációs sokkot a háztartási energia árainak hirtelen megugrása okozta 2022 végén. Az energiaáremelkedés közvetlenül befolyásolta a háztartások kiadásait, de emellett jelentős hatással volt a termelési költségekre is, amelyek át terhelődtek a fogyasztói árakra, különösen az élelmiszeriparban.

Gazdaságpolitikai következtetések

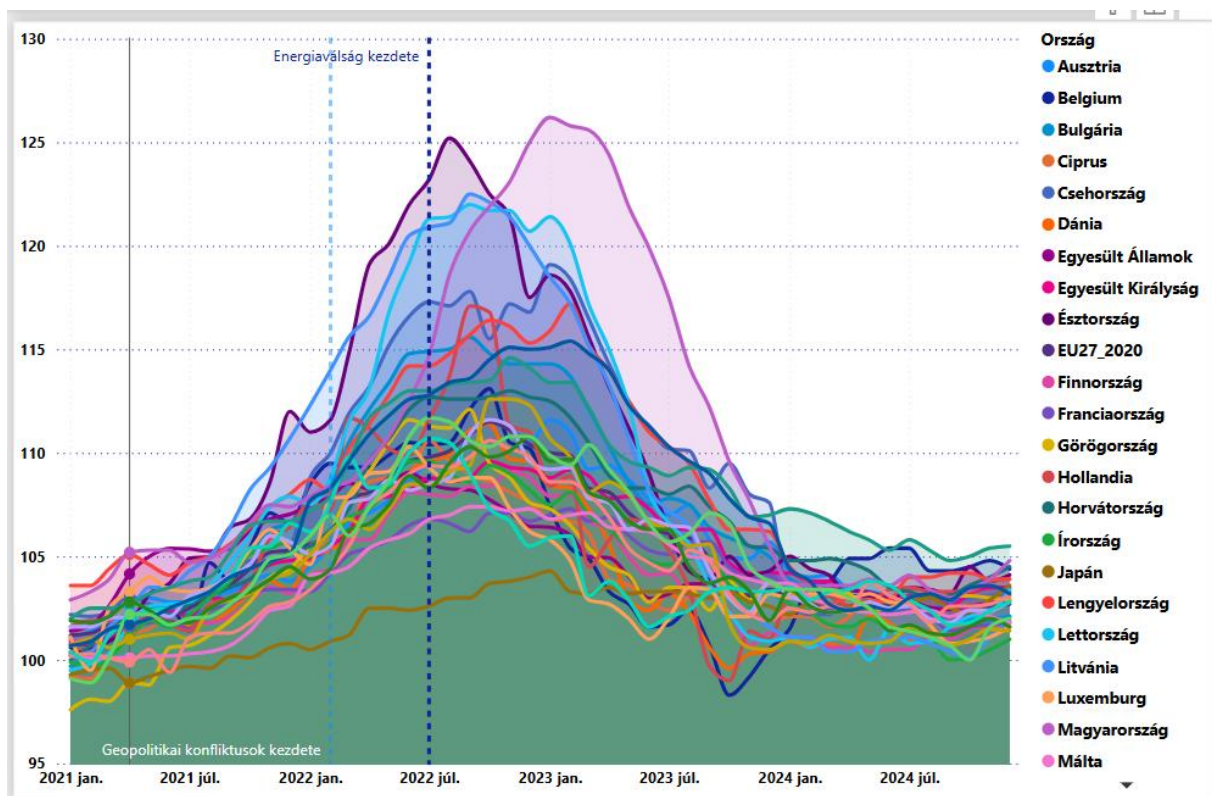
Az infláció kezelése szempontjából kulcsfontosságú az energiaárak stabilizálása, valamint a mezőgazdasági termelés támogatása, hogy csökkenjen az élelmiszer-infláció. Továbbá, a nyugdíjasok és az alacsony jövedelmű csoportok támogatására irányuló célzott intézkedések szükségesek lehetnek az életszínvonal fenntartása érdekében.

Összegzés

A 2021-2024 közötti infláció alakulása azt mutatja, hogy a COVID-19-járvány utóhatásai, az energiaválság és a geopolitikai események jelentősen befolyásolták az egyes termékkategóriák árváltozásait. A háztartási energiaárak drasztikus emelkedése volt a legnagyobb hatással az infláció növekedésére, amely továbbgyűrűzött az élelmiszerárakban és a szolgáltatások területén is. Az infláció csökkentésének kulcsa a stabil energiaellátás és a termelési költségek kontrollálása lesz a következő években.

4.5.Nemzetközi kitekintés: Magyarország és más V4/EU tagállamok inflációs adatainak összehasonlítása

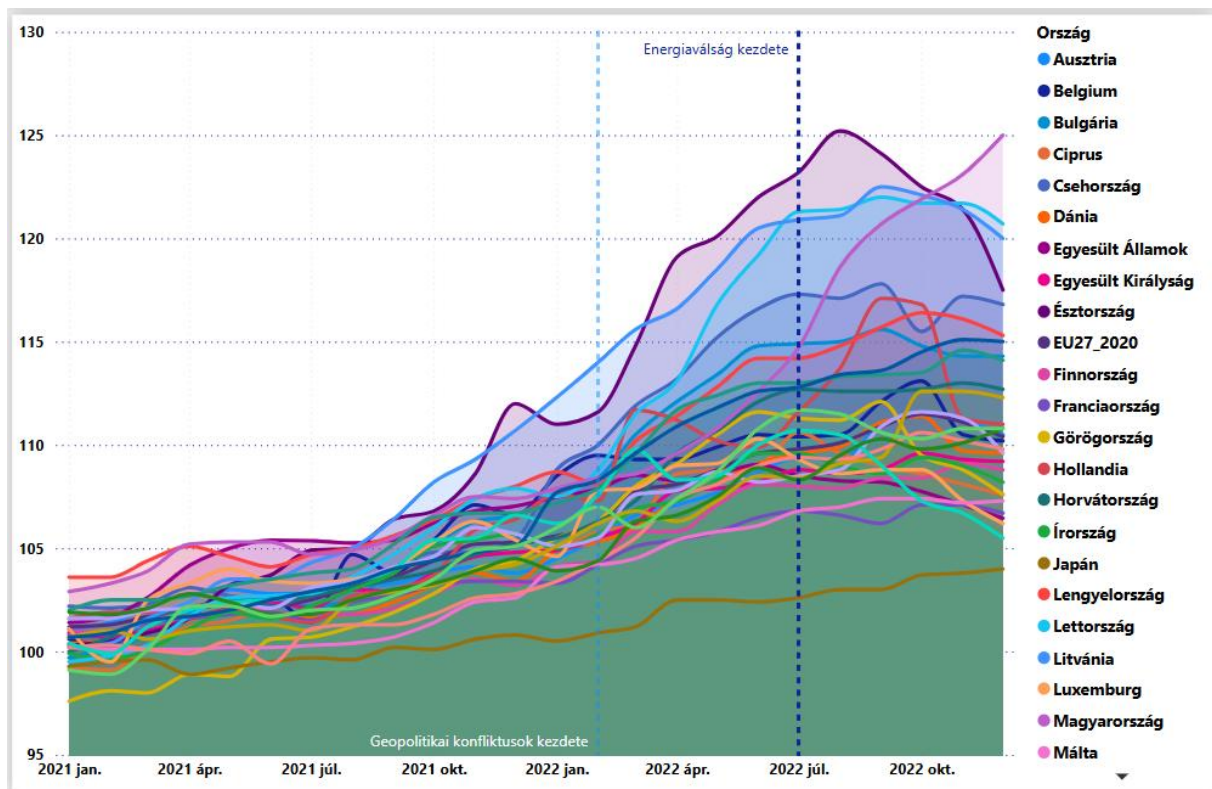
Az infláció globális jelenség, amelyet különböző makrogazdasági tényezők befolyásolnak, így például a kereslet-kínálat egyensúlyhiánya, a nyersanyagárak ingadozása, valamint a geopolitikai események. Jelen elemzés Európai Unió 27 tagállama, Egyesült Államok, Egyesült Királyság és Japán inflációs folyamatait vizsgálja a 2021-2024 közötti időszakban, különös tekintettel a főbb válságidőszakokra.



34. ábra: Magyarország és más V4/EU tagállamok inflációs adatai [2021-2024]

Az grafikon az infláció általános alakulását mutatja 2021 elejétől 2024-ig. A trendek azt mutatják, hogy:

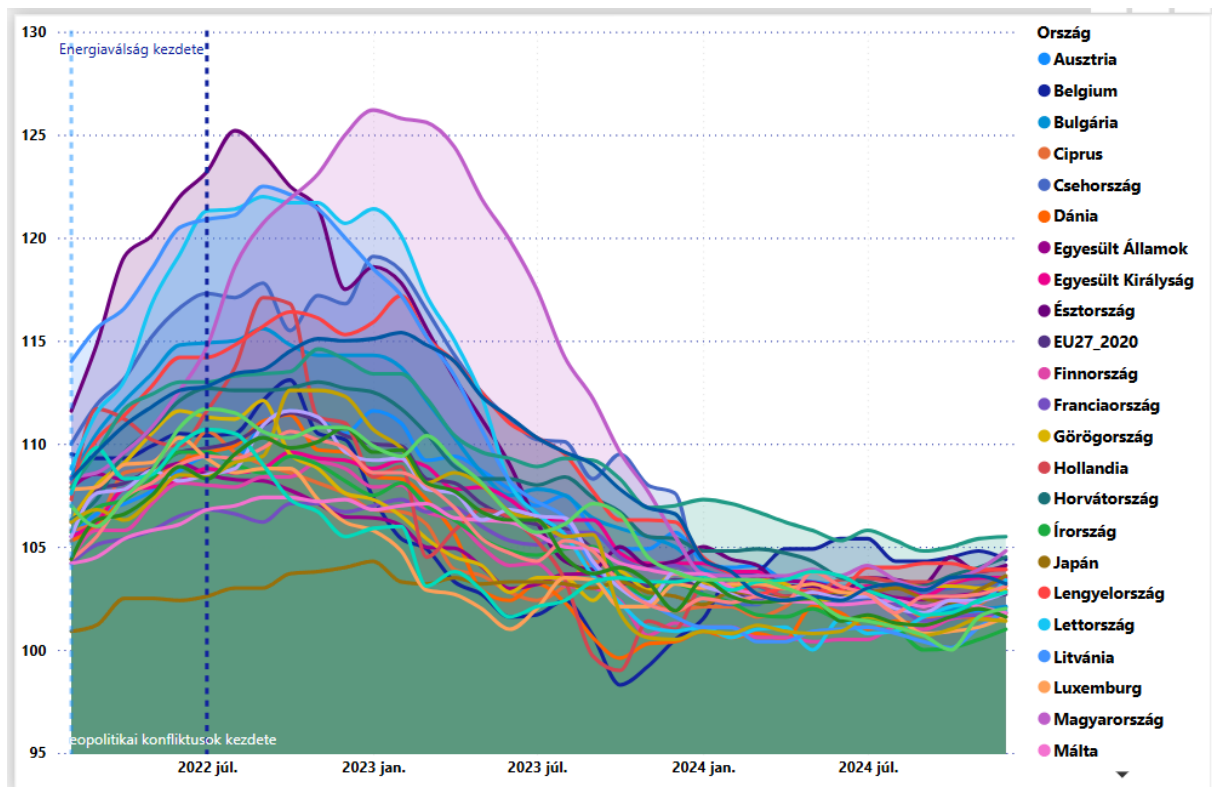
- A kezdeti, 2021-es infláció mérsékelt volt a legtöbb vizsgált országban.
- 2022-ben az infláció meredeken emelkedni kezdett, amely 2022 végén érte el csúcspontját.
- 2023-tól a jegybanki szigorítások és a gazdasági stabilizáló intézkedések hatására fokozatos csökkenés látható.
- Az infláció lecsillapodása 2024-re az energiaárak stabilizálódásának és a kereslet visszafogásának köszönhető.



35. ábra: Magyarország és más V4/EU tagállamok inflációs adatai [2021 évet követő COVID időszak alatt]

A 2022 közepén kezdődő energiaválság az infláció egyik legfontosabb hajtóerejévé vált:

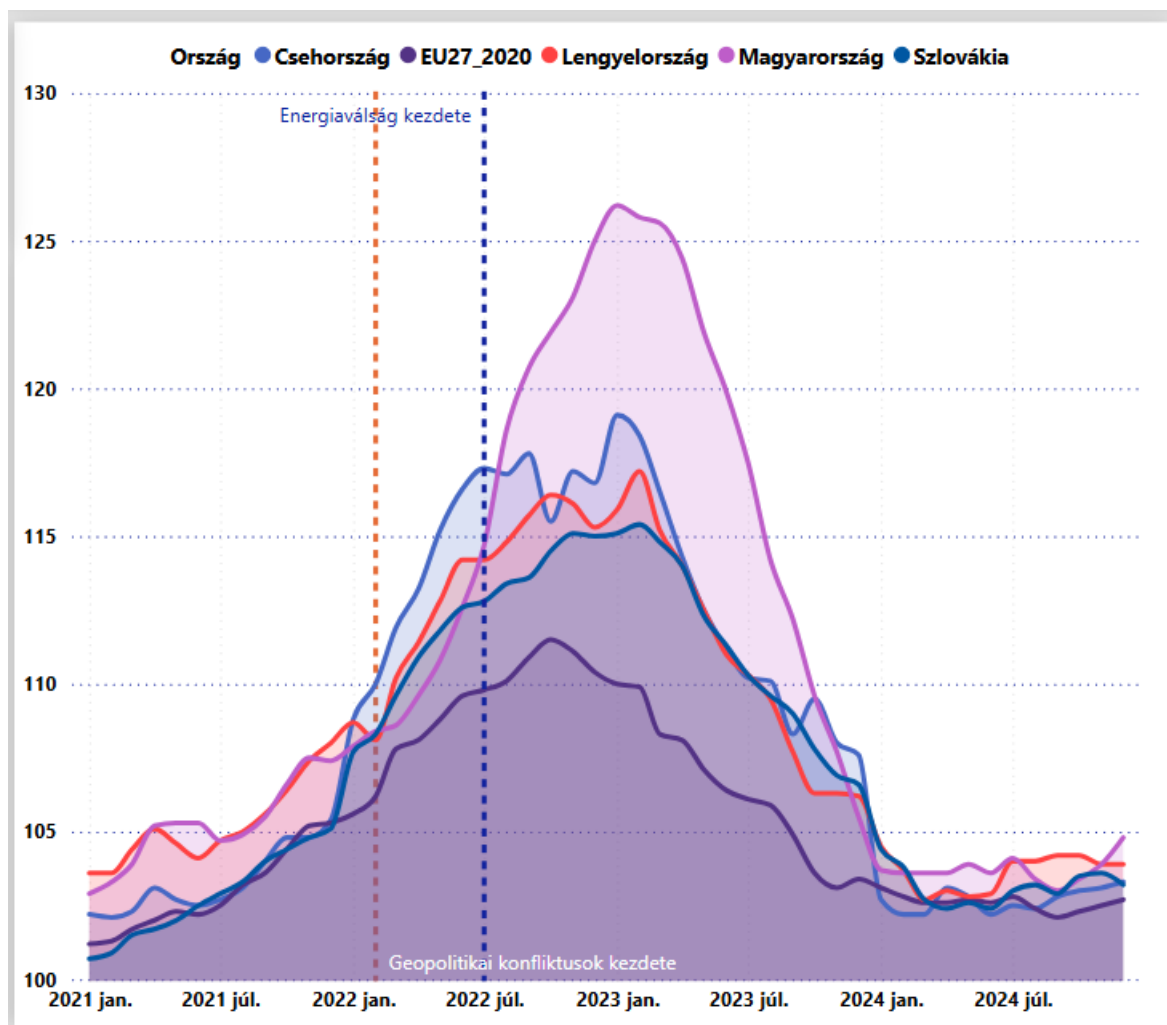
- Az energiaköltségek drasztikus növekedése miatt az általános árszint hirtelen emelkedett.
- Az energiaintenzív iparágakban (pl. építőipar, mezőgazdaság, feldolgozóipar) a termelési költségek jelentősen megugrottak.
- Az infláció 2022 végére érte el a csúcspontját, Magyarországon pedig kiugróan magas értékeket mutatott a többi EU-tagállamhoz képest.
- A jegybankok gyors kamatemelésekkel próbálták megfékezni az inflációs spirált, de a gazdasági szereplők bizalomvesztése tovább fokozta az ingadozásokat.



36. ábra: Magyarország és más V4/EU tagállamok inflációs adatai [geopolitikai konfliktus kezdetétől 2024 év végéig]

4.6. Magyarország, V4 tagállamok és az EU átlagos inflációs összehasonlítása

Az infláció alakulása 2021 és 2024 között jelentős eltéréseket mutatott Magyarországon, a Visegrádi Országokban (V4: Magyarország, Lengyelország, Csehország, Szlovákia) és az Európai Unió átlagában. A vizsgált időszak alatt az infláció felfutása, csúcsidőszaka és a csökkenés sebessége is országonként eltérő volt, amelyet befolyásoltak a makrogazdasági folyamatok, az energiaválság, valamint a geopolitikai konfliktusok.



37. ábra: Magyarország, V4 tagállamok és az EU átlagos inflációs összehasonlítása

A magyar infláció trendje jóval magasabb értékeket mutatott, mint a V4 átlagos szintje, sőt, az EU-27 átlagát is jelentősen meghaladta:

- 2022 4. negyedév: Magyarországon az infláció elérte a 123,33-as indexértéket, míg az EU27 csak 111,00, Szlovákia 114,87, Lengyelország 115,93 és Csehország 116,50 szinten volt.
- 2023 első fele: Magyarország inflációs csúcsa 125,87 volt, ami a legmagasabb érték a V4-ek között, miközben az EU27 átlaga ekkorra már csökkenésbe kezdett.
- 2024-re: Az infláció csökkent, ám Magyarország értékei még mindig magasabbak maradtak az EU-hoz képest.

Year	Csehország	EU27_2020	Lengyelország	Magyarország	Szlovákia
2021					
Qtr 1	102,20	101,40	103,87	103,37	101,03
Qtr 2	102,77	102,17	104,60	105,27	102,07
Qtr 3	103,27	103,10	105,10	105,03	103,40
Qtr 4	105,00	104,97	107,27	107,17	104,77
2022					
Qtr 1	110,23	106,53	109,00	108,30	108,53
Qtr 2	115,00	108,83	112,80	111,00	111,77
Qtr 3	117,40	110,27	114,90	118,00	113,27
Qtr 4	116,50	111,00	115,93	123,33	114,87
2023					
Qtr 1	118,00	109,40	116,10	125,87	115,10
Qtr 2	112,67	107,20	112,50	122,07	112,53
Qtr 3	109,53	105,63	109,17	114,63	109,63
Qtr 4	108,37	103,37	106,27	107,60	107,10
2024					
Qtr 1	102,37	102,83	103,63	103,63	103,63
Qtr 2	102,70	102,63	102,90	103,70	102,47
Qtr 3	102,57	102,43	104,07	103,50	103,03
Qtr 4	103,13	102,50	104,00	104,03	103,43

38. ábra: Magyarország, V4 tagállamok és az EU átlagos inflációs összehasonlítása, negyedéves bontásban

Miért volt Magyarországon magasabb az infláció?

Energiaárak hatása: Magyarország erős importkitettsége az energia terén fokozta az inflációs nyomást.

Monetáris politika: A Magyar Nemzeti Bank (MNB) reakciója később érkezett, mint az EU jegybankjaié, ezért a dezinfláció is lassabb volt.

Fiskális politika: Kormányzati kiadási programok fokozták a belföldi keresletet, ami tovább gerjesztette az inflációt.

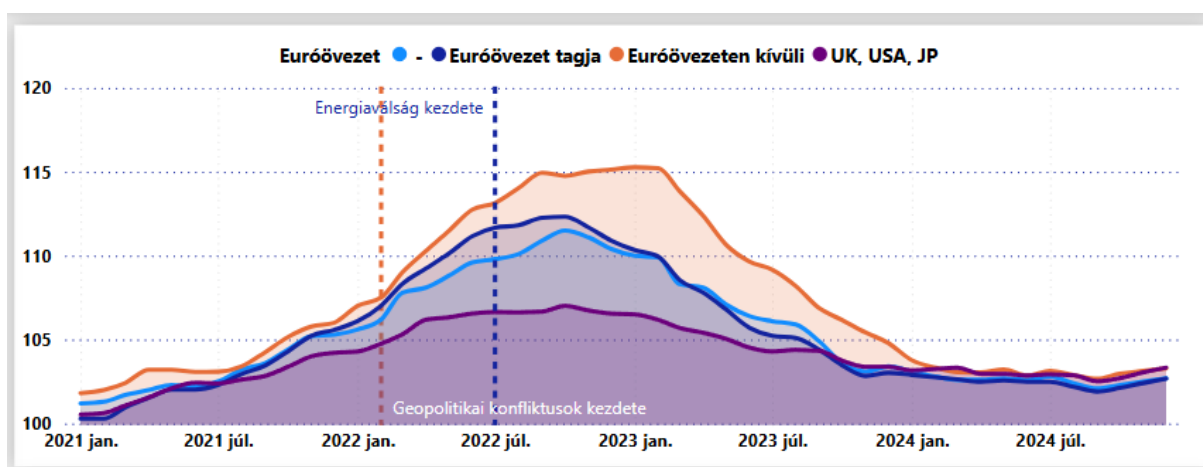
V4-ek és az EU inflációs trendjei

- **Lengyelország:** Enyhébb inflációs hullám a stabilabb monetáris politika miatt.
- **Csehország:** Kiegyensúlyozottabb trend, gyorsabb dezinflációval 2023 második felében.
- **Szlovákia:** Az inflációs ütem közelebb állt az EU átlagához.

A vizsgált időszak inflációs adatai alapján Magyarország helyzete különösen kiugró volt a V4-ek között, különösen 2022 és 2023 elején. Az infláció csökkenése megkezdődött, de Magyarország 2024-ben is az átlagos EU-inflációs ráta felett maradt.

4.7. Euróövezeti tagállamok, Euróövezeten kívüli EU tagállamok és az Egyesült Királyság, Egyesült Államok és Japán inflációs összehasonlítása

A globális infláció alakulása jelentős eltéréseket mutat a gazdasági övezetek között, mivel az inflációra ható tényezők, a monetáris politika, valamint a piaci struktúrák országonként eltérnek. Ebben a fejezetben az eurózóna tagállamai, az eurózónán kívüli EU-tagok, valamint az Egyesült Királyság, az Egyesült Államok és Japán inflációs trendjeit hasonlítjuk össze a 2021-2024-es időszakban.



39. ábra: Euróövezeti, Euróövezeten kívüli EU tagállamok és az Egyesült Királyság, Egyesült Államok és Japán inflációs adatai

A 2021-2024-es időszakban a vizsgált országok eltérő makrogazdasági reakciókat mutattak az inflációs sokkokra:

Az eurózóna stabilabb inflációs trendet mutatott (egyértelműen látszik, hogy az eurózóna tagállamai jobban tudták kezelni az inflációs hatásokat), mint az euróövezeten kívüli EU tagállamok. De az energiaválság itt is erős drágulást eredményezett. Az UK, USA, Japán átlagos infláció minden szempontból jobban teljesített, ami feltételezhetően a strukturális különbségekre vezethető vissza.

A monetáris politikai reakciók és az energiaválság szerepe alapvetően befolyásolta az infláció alakulását a különböző országokban, ami rávilágít a gazdasági integráció és az egyéni politikai döntések fontosságára.

4.8.Összegzés

Az infláció 2021 és 2024 közötti időszaka jelentős változásokat mutatott a makrogazdasági folyamatok függvényében. A kezdeti, COVID-19 által okozott keresleti és kínálati zavarok hatására megindult áremelkedés, amelyet az energiaválság és a geopolitikai konfliktusok felerősítettek. Magyarországon az inflációs sokk különösen intenzív volt, amelyet az energiaimport-függőség és a fiskális intézkedések tovább fokozhattak.

A nemzetközi összehasonlításból kitűnik, hogy az euróövezet tagállamai stabilabb inflációs pályát követtek, míg a közép-kelet-európai országok, különösen Magyarország, kiugró áremelkedést tapasztaltak. A jegybanki intézkedések és a kormányzati stabilizációs lépések hatására az inflációs trend 2023-tól csökkenő pályára állt, de a visszarendeződés üteme országonként eltérő maradt.

A vizsgált időszak tanulságai rávilágítanak arra, hogy a gazdasági stabilitás fenntartása érdekében szükséges a gyors és hatékony jegybanki beavatkozás, a diverzifikált energiaforrások biztosítása, valamint az inflációs sokkok társadalmi hatásainak mérséklése célzott kormányzati intézkedésekkel. Az infláció visszaszorítása és a gazdasági növekedés közötti egyensúly megőrzése továbbra is kulcsfontosságú kihívás marad a következő években.

5. Összefoglalás és következtetések

A dolgozat célja az volt, hogy feltárja az infláció alakulását Magyarországon három jelentős gazdasági válság – a 2008-as pénzügyi világválság, a COVID–19 pandémia, valamint az energiaválság és az orosz–ukrán háború – tükrében, valamint, hogy bemutassa a nemzetközi inflációs trendeket és azok értelmezését informatika eszközeinek alkalmazásával. A vizsgálat során négy fő célkitűzés mentén elemeztem a válságok hatásait: az inflációs trendek bemutatása, nemzetközi összehasonlítás, alkalmazkodási képesség értékelése, valamint adatvizualizációs megoldások bemutatása.

Az elemzés egyik legfontosabb tanulsága, hogy az inflációs folyamatok alakulása szoros kapcsolatban állt a makrogazdasági stabilitással, a fiskális és monetáris politikai lépésekkel, valamint a globális környezettel. A 2008-as válság során a forint jelentős gyengülése, a devizaalapú hitelezés kockázatai és az MNB–kormány közötti gazdaságpolitikai feszültségek súlyos következményekkel jártak. A COVID–19 időszakában a világjárvány hatására bekövetkező tőke kivonás, az ellátási láncok akadozása és a monetáris/fiskális válaszlépések szintén jelentős inflációs nyomást eredményeztek. A 2021–2023 közötti energiaválság és geopolitikai feszültségek új típusú, költségoldali inflációs hullámot idéztek elő.

Nemzetközi összehasonlításaink alapján megállapítható, hogy míg az infláció mértéke minden országot érintett, a válaszreakciók hatékonysága eltérő volt. Az euró-zóna tagállamai – szorosabb fiskális fegyelem mellett – hamarabb tudták mérsékelni az árstabilitásból fakadó kockázatokat. A V4-országok közül Lengyelország és Szlovákia példái jól mutatják, hogy a központi bankok gyors kamatlépései és célzott állami beavatkozások segíthetik a pénzromlás mérséklését.

Összességében elmondható, hogy az infláció kezelése összetett, több tényezőből álló kihívás, amely a monetáris politika mellett egyre inkább igényli az informatikai és adatvizualizációs eszközök tudatos alkalmazását is. A vizsgált időszakok alapján levonható következtetés, hogy a gazdaságpolitikai döntéshozók részéről gyors és összehangolt válaszok szükségesek a pénzromlás megfékezéséhez, miközben elengedhetetlen a pénzügyi edukáció és a transzparens kommunikáció erősítése is, különösen válsághelyzetekben.

Felhasznált irodalom

- Dedák, I. (2010). *Makroökonómia – Elmélet és gazdaságpolitika*. Budapest: SALDO Kiadó.
- Energiaklub. (n.d.). Ki viselte az energiaválság terheit? <https://energiaklub.hu/files/study/Ki%20viselte%20az%20energiava%CC%81sa%CC%81g%20terheit.pdf>
- Equilor. (2024). Új korszak előtt a Magyar Nemzeti Bank élén Varga Mihállyal. Trade Magazin. <https://trademagazin.hu/hu/equilor-uj-korszak-elott-a-magyar-nemzeti-bank-elen-varga-mihallyal/>
- Friedman, M. (1973). Facing Inflation. *Challenge*, 16(5), 29–37. <https://doi.org/10.1080/05775132.1973.11470007>
- Király, J. (2018). Monetáris politikai dilemmák a 2008. októberi likviditási válságot megelőzően. Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont. https://kti.krtk.hu/wp-content/uploads/2018/01/Kiraly_Julia_Monetaris_politikai_dilemmak_2018-02-01.pdf
- Központi Statisztikai Hivatal. (n.d.). Fogyasztói árindex változása. https://www.ksh.hu/stadat_files/ara/hu/ara0044.html
- Központi Statisztikai Hivatal. (2010). *Makrogazdaság, 2008–2009*. <https://www.ksh.hu/docs/hun/xftp/idoszaki/makro/makrogazdasag0809.pdf>
- Lentner, Cs. (2009). A magyar gazdasági válság és válságkezelés néhány történeti és nemzetközi aspektusa. MTA Közgazdaság-tudományi Intézet. https://real.mtak.hu/36525/1/publications_05.pdf
- Magyar Nemzeti Bank. (2008). *Éves jelentés 2008*. <https://www.mnb.hu/letoltes/eves-jelentes-2008.pdf>
- Magyar Nemzeti Bank. (2009). A magyar állampapírpiac és a pénzügyi válság kapcsolata. <https://www.mnb.hu/letoltes/varga.pdf>
- Magyar Nemzeti Bank. (2016). *Digitális jegybanki jelentés 2016*. <https://www.mnb.hu/letoltes/hun-ir-digitalis-16.pdf>
- Magyar Nemzeti Bank. (2022). *Inflációs jelentés – 2022. december*. <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/inflacios-jelentes/2022-12-22-inflacios-jelentes-2022-december>

- Magyar Nemzeti Bank. (2023). *Mélyelemzés: A hazai élelmiszerinfláció mögött meghúzódó tényezők*. <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-melyelemzes-a-hazai-elelmiszerinflacio-mogott-meghuzodo-tenyezok.pdf>
- Magyar Nemzeti Bank. (2024). *Digitális jegybanki jelentés 2023*. <https://www.mnb.hu/letoltes/hun-ir-digitalis-23.pdf>
- Magyar Nemzeti Bank. (2024). Miért alacsony a hazai lakossági fogyasztás? <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-melyelemzes-miert-alacsony-a-hazai-lakossagi-fogyasztas.pdf>
- Magyar Nemzeti Bank. (n.d.). Árfolyamok. <https://www.mnb.hu/arfolyamok>
- Magyar Nemzeti Bank. (n.d.). Jegybanki alapkamat alakulása. https://www.mnb.hu/Jegybanki_alapkamat_alakulasa
- Makronóm. (2023). Üzemanyágarak emelkedése 2022-ben: A forint gyengülése és az infláció hatása. <https://makronom.eu/2023/07/20/uzemanyagarak-emelkedese-2022-ben-a-forint-gyengulese-es-az-inflacio-hatasa>
- Oeconomus Gazdaságkutató Alapítvány. (2019). A magyar devizahitel-válság története. <https://www.oeconomus.hu/irasok/a-magyar-devizahitel-valsag-tortenete/>
- O'Neill, R., Ralph, J., & Smith, P. A. (2017). What Is Inflation? In *Inflation* (pp. 21–43). Springer International Publishing. https://doi.org/10.1007/978-3-319-64125-6_2
- Oner, C. (n.d.). Inflation: Prices on the Rise. IMF. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/inflat.htm>
- Pénzcentrum. (2020). Lépéskényszerbe került az MNB: jöhet az 500 forintos euró? <https://www.penzcentrum.hu/gazdasag/20201002/lepeskenyszerbe-kerult-az-mnb-johet-az-500-forintos-euro-1103526>
- Polgári Szemle. (2020). Hitelezés válsághelyzetben – 2008 vs 2020. <https://polgariszemle.hu/aktualis-szam/193-egy-uj-vilagrend-fele-uj-kihivasok-es-valaszok/1174-hitelezes-valsaghelyzetben-2008-vs-2020>
- Portfolio. (2021). Törlesztési moratórium: példa nélküli, amit Magyarország művelt – Íme a számok. <https://www.portfolio.hu/bank/20210325/torlesztesi-moratorium-peldatlan-amit-magyarorszag-muvelt-ime-a-szamok-475582>

Portfolio. (2022). Itt a magyarázat a 400-as euróárfolyamra.

<https://www.portfolio.hu/deviza/20220324/itt-a-magyarazat-a-400-as-euroarfolyamra-a-haboru-kirobbanasakor-azonnal-tamadasba-lendultek-a-spekulansok-534993>

Reuters. (2024). U.S. tariffs would hit Hungary's growth, boost inflation, central bank says.

<https://www.reuters.com/markets/emerging/us-tariffs-would-hit-hungarys-growth-boost-inflation-central-bank-says-2024-12-19/>

Varga, L. (2009). A magyar szuverén hitelkockázati felár alakulása. Magyar Nemzeti Bank.

<https://www.mnb.hu/letoltes/varga.pdf>

Vigvári, A. (2015). *Pénzügy(rendszer)tan*. Budapest: Akadémiai Kiadó.

Yglesias, M. (2015). Inflation, explained. Vox.

<https://www.vox.com/2014/7/24/18080392/inflation-definition-and-explanation>

Zijlstra, J. (1975). Inflation and its impact on society. *De Economist*, 123(4), 495–506.

Zsibók, Z. (2023). Árak, megélhetés, fogyasztás. In *Területi riport 2023* (pp. 100–129).

HUNREN Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont.