

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-térségre 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. Később, 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 piacok 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.