

Eredendő bűnök – Magyarország és a pénzügyi válság

Készítette: Mosolygó Zsuzsa /vezető közgazdász

2008. november

A globális pénzügyi válság a Lehman Brothers csődje, valamint az izlandi pénzügyi rendszer összeomlása után kiszélesedett és viharosan áterjedt a fejlődő piacokra is. A magyar pénzügyi rendszer is kritikus napokat él át 2008 októberétől. A forint 2008 szeptember-október folyamán mintegy 21 %-ot esett. Az állampapírpiacon október elején teljesen befagyott, rövid időszakot tekintve az árjegyzés is szünetelt, sikertelen állampapír-aukciók is voltak. Ez azt mutatta, hogy a piac egyensúlya felborult, erős eladói nyomás jelentkezett a másodpiacon, majd a befektetők eltűntek az elsődleges állampapírpiacon is. A tőzsde esése ebben a két hónapban a 40 %-ot is meghaladta. A külföldiek jelentős mennyiségű – 1300 milliárd forintnyi — tőke kivonást hajtottak végre. Az állampapírpiacon a korábbi csúcsokhoz képest két hónap alatt mintegy 600 milliárd forint állampapírt adtak el a külföldi befektetők, s ezzel a befektetések egy hatoda tűnt el az országból néhány hét alatt.

Mindeközben a hazai bankközi piacon is komoly feszültségek keletkeztek. A bankok devizához jutása komoly akadályokba ütközött, mivel egyre nehezebben és egyre drágábban jutottak hozzá a bankközi piacokon a szükséges devizaforrásokhoz. Ez pedig a bankok (deviza)hitelezési aktivitásának fenntartását tette kétségessé.

A pénzügyi válság tehát a pénz- és tőkepiac minden jelentősebb szegmensét érintette, s ez kulminálódott a forintárfolyam zuhanórepülésében. Az árfolyam ilyen hirtelen és drasztikus gyengülése már tulajdonképpen valutaválságnak tekinthető.¹ A hangulatra jól jellemző, hogy néhányan államcsőddel riogattak, mások pedig a bankok, vagy éppen a valuta összeomlására „játszottak”. Az ország sebezhetőségét mind a befektetők, mind az elemzők, mind a hitelminősítők egyre jelentősebbnek látták. A hitelminősítők egymás után rontottak Magyarország adósság-besorolásán.

Ilyen körülmények között érdemes lehet megvizsgálni, hogy mely tényezők teszik Magyarországot különösen sebezhetővé a most éleződő világgazdasági válság közepette. Ez ugyanis segíthet a tartós gyógymódok megtalálásában is.

Az alábbiakban megkíséreljük meghatározni a hazai gazdasági szereplők által az elmúlt években elkövetett legfőbb hibákat – az „eredendő bűnöket”. Ezek olyan „bűnök”, amelyek az ország sebezhetőségét úgy növelték, hogy közben az ország hosszú időn keresztül finanszírozható maradt. Így az elkövetők sokáig azt hitték, hogy a folyamatok fenntarthatóak.

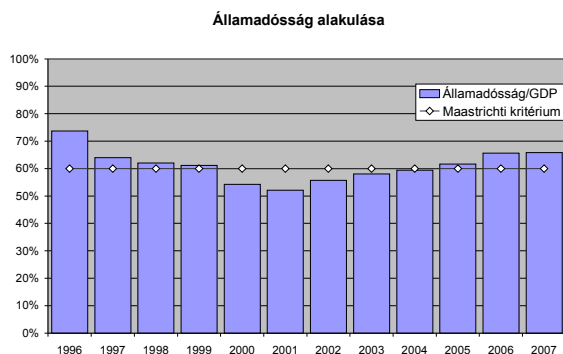
Az első bűn – az expanzív és adóssággeneráló fiskális politika

A legfőbb makrogazdasági feszültséget az elmúlt években a magas költségvetési hiányok, illetve az ezek nyomán bekövetkező romló adósságmutatók okozták. Magyarország a maastrichti kritériumoktól messze elmaradó, sőt éveken keresztül az európai uniós konvergencia helyett divergáló költségvetési egyenlegeket produkált. Az eladósodást generáló fiskális politika az ország kockázati megítélésének romlásához vezetett, s ez az országkockázati és forintfelárak relatív emelkedését eredményezte, és ez a finanszírozási költségeket magas szinten stabilizálta.² A befektetők azonban – a 2000-es évek nagy részét

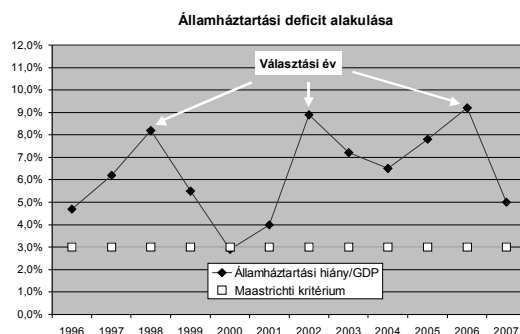
¹ Frankel és Rose 1996-ban a valutaválságok empirikus vizsgálataiban azon EM országokat tekintette át, ahol az árfolyam éves leértékelődése 25 %-os volt és a leértékelődés mértéke legalább 10 %ponttal magasabb, mint az előző évben. A nemzetközi intézmények hiteleinek igénybevétele is valutaválságra utal, ennek hiányában vélhetően még drámaibb árfolyamzuhanás következhetett volna be.

² A 10 éves forintfelárak a 2001-2002-es 2 % körüli színtről 2004-re 3-4 % közé emelkedtek, s rövid kiigazító csomag hatására bekövetkező korrekció kitérője után a jelenlegi válságperiódusban 6 %-ra ugrott a felár.

jellemző globális likviditásbőség idején –, ha relatíve magasabb költségszinteken is, de finanszírozták az országot a romló adósságműutatók mellett is. Ez azonban csak addig tartott, amíg a likviditásbőség fennállt. A jelenlegi pénzügyi válság a kockázatvállalási hajlandóságot elapasztotta, a kockázatkerülés tökémenekítéshez és az állampapírfelárak megugrásához, majd a kereslet szinte teljes elapadásához vezetett az állampapírpiacra. Mindezen hatásokat erősítette a likviditási feszültségek súlyosbodása a fejlett piacokon. A globális pénzügyi válság fokozódásakor a növekvő hazai adósságráta, valamint a külföldiek jelentős szerepe ennek finanszírozásában a valutasebezhetőség egyik fontos elemévé vált.



Forrás: PM

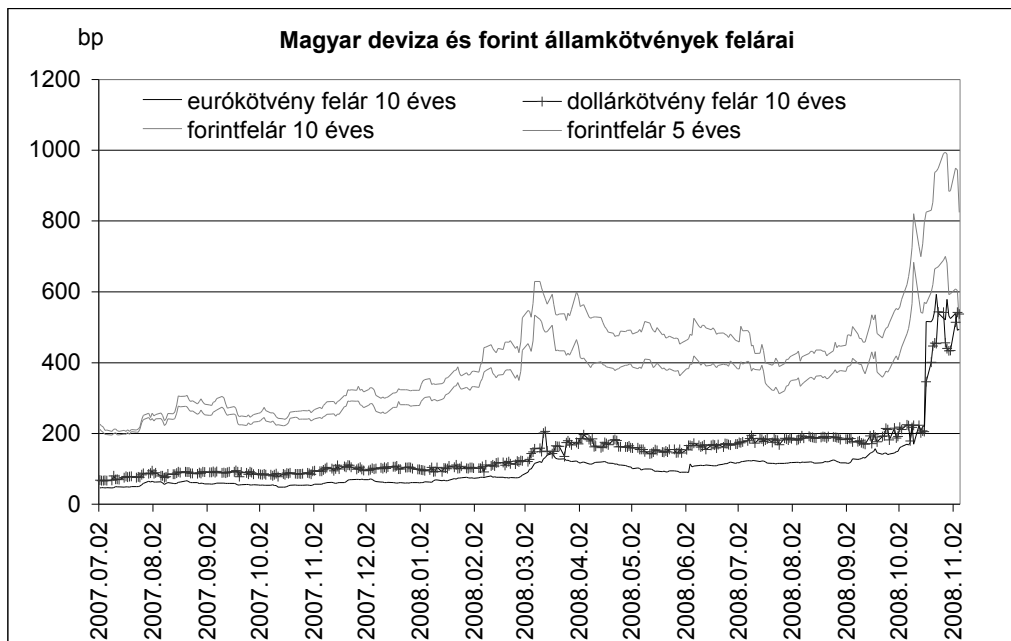


Forrás: PM

Érdekes kiemelni, hogy a válságjelek az állam finanszírozásánál nem a devizaadósságnál, hanem a forintadósságnál mutatkoztak először.³ A külföldiek a forintállampapírok mintegy 30%-át birtokolták, az állomány teljes nagysága 2008 évi csúcspontján 3500 milliárd forintot (14 milliárd dollárt) tett ki. Szeptembertől a globális válság éleződése – a kockázatvállalási hajlandóság csökkenésén és a likviditási feszültségek erősödésén keresztül – a külföldiek forint állampapír-eladásaihoz vezettek. A meglóduló másodpiaci eladások 3-6% pontos hozamemelkedést hoztak, mely viszont a nagy hazai befektetőket is elrettentette az állam finanszírozásától, akik további kötvényáreséstől tartottak.⁴ (Kivételt csupán a lakossági szegmens jelentett, melyet a magas hozamszintek vonzottak.) Mindez végül az elsődleges piac befagyásához is elvezetett. (ÁKK válaszreakcióiról ld. később.)

³ Az állampapírállomány mintegy fele a külföldiek kezén van. A részvényeknél ez az arány 80%.

⁴ A külföldi kereslet eltűnésén kívül a magyar államadósság-finanszírozást 2008 során egy másik sokk is érte. A magánnyugdíjpénztárak portfóliószabályozásának változása ugyanis ettől az évtől a részvénybefektetések preferálása és az állampapírok diszpreferálása irányába hajtotta az érintett intézményeket. Ezáltal az egyik legstabilabb hazai befektetői bázisát veszítette el az adósságfinanszírozás ebben az igen kritikus nemzetközi finanszírozási környezetben.



Forrás: Bloomberg, ÁKK

Az ÁKK likviditási tartalékainak esetleges elapadása után nemcsak a költségvetési deficit, hanem a lejáró forint-államadósság normál piaci finanszírozása is kétségessé válhatott volna. Ekkor jött el az MNB döntése, az állampapírok másodpiaci jegybanksi vásárlásáról. Fontos megállapítani, hogy egy állam a belföldi devizában nem lehet fizetőképtelen, amennyiben a jegybank a szükséges forrást biztosítja. Az EU szigorú szabályai szerint ez csak közvetett jegybanksi finanszírozással lehetséges. Ugyanakkor valutapánik és szabad tőkeáramlás esetén a jegybanksi finanszírozás könnyen vagy a deviza drasztikus leértékelődéséhez, vagy/és a devizatartalék elolvadásához vezethet. Az árfolyam megvédése esetén a csökkenő devizatartalék viszont tovább fokozza az ország sérülékenységét. Elegendő nagyságú devizatartalékkal ugyanakkor a tőkekiáramlás jobban kezelhető, illetve könnyebben megakasztható.

Éppen ezért felvetődik a kérdés, hogy elégséges volt-e a devizatartalékok szintje a válság kirobbanásakor. A befektetők és a hitelminősítők által is elegendőnek tartott devizatartalék esetén ugyanis

1. a valutatámadás valószínűsége eleve kisebb
2. a támadás kivédésének is nagyobb az esélye, mivel
 - a valutaintervenció lehetőségei is jobbak a jegybank számára
 - a jegybank magabiztosabban léphet fel az állampapírpiacra, megakasztva a hozamemelkedést és stabilizálva az egyéb szegmensek keresletét

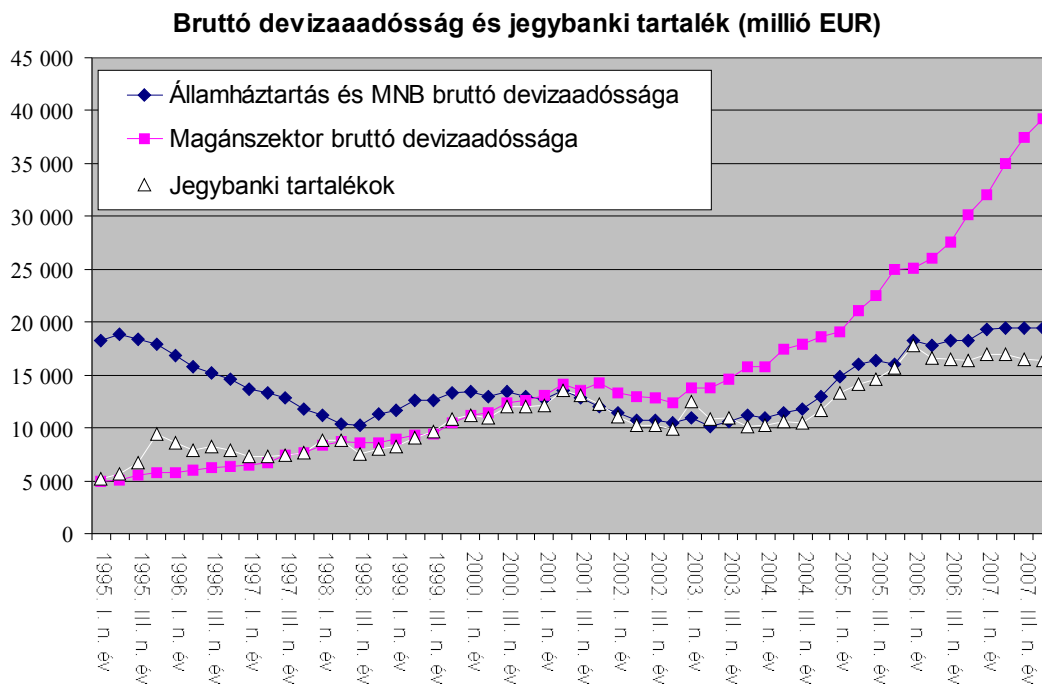
A második bűn: devizatartalékból elégtelen

A devizatartalék optimális szintjének meghatározása igen összetett feladat. A magas devizatartalék javít az ország kockázati megítélésén, azonban a tartás az állam számára költséget jelent. A makrogazdaság egésze számára a megfelelő szintű devizatartalék tartása a legolcsóbb megoldás, mert ekkor a finanszírozásnál alacsonyabb országgazdasági kockázati felárat kell minden gazdasági szereplőnek megfizetni.

A devizatartalék szintjének meghatározásánál leggyakrabban használatos mutatók az importfedezeti mutató, a pénzmennyiség/devizatartalék, illetve a gazdaság szereplői rövid lejáratú tartozásainak, illetve a teljes adósságnak a devizatartalék-fedezettsége. Nézzük meg, hogyan alakult Magyarország devizatartaléka a fentiek fényében, figyelembe véve azt is, hogy

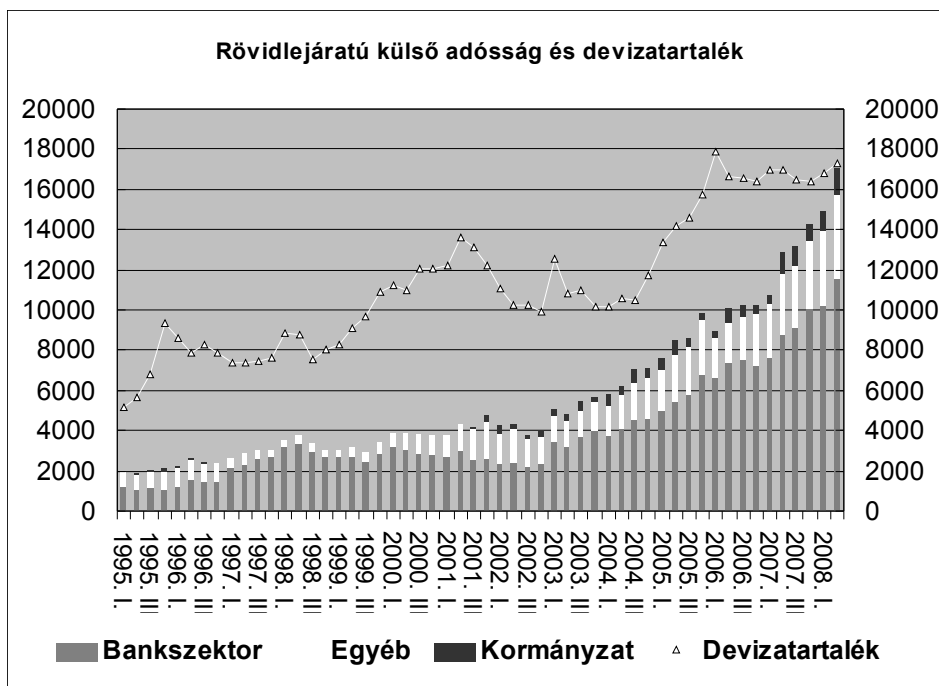
az utóbbi időben az értékeléseknél a rövid lejáratú adósság finanszírozhatósága került középpontba.

Az ország külső adóssága 2007 végén kb. a 100 Mrd eurót közelítette, melynek 25 %-a forintban, 75 %-a devizában állt fenn. Az elmúlt 5 évben főként a magánszektor devizaadóssága nőtt meg. Különösen fontos szakasz a 2006-2007-es időszak, amikor a magánszektor devizaadóssága jelentősen meglódult, miközben a devizatartalék stagnált, sőt kissé csökkent. Az ország devizakitettségének növekedését tehát a devizatartalékképzés - különösen ebben a két évben - nem követte le.



Forrás: MNB

Az utóbbi időben a befektetők és a hitelminősítők részéről az egyik legfőbb sebezhetőségi szempont a rövid lejáratú adósság devizafedezettségének kérdése volt. Az ország rövid lejáratú kitettségének növekedése főként annak tudható be, hogy a bankszektor rövid lejáratú adóssága megugrott. Amikor 2008 őszén a globális pénzügyi válság elérte a fejlődő piacokat, a hazai devizatartalékszint már nem volt elegendő az ország rövid lejáratú adósságának fedezésére sem.



A fenti ábra csak az eredetileg is rövid lejártú adósságot tartalmazza. A devizatartaléknak ezen felül ugyanakkor még fedezetet kellene nyújtania az eredetileg hosszú lejártú papírok éven belül esedékes részére és a fizetési mérleg deficitjére is.⁵ Mindezek alapján az ország rövid távú külső finanszírozási igénye jelentősen meghaladta a devizatartalékok nagyságát egy olyan kritikus időszakban, amikor a nemzetközi pénz és tőkepiacok teljesen befagytak.⁶

A rövidlejártú adósság szerkezete alapján a leginkább sebezhető szektorra a bankszektor vált.

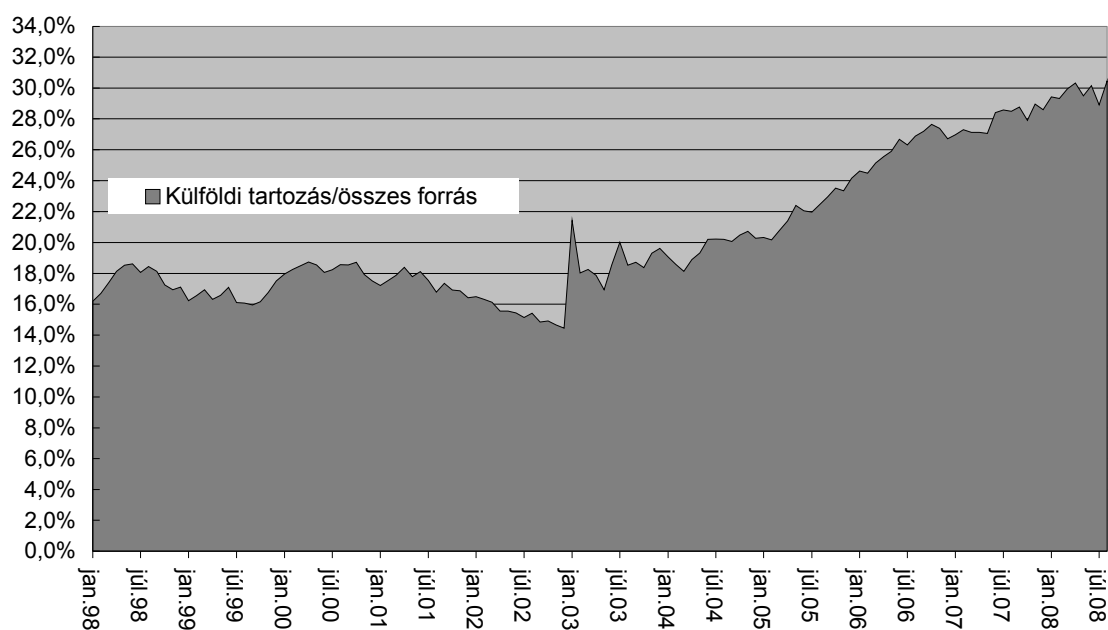
Harmadik bűn: Banki devizahitelezés — külső, rövid forrásokból

A bankok a devizahitelezés felfuttatásával tartották fenn a banki növekedést az elmúlt években. Ez azonban alapvetően növekvő külföldi forrásbevonáson, s nem a stabilnak mondható ügyfélbetétek növekedésén nyugodott.

⁵ Az MNB 2008. június 30-i adatai szerint a berövidülő hosszú adósság mintegy 9,6 milliárd EUR-t tesz ki, mely tartalmazza a kormányzat 2009-ben lejáró devizakötvényeit és a külföldiek kezében lévő lejáró államkötvényállományt, valamint a bankszektor 5 mrd és az egyéb magánszektor 0,5 mrd eurós lejáró kötvényállományát. A fizetési mérleg hiánya pedig az elemzői várakozások alapján 2009-re vonatkozóan 5,3 mrd euró lehet.

⁶ A jegybank a 2004-2007-es időszakban évente 440 és 1100 milliő eurónyi devizát vezetett piacra. Így összesen 2,6 Mrd euróval maga is csökkentette a devizatartalékokat. Még 2008 első negyedévében is történt euró eladás a jegybank részéről.

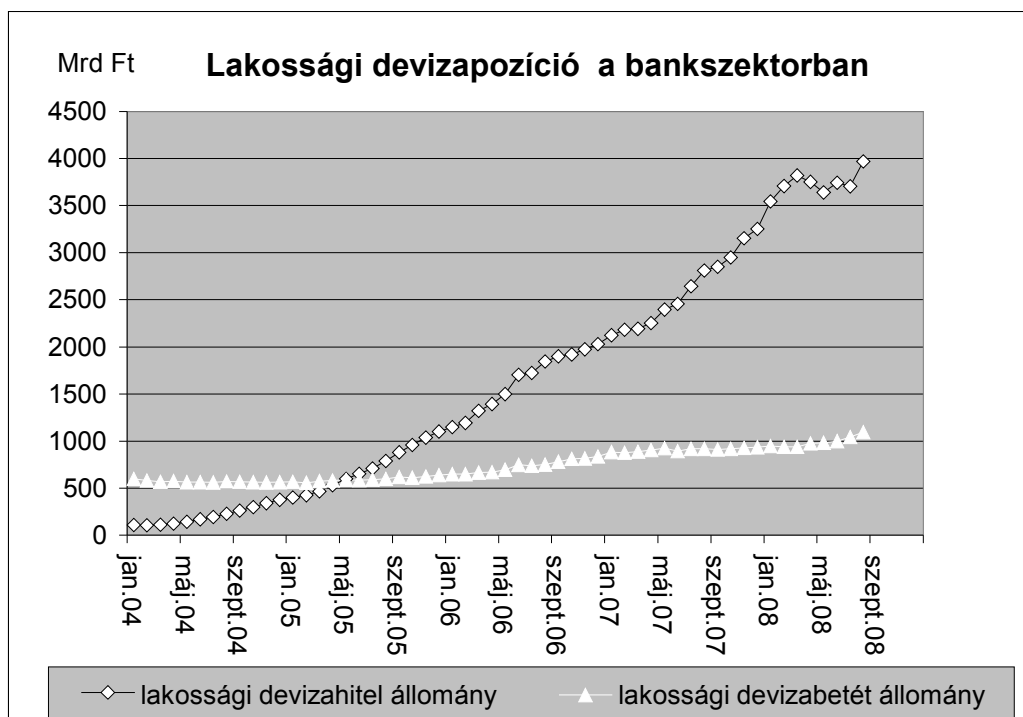
Külföldi forrás szerepe a bankszektor mérlegében



Forrás: MNB

A külföldi források aránya a bankszektor forrásain belül viharosan emelkedett az elmúlt 5-6 évben, s részarányuk már 30%-ot tesz ki a források között. Ezen belül ezek a források is rövidültek. 2001-ben még csupán 17%, 2008 közepén azonban már 41 % volt a külföldi forrásokon belül a bankközi források részaránya. Tehát a jelentős lakossági devizahitel-felfutást a bankok nagyrészt külföldi, ezen belül is növekvő arányú igen rövid lejáratú bankközi (véltetően nagyrészt anyabanki) hitelekkel finanszírozták. A bankok maguk is carry trade aktivitást folytattak (rövid devizából hosszú devizát finanszíroznak), miközben az ügyfeleket is sajátos carry trade jellegű ügyletekbe (alacsony kamatozású devizahitel felvétel forinttörlesztéssel) hajtották bele. A BIS 2007 szeptemberében már egy sajátos carry trade-nek tartotta a svájci frank alapú hitelezést a közép és kelet-európai térségben. (ld. BIS. QR. 2007. szept. 31. oldal). A bankok a devizahitelezési tevékenységből származó kockázataikat valójában lefedezik - erre a jegybanki szabályozás rá is kényszeríti őket. Ezzel szemben azonban a lakosság (és részben a vállalatok) a devizakockázatok végső viselőjévé válnak. Az ügyfelek devizakockázatai azonban nem hagyják érintetlenül a bankszektor egészét, az árfolyamkockázat ugyanis ügyfélkockázattá válik. Az árfolyam hirtelen történő leértékelődése az ügyfélhitelek tömeges bedőlését okozhatja, mely azután a banki portfólió értékvesztéséhez és tőkevesztéshez is vezethet.⁷

⁷ A Központi Hitelinformációs Rendszer (KHR) feketelistáján szereplő lakossági hiteladósok száma egy év alatt 39 százalékkal emelkedett. A harmadik negyedévben a nyilvántartott lakossági ügyfelek száma átlépte a 900 ezret, míg az élő mulasztások száma 58 százalékkal 600 ezer fölé ugrott.



Forrás: MNB

A 3000 mrd forintos lakossági nyitott pozíció a lízingcégek által gerjesztett tételeket is figyelembe véve 4000 mrd forint fölé emelkedik, ez pedig - csak a nagyságrendet szemlélítetve - a lakosság éves rendelkezésre álló jövedelmének kb. egynegyedét teszi ki.

A fenti folyamatokért a legfőbb felelősség a bankokat terheli.⁸ Fontos azonban kiemelni, hogy a bankok erős versenyéből következően a hitelintézeteknek a versenytársakhoz viszonyított profittermelő képesség megőrzése végett egymást kergették ebbe a magas kockázatú helyzetbe. Így hasonlóan felelősség terheli a bankfelügyeletet és a jegybankot is, hiszen valamilyen érdemleges megoldást találhattak volna a devizahitelezés kockázatainak nyilvánvalóbbá tételére, és az országhoz tartozó kockázatok csökkentésére (pl. a devizahitelezés megdrágítása, a forint kamatkülönbözet csökkentése, az ország devizatartalékának arányos emelése, kockázatkezelési rendszerek szigorúbb előírása,...stb révén).

Válság és válságkezelés

A fenti folyamatokat összefoglalva az látható, hogy Magyarországon a pénzügyi válság igen komplex, hiszen egyszerre van egyfajta adósságválság, bankválság és valutaválság, mely igen összetett módon épül egymásra. Ráadásul egy szinte példa nélküli kedvezőtlen globális világgazdasági környezetben – részben annak következményeként – alakult ki mindez, amikor a nemzetközi pénzügyi és reálgazdasági bizonytalanság súlyosbítja a helyzetet.

- **Az adósságválság** az állam számára a belföldi és a külföldi finanszírozás elapadása miatti finanszírozási feszültségeként,
- **a bankválság** a bankok forrásgyűjtési és kihelyezési aktivitásának befagyása, valamint a tőkevesztés kockázataként, míg
- **a valutaválság** a tőkemenekítés miatt leértékelődési nyomásként jelentkezik.

⁸ Az ügyfelek felelősségét sem vitatjuk, azonban a szakértelem és a kockázatok ismeret miatt a banki oldal felelőssége kiemelkedőnek tekinthető.

A fenti válságelemek külön-külön is elegendőek lehetnek egy ország bedőléséhez, együttesen azonban egymást erősítve igen súlyos válsághelyzetet teremtettek. Ezek után csak nagyon különleges eszközökkel lehetett elkerülni a legrosszabbat.

A legfontosabb válságkezelő eszközök a következők:

- *2009 évi költségvetési törvénytervezet többször módosításra került a deficit csökkentése érdekében,*
- *Magyarország nemzetközi intézmények 20 milliárd eurós hitelkeretére (és az EKB 5 mrd eurós repokeretére) szorult,*
- *betétbiztosítás kiterjesztése,*
- *nyugdíjpénztári portfóliószabályozás felfüggesztése,*
- *MNB állampapírokat vásárol a másodpiacon,*
- *MNB euroswap lehetőséget biztosít a kereskedelmi bankoknak,*
- *MNB 2 hetes és 6 hónapos aktívrepo-lehetőséget biztosít a bankoknak,*
- *3% pontos jegybanki kamatemelés ,*
- *ÁKK az ez évi tervezett további kötvénykibocsátásokat törölte, s csökkentette a DKJ kibocsátását*
- *bankok széles körben beszüntették a svájci frankban történő hitelezést,*
- *az ingatlanalapok kifizetéseinek átmeneti felfüggesztése*

A válság összetett jellege miatt a válságkezelés számos elvi problémával küzd. A válság egyik elemének kezelése ugyanis nem szükségképpen előnyös a másik elemre, sőt elképzelhető, hogy kevésbé javít az egyiket, míg jobban ront a másik elemet. Éppen ezért a lépések távolabbi hatásainak a feltérképezése/modellezése nélkülözhetetlen lenne, s ezek alapján kellene a legkevésbé rosszat kiválasztani.

Példákat is említhetünk a fentiekkel kapcsolatban.

- A jegybanki kamatlépés rövidtávon jó hatású lehet a valutaválságra, de kifejezetten rossz hatással jár a bankválságra és az adósságválságra is, miközben a gazdaság visszaesését is mélyíti
- A betétbiztosítás kiterjesztése jó hatású a bankokra, viszont a befektetési alapokra kedvezőtlenül hat
- A nemzetközi hitelfelvétel jó a valutaválságra és közvetlenül az adósság- és a bankválságra, közvetetten azonban súlyosbíthatja az adósságválságot a növekvő adósságállomány miatt
- A költségvetés stabilizálása kedvező a valutaválság kezelése számára, a reálgazdasági visszaesést azonban súlyosbíthatja, s ezáltal rossz hatással járhat az adósságválságra és a bankválságra is.

A rövid távon szükséges(nek vélt) lépések hosszabb távon kifejezetten kedvezőtlennek mutakozhatnak. Ezért a lépések megtételénél érdemes mindig az alapproblémákból kiindulni. Olyan megoldásokat kell tehát találni, melyek hosszabb távon biztosítják az államháztartás finanszírozhatóságát és az állampapírpiac működését; fenntartják a bankszektor prudens, megbízható üzemmenetét; illetve biztosítják a devizatartalékok piac által elvárt szintjét.

Ehhez – a jelenlegi gazdaságpolitikai irányokkal szemben - valószínűleg szükséges:

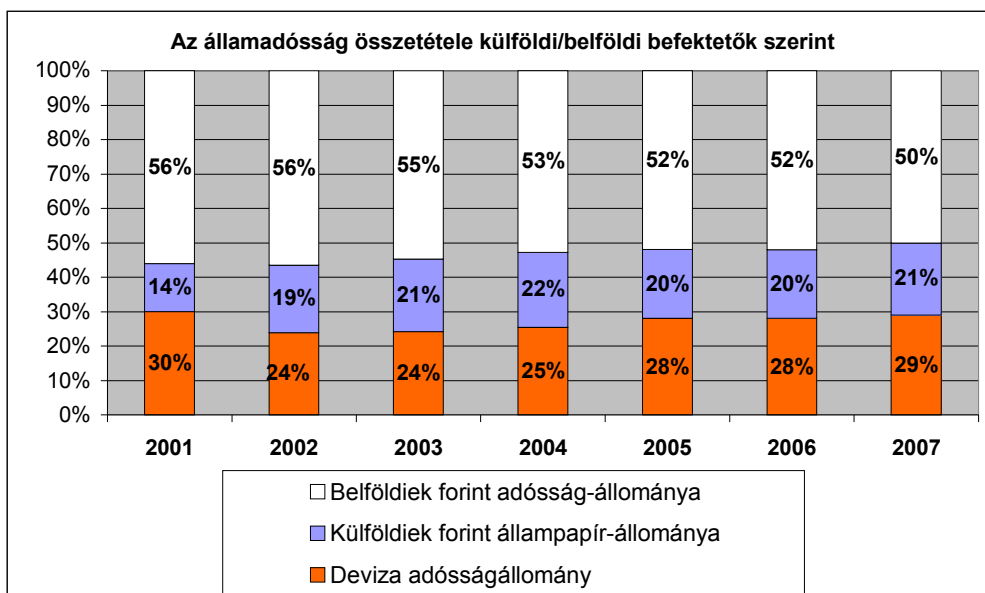
- a kiugró jegybanki forintkamatszint csökkentése
- a bankok számára a devizahitelezés korlátozása, drágítása
- a devizatartalékkezelés új szabályainak kidolgozása, mely figyelembe veszi, hogy az éven belül lejáró adósság mellett vészhelyzetben a tőzsdéről és az állampapírpiacról gyorsan kirántható pénzek fedezetét is biztosítani kell
- olyan technikák kialakítása az MNB részéről, melyek segítik a banki hitelezési aktivitás stabilizálását

- a költségvetés szerkezeti reformjai kiadási és bevételi oldalán
- a belföldi megtakarítások fokozott ösztönzése és hazai befektetésekbe csatornázása

Adósságkezelési dilemmák

Az adósságkezelő az adósság szerkezetének meghatározásakor egy kockázatkezelő modellre épít, amely alapján meghatározhatók az adósság kívánatos struktúrájának legfontosabb elemei. Ennek révén az ÁKK publikálja is az adósságnál elérendő forint-deviza arányt, valamint fix-változó elemek arányát. Ezen kívül likviditási tartalékokat is képez, éppen a válságperiódusok átvészelésére. Mindenesre az adósságszerkezet kialakításánál a portfólió, valamint a befektetői bázis olyan diverzifikálása a cél, mely alkalmazásánál a kamat- és árfolyamkockázat együttes figyelembe vétele történik meg.

Az adósságkezelést az elmúlt évek során ennek ellenére különféle külső nyomások érték a portfólió szerkezetének összetételét illetően. Bizonyos gazdaság(politika)i szereplők hol a forintadósság arányának növelését akarták elérni, mások, máskor pedig pont ellentétesen az adósság mind teljesebb devizásítását kívánták ösztönözni. Az első álláspont a forintárfolyamkockázat mérséklésére hivatkozott, a másik pedig a lehetséges kamatkiadás-csökkentés hatására hívta fel a figyelmet. Az adósságkezelő azonban éppen a kockázatkezelési modell alapján állt ellen ezen nyomásoknak..



Forrás: ÁKK

Az ÁKK által kiépített diverzifikált adósságportfólió – a lehetőségeket figyelembe véve – jól vizsgázott. A kitűzött forint-deviza arány kifejezetten stabilizáló szerepet töltött be. Adósságfinanszírozási szempontból nem a devizapiac, hanem a forintpiac összeomlása volt meghatározó. Devizalejártat ebben az igen feszült időszakban nem volt és még hónapokig nem is lesz. (Valójában a devizapiacokon is komoly problémák jelentkeztek, melyet a devizafelárak extrém növekedése is jelez). A forintfinanszírozás válsága mögött több tényező is meghúzódik, ám valójában az ÁKK egyik elemre sem tudott igazán hatni.

1. Az első legfontosabb elem a finanszírozási igény növekedése (1. bűn). Ez igényelte volna a hazai megtakarítások növekedését is.
2. A forintadósság növekedésével azonban egyre nagyobb mértékben csak a külföldiek aktivitásnövekedése tartott lépést, a belföldi megtakarítások egyre kisebb szerepet vállaltak a teljes államadósság finanszírozásában.
3. 2007 második felétől a nyugdíjpénztári szabályozás 300-400 milliárd forintos hirtelen keresletkiesést eredményezett a hazai forint-állampapírpiacra, mely 2008 folyamán

súlyosbította az elmélyülő globális válság hatását, s komoly hozamemelkedést is eredményezett. Ez talán a válságfolyamatok 4. bűnének is tekinthető, különösen annak részleteit illetően (például a minimális részvényarány kötelező előírása, gyakorlatilag - a megtakarítók nyilatkozata nélküli - automatikus átállás az érintett portfólióknál).

Az állampapírpiacra a pénzügyi válság éleződése már február-márciusban megkezdődött, s a forintpiacon érzékelhetően csökkent a kereslet és emelkedtek a hozamok. Ez a folyamat több szakaszban folytatódott, majd szeptember végétől felerősödött. Október elején több olyan aukció is volt, amelyet a kibocsátó az elégtelen keresletre hivatkozva eredménytelennek minősített.

Nézzük meg, hogy hogyan reagált az adósságkezelő a válságjelenségekre! Az ÁKK legfontosabb lépései 2008-ban:

- Márciusban a kötvénykibocsátás átmeneti csökkentése
- Júliusban a csökkentett kibocsátás fenntartása
- Szeptemberben a 15 éves aukció törlése
- Októberben az 5 éves kötvényaukció törlése, majd az év hátralévő részére a kötvénykibocsátások szüneteltetése



Forrás: ÁKK

A külföldiek eladásai és a hozamemelkedés 2008 szeptember-október folyamán viharossá váltak. Ez a kereslet teljes elapadásához, a másodpiac összeomlásához és az elsődleges piaci keresletzuhanáshoz vezetett. A hosszú oldali kereslet teljesen elapadt, a rövid oldali még valamennyire fennmaradt az érdeklődés. A befagyott másodlagos állampapírpiacra az árjegyzés gyakorlatilag szünetelt egészen az MNB másodpiaci megjelenéséig. Az eddigi

intézkedések csak kisebb enyhülést hoztak az állampapírpiacra, s a feszültségek oldódása csak a hazai válság oldódása és a külső körülmények javulása esetén várható. Fontos adósságkezelési és makrogazdasági tanulság, hogy a belföldi megtakarításoknak nagyobb szerepet kell adni az adósság finanszírozásában, hiszen ez a sebezhetőséget mérsékli. Az IMF csomag ugyanis csak átmenetileg rendezi az ország finanszírozását, hosszabb távon viszont nem oldja meg az ország finanszírozási gondjait.