

VÁRHEGYI ÉVA

Sebezhetőség és hitelexpanzió a mai válság fényében

(*Antal László könyvének érvényessége*)

A cikk azzal kíván emléket állítani Antal Lászlónak, hogy 2004-ben megjelent könyve két fontos állításának érvényességét mutatja be a napjainkban eszkalálódó pénzügyi válságban. Antal az átalakuló kelet-európai gazdaságok elemzése során nagy jelentőséget tulajdonított a „szerény tartalékokból és szerény hitelességből” fakadó sebezhetőségüknek, éppen az olyan „előre nem látható működési zavarok, sokkhatások, spekulatív támadások” esetén, mint amelyet a most zajló hitelválság hozott felszínre. Hasonlóképpen felismerte a túlzott hitelexpanzió veszélyét, amely, mint most látható, ezekben az országokban valóban hozzájárul ahhoz, hogy a nyugatról „begyűrűző” likviditási válság pénzügyi krízissé mélyüljön.¹

Antal László nemcsak reformközgazdászként tartozott az élvonalba, hanem „válsággazdászként” is, ha szabad ilyen kifejezést kreálnom. Az elsők között volt, akik különféle jelekből felismerték a gazdasági krízisek közeledtét, és az első, aki ezt rendre ki is mondta. Különös „válság-előrejelző” képessége nem csupán borúlátó alkatából fakadt (bár bizonyára abból is), hanem sajátos szemléletmódjából, a gazdasági-társadalmi folyamatok elemzése során alkalmazott, sokoldalú megközelítésből, valamint kivételes éleslátásából. Nem hagyta magát elvarázsolni a mégoly tetszetős, bár a valóságot szükségszerűen leegyszerűsítő elméletektől és modellektől, hanem agyának hatalmas kapacitását és szellemének kreativitását kihasználva, fejében összerakta a gondosan kiválogatott, külön-külön és együttesen is aprólékosan elemzett ismereteket, mutatószámokat, és ezekből vonta le következtetéseit. Nem az ő hibája volt, hogy elemzéseiből gyakorta kerekedett ki a „VÁLSÁG felé megyünk”, a „hamarosan itt a VÁLSÁG”, vagy a „ha nem változtatunk, akkor nem kerülhetjük el a VÁLSÁGOT” típusú megállapítás, pontosabban: jajkiáltás. Hiszen soha nem az íróasztalának gyártotta ezeket az elemzéseket, hanem abból a célból, hogy ráébredje a döntéshozókat a helyzet komolyságára és a saját felelősségükre.

Bár a mostani, régióinkat és országunkat különös erővel sújtó válságot a maga konkrét valóságában ő sem volt képes „megjósolni”, a baljós jelek némelyikére, és főként azokra, amelyek minket, illetve a közép-kelet-európai térség gazdaságait jellemezték, idejekorán felhívta a figyelmet. Már csak ezért is érdemes újraolvasni utolsó, 2004-ben, *Fenntartható-e*

¹ Köszönettel tartozom *Fenyő Györgynek*, aki tanácsaival jelentős mértékben hozzájárult a cikkben kifejtett gondolatokhoz.

a fenntartható növekedés? címen megjelent könyvét.² Az alábbi idézet akár mottója is lehetne egy tanulmánynak, amely a subprime válság kelet-európai hatásait elemzi. Nagy veszteség nekünk, hogy ezt a könyvet már nem ő fogja megírni.

1. SEBEZHETŐSÉG ÉS VÁLSÁG

„A sebezhetőségnek előre nem látható működési zavarok, sokkhatások, spekulatív támadások, a befektetői várakozásokban bekövetkező, hirtelen változások esetén van jelentősége. Az ilyen fordulatoknak a szerény tartalékokkal és szerény hitelességgel rendelkező kis, nyitott gazdaságok könnyen áldozatul eshetnek, akkor is, ha fundamentumai külön-külön még éppen elfogadhatónak minősülnek. Fokozottan érvényes ez az átalakuló kelet-európai országokra, amelyek még sokáig sebezhetőek maradnak, akkor is, ha a konvergenciakritériumokat sikerrel közelítik.” (55. o.)

A 2004-ben papírra vetett gondolatok most, 2008 őszén különös aktualitást kaptak. A túlfűtött világgazdasági környezet és a különféle pénzügyi buborékok okozta profitlehetőségektől elhomályosított befektetői tekintet, a jókorára nőtt kockázatvállalási hajlam sokáig elfedte sok gazdaság sebezhetőségének, sérülékenységének tüneteit. Ezek most, az elszenvedett veszteségek miatt óvatossá vált befektetők kényszerű megvilágosodásának pillanatában, hirtelen olyanok számára is láthatóvá váltak, akik – Antal Lászlóval ellentétben – úgy gondolták, hogy a fellendülést tápláló, optimista hangulat örökké tarthat.

2008 őszén újra felértékelődött azoknak a mutatószámoknak a jelentősége, amelyek az egyes gazdaságok sérülékenységét, sebezhetőségét előre jelezni hivatottak, de amelyeket az ezredfordulót követően – nem kis mértékben politikai indíttatásra – eluralkodó eufóriában nem vettek kellően komolyan. Ebben a világhangulatban sok ország vezetői, köztük Magyarországé is, abban az illúzióban ringatták magukat, hogy az egyensúlyhiányok épp úgy „kinőhetnek”, mint ahogy a kisgyerekek is kinőhetik a kancsalságukat vagy rossz lábtartásukat. Októberre azonban kiderült, hogy azok az országok, amelyeknek a kormányai felültek ennek a tetszetős, bár igencsak veszélyes tévhitnek, a valutaválság és az államcsőd közvetlen fenyegetésének árnyékába kerültek. Ezek közé tartozik Magyarország is, amelyet az Antal-könyvben szereplő, az 1998-as állapotokat felmérő táblázat a legtöbb mutató alapján – az EBRD által megállapított minősítési kritériumrendszer szerint – még a közepesen sebezhető országok kategóriájába sorolt (414–415. o.). A befektetői elvárások változását és – főként ennek hatására – a minősítők fokozódó érzékenységét is tükrözi, hogy 2008 őszén a különböző hitelminősítők és elemzők az akkorinál csak néhány mutatójában rosszabb helyzetű Magyarországot a külső fizetési pozíciók alapján már a legsérülékenyebb országok közé sorolják.

Tény, hogy az összes lehetséges adósságelem figyelembe vételével számított, bruttó külföldi adósság 2007-ben már megközelítette a bruttó hazai terméket, ebben azonban – mintegy 20 százalékos súllyal – a külföldi direkt tőkebefektetések (FDI) körébe tartozó tulajdonosi hitelek is benne vannak, amelyek kevésbé növelik a sérülékenységet, mint a „normál” hitelek. A nettó külföldi adósság a GDP 40 százalékára rúg, amely, bár tenden-

2 ANTAL LÁSZLÓ: *Fenntartható-e a fenntartható növekedés? Az átmeneti gazdaságok tapasztalatai.* Közgazdasági Szemle Alapítvány, Budapest, 2004.

ciájában szintén növekedést jelez, mértéke mégsem kirívó. Az olyan sérülékenységet jelző mutatók tekintetében viszont, mint az áru- és szolgáltatásexport arányában mért bruttó és nettó adósság, az ország helyzete nem (vagy alig) romlott, az adósságszolgálati, illetve a folyó fizetési mérleg pozíciója alapján pedig javult (1. táblázat).

1. táblázat

Magyarország külső pozíciójának alakulása (%)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Romló mutatószámok:										
Bruttó külföldi adósság/GDP	56,5	65,2	63,2	63,7	55,3	63,8	69,3	76,5	92,4	99,4
Bruttó külföldi adósság*/GDP	50,7	57,7	56,1	53,9	45,6	51,9	57,7	64,7	76,0	80,5
Devizában fennálló bruttó külföldi adósság*/GDP	47,3	52,7	49,3	44,3	32,2	36,0	38,3	46,1	53,7	58,0
Nettó külföldi adósság*/GDP	17,7	16,3	18,6	14,1	16,3	21,6	25,7	27,9	34,5	40,5
Devizában fennálló nettó külföldi adósság*/GDP	18,2	16,4	14,2	7,6	7,7	10,7	13,7	16,4	22,6	27,7
Devizában fennálló nettó külföldi adósság/XGS	29,4	25,5	19,6	10,6	12,2	17,4	21,2	24,3	29,5	34,6
Javuló mutatószámok:										
Adósságszolgálat devizában** /GDP	10,6	9,3	8,5	7,4	6,7	7,3	9,1	9,9	8,7	8,7
Adósságszolgálat devizában** /XGS	17,2	14,5	11,8	10,4	10,7	11,8	14,0	14,7	11,4	10,9
Folyó fizetési mérleg egyenlege/GDP	-7,2	-7,8	-8,4	-6,0	-7,0	-7,9	-8,6	-7,5	-7,5	-6,4

* FDI egyéb tőke (tulajdonosi hitel) nélkül

** Középlejratú hiteltörlesztés és nettó kamatkidás

Forrás: MNB

Az, hogy éppen melyik mutató milyen súllyal szerepel a sérülékenységi rangsorokat összeállító minősítésekben, jelentős eltéréseket okozhat. A Fitch által a KKE-térsgre fel-

állított sérülékenységi rangsorban például Magyarország a 8., Románia és Bulgária mellett a három balti köztársaság is megelőzi, míg a Merrill Lynch november elején készített sérülékenységi világrangsorában az „előkelő” ötödik helyet kapta Magyarország, megelőzve Bulgáriát is (igaz, a listavezető Ausztrália és Svájc). A sérülékenységi rangsoroktól és a hitelminősítők besorolásától függetlenül sem vitatható el azonban, hogy a magyar gazdaság sebezhető állapotban van, és ha egyes véleményeket, minősítéseket túlzóaknak gondolunk is, a rossz megítélés alapját többnyire objektív mutatószámok adják. A magyar valutának, a kötvényeknek és a részvényeknek az árfolyamát gyengítő piaci aktusok híven tükrözik a befektetői értékítéletet, és ebből a szempontból majdnem mindegy, hogy azok mennyire támaszkodnak racionális elemzésekre, illetve mennyire következményei egy – esetleg spekulatív céllal is felerősített – pánikpszichózisnak.

Abban, hogy az amerikai ingatlanhitel-piacról kiindult krízis Magyarországot a spekulatív támadások veszélyével is felerősített, különösen súlyos tünetekkel járó pénzügyi válsággal fenyegeti, komoly szerepet játszik, hogy a magyar kormány az elmúlt években nem tartotta szem előtt Antal László intelmeit; ennek következtében az ország külföldi adóssága rohamosan emelkedett, növelve a gazdaság sebezhetőségét. Későn, és csak vészesen magas szintről fogott hozzá az államháztartási hiány mérsékléséhez, ezért az államadósság a GDP 66 százalékára nőtt. Ennél is fontosabb azonban, hogy – elégséges hazai megtakarítások hiányában – az állami költelekezés a külső egyensúlyi pozíció javulásának folyamatát is aláásta. De a jegybank sem észlelte idejében a veszélyt: a devizatartalékokat nem kezdte el időben (2007 közepétől kezdve, amikor már észlelte a banki devizaadósságok futamidejének rövidülését) feltölteni a hitelválság megkövetelte, óvatosabb szintre. Emiatt 2008 őszén, a hitelválságnak a Lehman Brothers bukásával megnyíló új, addiginál veszterhesebb fejezete idején a devizatartalék már nem érte el az egy éven belüli hátralévő lejáratú külső adósság mértékét, növelve az ország sérülékenységét.³

Néhány kedvező külső körülmény, mindenekelőtt a javuló exportlehetőségek és a bőveges hitel- és tőkeforrások miatt a vészcsengők sem szóltak elég hangosan: úgy nézett ki, hogy az államháztartás 2006-tól mérséklődő finanszírozási szükséglete elegendő a háztartások elapadó nettó megtakarításának ellentételezésére. Pedig a sebezhetőség fontos alkotóelemét jelenti a belföldi megtakarítások apadása. A bruttó pénzügyi megtakarítások sem nőttek akkora dinamikával, amelyet az euroövezethez való felzárkózás indokolna, de még a közép-kelet-európai térség más országaihoz viszonyítva is moderált volt a pénzügyi eszközök növekedése.⁴ A finanszírozási képességet még inkább rontotta az, hogy – a 2000-es évek elejétől gyorsan növekvő háztartási hitelállománynak köszönhetően – a nettó megtakarítások volumene és GDP-hez viszonyított aránya vészesen alacsonnyá vált (2. táblázat).

3 A Merrill Lynch elemzése szerint a magyar devizatartaléknak a BIS-metodika szerinti adóssághoz viszonyított aránya 83%, ami a 44 országot felölelő, globális mintában a 10. legalacsonyabb érték.

4 Az Eurostat adatai szerint 2003–2006 között a háztartások pénzügyi eszközeinek éves átlagos növekedése a KKE-régióban átlagosan 20%, Magyarországon 15% volt. Romániában, Bulgáriában és Litvániában meghaladta a 30%-ot, Lengyelországban 16%, Szlovákiában 13%, Csehországban 10% ugyanebben az időszakban.

2. táblázat

A háztartások pénzügyi megtakarítása és hitele (tranzakció*, milliárd forint)

Megnevezés	2003	2004	2005	2006	2007
1. Bruttó pénzügyi megtakarítás	1 203	1 401	1 867	1 872	1 884
ebből: készpénz és betétek	712	585	724	604	668
nem részvény értékpapír	111	178	-102	115	-138
tulajdonosi részesedések**	13	95	627	417	606
biztosítási megtakarítás	379	475	547	688	722
2. Hitelek	1 162	1 041	998	1 225	1 441
ebből: banki ingatlanhitel	729	409	369	459	465
banki fogyasztói hitel***	155	256	412	579	717
egyéb hitel és tartozás	278	376	217	187	220
3. Nettó pénzügyi megtakarítás (1-2)	41	360	869	647	444
Bruttó megtakarítás a GDP százalékában	6,5%	6,8%	8,5%	7,9%	7,4%
Nettó megtakarítás a GDP százalékában	0,2%	1,7%	3,9%	2,7%	1,7%

* A pénzügyi vagyon változása ártértékelődés (névleges tartási nyereség) nélkül

** Üzletrészekkel együtt

*** Beleértve a szabad felhasználású jelzáloghiteleket

Forrás: Magyar Nemzeti Bank

A háztartások gyenge (0–4 százalék között ingadozó) nettó finanszírozási képessége is növelte a (2006-ig) viszonylag dinamikusan növekvő magyar gazdaság ráutaltságát a külső forrásokra, ezzel sérülékenységét is. Ebben jelentős szerepet játszott a 2000-es években induló, és az évtized közepén felerősödő lakossági hitelezési expanzió, amelynek az első komoly lökést az *Orbán*-kormány nagyvonalú lakáshitel-kamattámogatási rendszere adta. Ennek hatására 2003-ig jelentősen megnőtt az ingatlanhitelezés, és csak az akkor induló, fokozatos szigorítás hatására kezdett 2004-től visszaesni. 2005 közepétől azonban a devizaalapon folyósított, ingatlanfedezetű fogyasztási hitelek idéztek elő újabb hitelboomot: 2008 szeptemberére a lakossági devizahitelek állománya a 2004 végi 380 milliárdról 5500 milliárd forintra nőtt, miközben aránya az összes lakossági hitelállományban 10-ről 60 százalékra nőtt.

2. HITELEXPANZIÓ ÉS BANKVÁLSÁG

„A hitelezési expanzió és a bankválságok közötti kapcsolat áttekintése azt sugallja, hogy bár a hitelezési aktivitás gyors növekedése egyike azoknak a tényezőknek, amelyek gyakorlta hozzájárulnak a bankrendszerek sebezhetőségéhez, egyértelmű oksági válsággeneráló kapcsolatról semmiképpen sem beszélhetünk. A rendszerszintű bankválságok mindig több tényező együttes jelenlétével magyarázhatók.” (381. o.) Az Antal László hivatkozott könyvében feldolgozott szakirodalom tanulsága szerint a túlzott hitelexpanzió után általában nem nő meg szignifikánsan a bankválság valószínűsége. A szerzőt – és e fejezetben szerzőtársát, *Mérő Katalint* – mégis óvatosságra inti a józan ész, hiszen e tapasztalati eredmény ellenére figyelmeztet a visegrádi országokra leselkedő veszélyre: „A három ország gazdasági felzárkózásához elengedhetetlen, hogy a jövőben a hitelezés gazdaságban betöltött szerepe szignifikánsan megnőjön, hitelezési boomként jellemezhető időszak alakuljon ki. Az ilyen időszakok azonban a pénzügyi rendszer stabilitása szempontjából különösen érzékeny periódusok, hiszen a túlzott hitelexpanzió mint a pénzügyi válságok utólagosan (ex post) azonosított, egyik fontos indikátora, a legtöbb pénzügyi válságot elemző publikációban megjelenik.” (380. o.)

És lám, a mostani hitelválság kelet-európai bankrendszereket érő hatásainak elemzése, a belső okok azonosítása során valóban nem hagyható figyelmen kívül a túlzott hitelexpanzió. Az amerikai subprime válsággal egyidejűleg (részben azzal összefüggésben, illetve hasonló okokból táplálkozva) ugyanis a közép-kelet-európai térség legtöbb országában is kialakult egyfajta bankhitelbuborék. Ennek hatására jelentősen megnőtt a gazdaságok sérülékenysége, és erősödött a veszélye annak, hogy egy likviditási válság, a valuta elleni spekuláció, továbbá a világgazdaság lelassulása kedvezőtlen folyamatokat generál. Az persze igaz, hogy a kelet-európai bankok hitelexpanziója önmagában nem vezetett volna válsághoz, ha a világban fennmarad a bőséges likviditás, vagyis a nemzetközi pénzpiacok lehetővé teszik a hitelek refinanszírozását, de azért arra számítani lehetett, hogy előbb-utóbb szűkülnek ezek a lehetőségek. A bankközi piac teljes kiszáradása azonban valóban váratlan, előre nem látható fejlemény volt.

Az utóbbi években végbement hitelexpanziót több tényező is fűtötte. A pénzügyi piacok stabilizálása, a bankok privatizálása hatására a kelet-európai országokban megnőtt a banki közvetítés mélysége. Ez kezdetben, a kilencvenes években még a forrásoldalon ment végbe, a 2000-es években azonban a banki növekedés motorjává mind inkább a hitelezés, azon belül is főként a lakossági hitelezés vált (3. és 4. táblázat).

3. táblázat

A lakossági hitelezés alakulása a kelet-közép-európai térségben (%)

	Lakossági hitelek penetrációja (a GDP százalékában)					Éves átlagos hitelnövekedés (CAGR, %)
	2003	2004	2005	2006	2007	2003–2007 között
Magyarország	12,4	14,5	17,2	19,9	23,3	26,8
Szlovákia	7,0	8,6	11,2	13,3	15,3	42,1
Csehország	8,2	10,1	12,7	15,4	18,8	40,4
Lengyelország	12,1	12,5	14,3	17,7	22,1	35,0
Románia	3,8	4,8	7,4	11,1	17,7	81,5
Bulgária	6,1	9,8	14,4	16,6	23,0	57,4
Ukrajna	3,4	4,2	7,6	14,4	21,8	98,5

Forrás: RZB [2008] alapján

4. táblázat

A banki mérlegek néhány mutatója
a kelet-közép-európai térségben 2007-ben (%)

	Eszköz/ GDP	Hitel/ GDP	Lakossági hitel/GDP	Betét/ GDP	Hitel/ Betét	Devizahitel/ Hitelállomány
Magyarország	107,7	53,4	23,3	41,6	128,5	52,4
Szlovákia	89,7	44,6	15,3	58,4	76,4	23,6
Csehország	104,7	50,3	18,8	66,7	75,4	13,0
Lengyelország	72,1	37,3	22,1	35,9	103,8	24,4
Románia	64,3	36,6	17,7	31,9	114,8	54,3
Bulgária	104,5	67,1	23,0	68,7	97,7	62,2
Ukrajna	84,1	59,9	21,8	39,3	152,4	49,9

Forrás: RZB [2008] alapján

2003–2006 között a háztartásoknak nyújtott bankhitelek éves átlagos növekedési üteme a térség mindegyik országában meghaladta a 25 százalékot, a legtöbb országban pedig 40 százalék feletti volt. A hitelállománnyal messze nem tartott lépést a betétek dinamikája, vagyis jelentősen megnőtt a külső (főként bankközi) forrásoknak való kitétség ezekben a bankszektorokban.

Abban, hogy a térség legtöbb gazdaságában a hiteldinamika az organikusnál nagyobb lett, fontos szerepet játszott a gazdaság túlfűtöttsége, amit a GDP növekedését meghaladó,

belföldi fogyasztásbővülés táplált.⁵ Bár a folyó fizetési mérleg ennek hatására megnövekvő hiányát részben finanszírozni tudta a megnyíló tőke- és munkaerőpiacokra beáramló külföldi pénztőke, az ezzel együtt járó devizabeáramlás a helyi valutáknak a belső fundamentumokkal nem indokolt mértékű erősödését idézte elő. A túlfűtött gazdaságokban az infláció is felpörgött, ami az eszközök felértékelődéséhez vezetett, és a valóságos fellendülés látszatát keltette. A megemelkedő infláció ugyanakkor a helyi kamatok szintjét is megnövelte, ösztönözve az alacsonyabb kamattal járó, devizaalapú hitelezés elterjedését, ami tovább erősítette a valuták árfolyamát, eltakarva e valutáknak a gazdasági fundamentumok gyengeségei miatti sérülékenységét és az árfolyamkockázatot.

A térségben működő bankok – részben a magas helyi kamatok, részben a helyi valuta stabilitásáról kialakult illúzió, részben a pénzügyi kultúra és a banki verseny alacsonyabb foka miatt – a nyugaton kialakult szinteknél magasabb kamatmarzsokkal tudták devizaalapú hiteleiket kihelyezni. Ez a nyugati anyabankok számára vonzóvá tette az itteni hitelezést, olyannyira, hogy a leánybankok devizahitelezési expanzióját a profitnövelés mellett piacszerezésre is használták.

A főként külföldi tőkebeáramlás hatására kialakult ingatlanpiaci boom kedvező lehetőséget teremtett a bankok számára az ingatlanfedezetű hitelezés növelésére: elterjedtek a fogyasztási célt szolgáló, szabad felhasználású ingatlanhitelek. Az emelkedő ingatlanárak mellett fokozatosan lazultak a hitelezés feltételei: csökkent az önrész, hosszabbodtak a lejáratok, enyhültek a jövedelemkövetelmények. A kialakult hitelpiaci buborék lehetővé tette, hogy a lakosság jövedelménél jobban növelje fogyasztását, ami másfelől visszavetette megtakarítási hajlandóságát.

A nemzetközi likviditási bőségben a devizahitelezés finanszírozására szinte korlátlan mennyiségben beáramló deviza miatt nem keltett aggodalmat, hogy a dezintermediációval párhuzamosan, ezekben az országokban is visszaesett a banki megtakarítások aránya, és megváltozott az eszközök mögötti források szerkezete. Erősödtek a devizális és lejáratí mismatchek⁶ a bankrendszerekben, ezért a bankok (illetve anyabankjaik) erős függőségbe kerültek a rövid- és középlejáratú devizaforrások megszerzésének és lejáratkori újrarendezésének a sikerétől. Ezek a problémák az amerikai subprime válság nyomán kialakult, bizalmi és likviditási krízis hatására jelentek meg. Különösen azokban az országokban jelentkezhetnek súlyos formában, ahol a fundamentális makrogazdasági és a felszíni folyamatok jelentős eltávolodása a – túlzottan felértékelődött – valuta elleni spekuláció motivációjává válhatott. Ez sajnálatos módon érvényes Magyarországra is, ahol a sérülékenységet a súlyosan felelőtlen fiskális politika mellett a jegybank kamatpolitikája miatt felértékelődött valuta is fokozta, hozzájárulva a „minden körülmények között” stabil forint illúziójának kialakulásához, valamint a devizahitelezés felfutásához.

Antal László már nem érthette meg, hogy beigazolódni lássa az utóbbi években gyakran hangoztatott aggodalmát. A Pénzügykutatóban a gazdasági helyzet értékelése és a várható folyamatok előrejelzése céljából megtartott vitáinkon rendre előhozta azt az aggályát, hogy mi lesz, amikor a már felvett devizahitelek törlesztése meghaladja az új hitelek folyósítását,

5 Ez a tényező az amerikai subprime válságot előidéző okok között is fontos szerepet játszott.

6 Mismatch: devizakövetelések és -kötelezettségek egyensúlyának hiánya

ami forintpiaci hatása révén meggyengíti a hazai valutát. Bár lelki szemével idejekorán észlelte a közelgő válságokat, arra nem számított, hogy mindez a magyar pénzügyi rendszerre nagy erővel zúduló likviditási-bizalmi krízis hatására következik be. Aggodalmát pusztán arra a józan belátásra építette, hogy semmilyen felívelés nem tarthat örökké. A valóság azonban, sajnos, még az ő optimistának igazán nem nevezhető várakozásait is felülmúlta. Hogy mennyire, azt ma még mi sem tudjuk.