

Már 2009 után csökkenhet az államadósság rátája

Deli Lajos, Mosolygó Zsuzsa

Az elemzés fontos megállapítása, hogy a nemzetközi hitelcsomag közép- és hosszú távon nem okoz érzékelhető adósságtöbbletet az országnak, s így önmagában nem vet fel államadósság-problémát. A magyar államadósság GDP-arányos rátája az átmeneti nagy megugrás után már 2009 után újra csökkenésnek indulhat. Az adósságpálya alakulása szempontjából központi kérdés a tartós fiskális fegyelem fenntartása. Már 2-3%-os elsődleges egyenleg folyamatos biztosítása is csökkenő adósságpályához vezethet a közeljövőben. A fiskális fegyelmezettség közvetetten a reálkamatok csökkenésén, a gazdasági növekedés elősegítésén, továbbá áttételesen az árfolyam erősödésén keresztül is kedvező hatással lehet az államadósság alakulására.

Bevezetés

Az elmúlt időszakban a sajtóban több cikk jelent meg a magyar államadósság várható jövőbeni alakulásával kapcsolatban, amelyek meglehetősen borús képet festenek a hosszabb távú trendeket illetően. Legtöbbjük úgy véli, hogy az államadósság fenntarthatatlan pályára került, s ezt csak egy drasztikus mértékű fiskális kiigazítás akaszthatja meg.¹

A magyar államadósság – gazdasági fejlettségünket is figyelembe véve – magas GDP-arányos szintje nem kedvező az országnak sem a terheket jelentő kamatkiadásokat, sem az Eurózához való csatlakozásunk ambícióit tekintve. Ugyanakkor fontosnak tartjuk, hogy az érdeklődés homlokterébe került államadósságtrendekkel kapcsolatos esetleges félreértések tisztázásra kerüljenek.

A következőkben először egy egyszerű modell alapján megvizsgáljuk a nemzetközi hitelcsomag adósságpályára gyakorolt hatását, valamint bemutatjuk, miért fontos a modellparaméterek körültekintő kalibrálása. Később egy komplexebb modell segítségével előrejelzést adunk a magyar államadósság GDP-arányos rátájának lefutására.

A modell

Egy egyszerű reálmodell alapján vizsgálhatók az adósságpálya hosszú távú alakulása és az azt meghatározó tényezők. Ez a modell a reálkamatok, az elsődleges egyenleg és a gazdasági növekedés triójára épülve határozza meg az államadósság GDP-arányos lefutását, mivel hosszú távon alapvetően ezek a tényezők befolyásolják az adósságpályát. Ha az egyszerű modellben az év végi GDP-arányos adósságrátát b_1 -gyel, az előző év végi rátát b_0 -lal, az év eleji adósságállomány és az éves reál kamatfizetések közötti kapcsolatot megteremtő átlagos reálkamatlábát r_1 -gyel, az éves reálnövekedési rátát g_1 -gyel, a kormányzat által produkált adott évi elsődleges egyenleget pedig f_1 -gyel jelöljük, a következő egyszerű egyenlet írja le az adósságráta alakulását:

$$b_1 = b_0 \cdot \frac{1+r_1}{1+g_1} - f_1$$

¹ Lásd pl. Madár István (Portfolio.hu, 2009.02.20), Duronelly Péter (Index.hu, 2009. 03. 10.), Hamecz István (Portfolio.hu, 2009. 03.10.) Kivételt jelent pl. Samu János (Index.hu, 2009. 03.18.) és Baksa Roland (Index.hu, 2009. 03. 22.) cikke.

Véleményünk szerint a mai magyar helyzetben – rendkívüli tényezőként – megkerülhetetlen a nemzetközi hitelcsomag modellben való szerepeltetése. A paraméterek kalibrálása mellett ez jelenti ugyanis az egyik legnagyobb csapdát a hosszú távú adósságpálya meghatározásában. A nemzetközi hitelcsomag modellbe illesztésével kapcsolatban jelentős hiba elkövetésére van esély, ami alapjaiban módosítja az adósságtrendekről alkotott véleményünket. A 2008-as évtől tehát tekintettel kell lenni arra, hogy a hitelcsomagtól történő lehívások növelik, a lehívott keretből való adósságtörlesztések csökkentik, majd 2011-től a hitelcsomag visszafizetései csökkentik, a visszafizetéshez szükséges új hitelek felvétele pedig növeli az adósságállományt.

Fontos megállapítani azt is, hogy az adósságmodellben szerepeltetett makrogazdasági paraméterek determinálják az adósságpályát is. A fenti képlet alkalmazásával könnyen belátható, hogy ha a tervezett makropálya tartósan magas reálkamattal és alacsony gazdasági növekedéssel számol, akkor az adósságpálya nyilvánvalóan "elszáll", amennyiben az elsődleges egyenleg javulása ezt nem ellensúlyozza. A gazdaságpolitikának azonban éppen az a feladata, hogy egy ilyen adósságspirált megakadályozzon. A modellezés arra is rámutat, hogy a fiskális politika mozgásterében nemhogy kicsi, de éppen meglehetősen nagy.² A makrogazdasági paraméterek kérdéséről ezért majd külön is megvizsgáljuk.

Az IMF-EU-Világbank hitelcsomagja

Úgy véljük, hogy a 20 milliárd euró értékű nemzetközi hitelcsomag nem megfelelő kezelése az adósságmodellekben szerepet játszhatott a pesszimista államadósságkép kialakulásában. Nem korrekt ugyanis azt feltételezni, hogy a csomag hatására tartósan 20 milliárd eurónyival nő az adósságunk, ami aztán még tovább romlik a megnövekedett kamatterhek miatt. A hitelek lehívásakor ugyan valóban megugrik az adósságszám, de az IMF-hitel lejárta után majdnem pontosan arra a szintre esik vissza, mintha normális módon, piacon, kisimítottabban történt volna a hitelfelvétel.

A beérkező eurómilliárdok egy része betétként került és kerül elhelyezésre az MNB-nél (ez az ország devizatartalékát növeli), másik részét adósságtörlesztésre fordítja az ország, végül egy kisebb részét a bankszférának hitelezni ki. Az el nem költött pénz (MNB-betét) csak egyfajta biztonsági tartalék, ami majd rendelkezésre áll a visszafizetéskor. A bankszférának kihitelezett pénz legnagyobb része még a nemzetközi hitelcsomag lejárta előtt visszaérkezik az államhoz. Az állam ezen a tranzakción még nyerhet is, amennyiben az IMF-csomagban meghatározott kamatlábakhoz képest felárral nyújt hiteleket. A törlesztésre fordított rész folyamatosan csökkenti a kimutatott adósságot, ekkor a lejáró államadósság-állományt nem új piaci hitelek felvételéből, hanem a nemzetközi hitelcsomagtól finanszírozzuk – ezek az összegek pedig már korábban megjelentek az adósságszámban. Valójában annyi történik, hogy az államadósság egy része néhány évig átmenetileg piaci szereplőkkel szemben fennálló adósságból nemzetközi intézményekkel szembeni adóssággá konvertálódik.

Amikor eljön a rendkívüli hitelek visszafizetésének ideje (ez 2011-14-ben lesz), az adósságszám a visszafizetés során nem romlik, hiszen törlesztésről van szó. Sőt, amennyiben maradt felhasználatlan hitel, a visszafizetés kedvező hatással lesz az adósságrátára nézve. Az 1. ábra mutatja, milyen lényeges különbséghez vezet a hitelcsomag helytelen modellbe illesztése. Egy tízéves periódust feltételezve a hitelcsomaggal való téves kalkulációk számításunk szerint kb. 30 %ponttal magasabb adósságrátát is eredményezhet a modellben.³

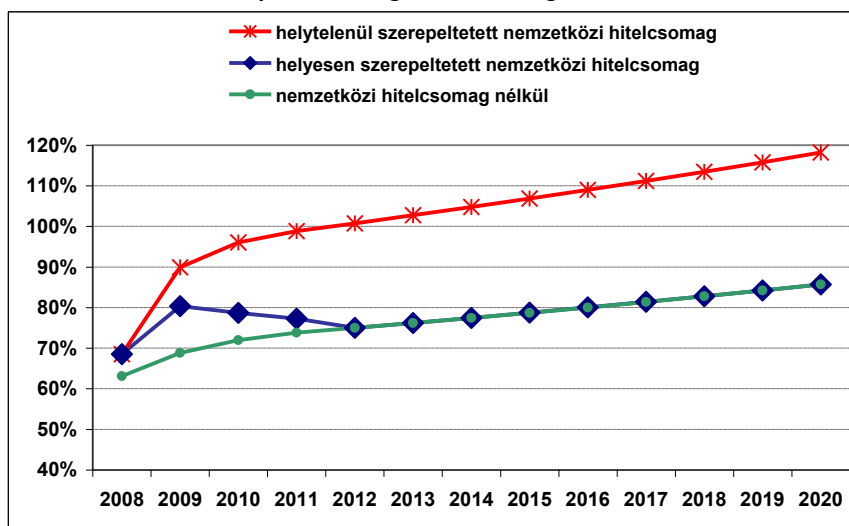
A könnyebb megértés kedvéért modelleztük azt is, mi történt volna, ha nem intézményi hitelekből, hanem piaci forrásokból, kisimítottabban finanszírozzuk az államot. Az Államadósságkezelő Központ (továbbiakban ÁKK) 2008-as eredeti finanszírozási terve alapján a 2008-ban lehívott

² A GDP 1 %-át elérő kiadáscsökkenés és így elsődlegesegyenleg-javulás 10 éves időtávon kb. 10 %pontos adósságráta-javulást eredményezhet.

³ A 2012 után bekövetkező emelkedés a pesszimista makrogazdasági feltételek következménye.

hitelkeret és az ebből való törlesztések hiányában 2008 végén valamivel 63% felett lett volna az adósságráta. Erre a számra illetve az egyszerű modellt kitűnően látszik, hogy a nemzetközi hitelcsomag az előre nagy összegekben felvett források miatt hogyan emeli meg az adósságszámot a csomag lejártáig, majd tér vissza a "régipályára".

**1. ábra: A modell pesszimista* makrofeltevések mellett
A központi költségvetés adóssága / GDP****



* A részletes modellfeltevéseket az 1. táblázat tartalmazza.

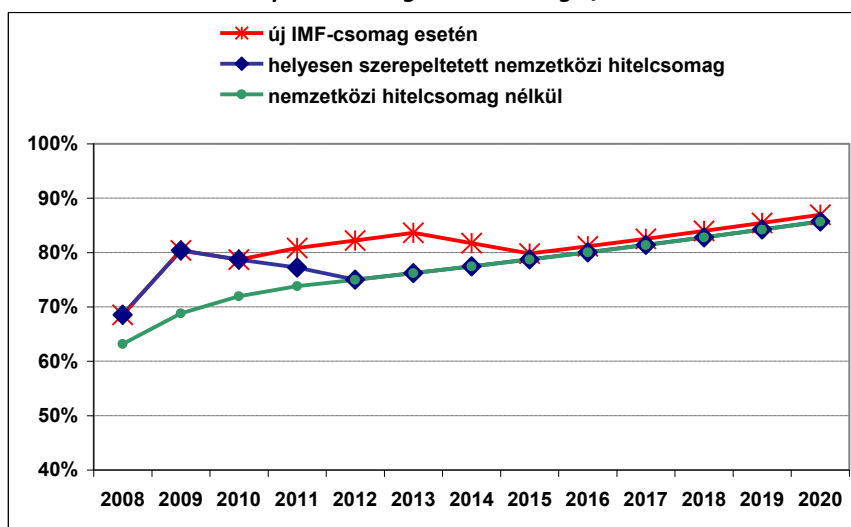
**Az adósságráta számításánál a központi kormányzat adósságával kalkulálunk, az önkormányzati adósság nem része az elemzésünknek. A központi kormányzat adósságrátája 2008-ban mintegy 5 %ponttal kisebb volt, mint a maastricht-i adósságráta, amire a túlzottdeficit-eljárás épül. A két adósságmutató alaptendenciája azonban várhatóan ugyanaz lesz.

Az IMF-hitel tehát középtávon nem hat negatívan az adósságszámra, egyszerűen pótolja a nemzetközi hitelválság miatt beszűkülő finanszírozást.⁴ A hitelcsomaggal, illetve az a nélküli finanszírozásban elméletileg csak a kamatkidadásokon keresztül van különbség. Itt egy úgynevezett trade-off van, hiszen míg a hitelcsomag kamatlába minden bizonnyal alacsonyabb, mint a devizában történő piaci hitelfelvételé lett volna, addig a nagy összegű előre történő lehívások, illetve a biztonsági tartalékok tartása nyomán valamennyivel nagyobb lehet a kamatteher a piaci finanszírozáshoz képest.

Megvizsgáltuk azt a helyzetet is, hogy milyen lenne az adósságráta lefutása, amennyiben 2010 végéig sem rendeződne az állampapír-piaci helyzet. Egy esetleges újabb IMF-csomag már refinanszírozó csomag lenne, újabb éveket biztosítva a finanszírozás stabilizálódására. Ahogyan az első csomag, úgy ez sem térítené el a hitelcsomag nélküli, makroparaméterek meghatározta trendtől az adósságpályát, ám újabb pár évig magasabb szinten tartaná az adósságszámot. Az új csomag lényegében az eredeti 3 éves megállapodás időbeli meghosszabbítása, és nem mennyiségbeli megemelés lenne, amihez így új forrásra sincs szüksége a nemzetközi intézményeknek. Az alábbi ábrán bemutatjuk, milyen hatással lenne az adósságpályára egy megújított nemzetközi hitelcsomag:

⁴ A 2009-2010-re vonatkozó adósságráták a lehívások és a felhasználások időzítésének függvényében természetesen módosulhatnak. Amennyiben például 2010-ben nagyobb mennyiségű tartalékot hagy az ÁKK MNB-betétben, és kevesebbet fordít a lehívott hitelkeretből törlesztésre, úgy előfordulhat, hogy a fent bemutatott helyzet helyett csak 2011-ben indul csökkenésnek az adósságszám. Mindez azonban nincs lényegi hatással a hosszú távú adósságpályára, vagyis arra, hogy az adósságszám a csomag lejártával gyakorlatilag a korábbi trendhez tér vissza.

**2. ábra: Három évvel meghosszabbított hitelcsomag pesszimista feltevések mellett
A központi költségvetés adóssága / GDP**



Makrogazdasági változók az adósságmodellben

Az IMF-hitel téves modellbe illesztése mellett a makropálya „eleve elrendeltetett” pesszimizmusa adhat indokot az adósságpálya elszállását feltételező elemzőknek, akik talán túl magas reálkamatokkal, túl alacsony elsődleges egyenleggel, és tartósan pesszimista növekedéssel számolnak.

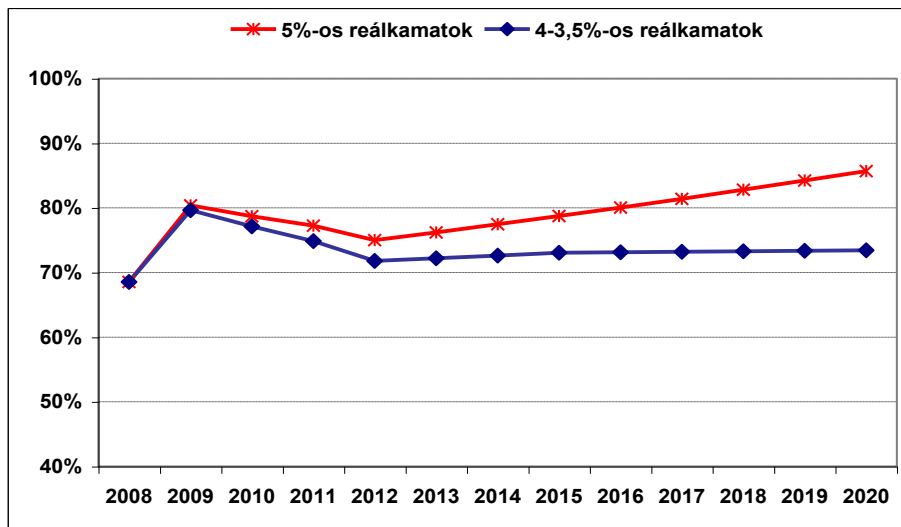
Reálkamatok

A reálkamatlábbal kapcsolatban a legnagyobb buktató az lehet az adósságmodell ezen paraméterének kalibrálása során, hogy az államadósság kamatterhét az adósságállományra vonatkozó átlagos kamatlábak határozzák meg, nem pedig az aktuálisan tapasztalt másodlagos állampapír-piaci hozamok. Ráadásul 2008 októbere óta lényegében nincsenek éven túli állampapírokból aukciók, vagyis nem realizálódtak a hosszú hozamokban a magas másodpiaci hozamok. Az igaz, hogy éven belüli papírokból folyamatos a kibocsátás a magasabb hozamszinteken is (ebből az is látszik, hogy sok kijelentéssel ellentétben finanszírozzák az országot, veszik az állampapírokat), azonban a teljes adósságállomány átárazódása meglehetősen lassú folyamat.

Ennek egyrészt az az oka, hogy az ÁKK legnagyobb részben fix kamatozású, sokéves lejáratú forintállampapírokkal finanszírozza az államot, így az idei és az elkövetkező évek átlagos állományi kamatszintjét jelentősen meghatározzák a korábbi évek alacsonyabb kamatai. A 2008-ban 8% körüli átlagkamatu forint-állampapírállomány durációja 2,35 év, ami azt mutatja, hogy a jelenlegi magas kamatszint még tartós fennmaradása esetén is csak fokozatosan jelenne meg a kamatkidadásokban. Másrészt arról sem szabad elfelejtkezni, hogy megközelítőleg egyharmad arányban alacsony kamatu devizaforrásból finanszíroz az ÁKK, és a nemzetközi hitelcsomag kamatlábai is alacsonyak.

2005-2008 között például 8% körüli volt a forintban, 4% a devizában denominált állampapír-állomány átlagos kamatszintje, ami 6,9%-os nominális átlagos állományi kamatszintet jelent. Az infláció mérőszámaitól függően (CPI, GDP-deflátor) ez 1,5-3%-os átlagos reálkamatszintet jelent az elmúlt négy évre vonatkozóan. A realitáshoz pedig az áll közelebb, hogy amikor megnyugszanak a piacok, s az Eurózónához való csatlakozásunk újból a középpontba kerül, akkor a kamatszint ismét csökkenő pályára áll, és így a reálkamatszint is esik hosszabb távon. Az alábbi ábrán azt mutatjuk be, hogy 5%-os reálkamatszint helyett 3,5-4%-osat feltételezve milyen pálya bontakozik ki:

3. ábra: A reálkamatszint ésszerűbb feltevése
A központi költségvetés adóssága / GDP

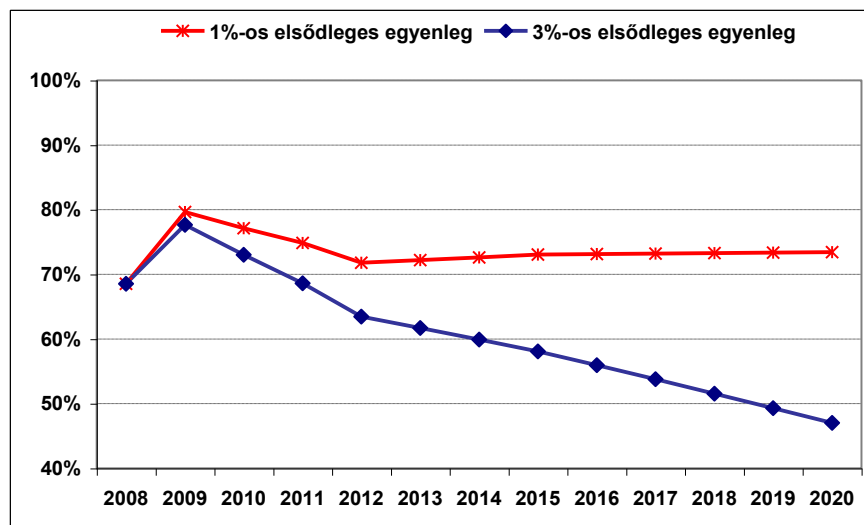


A reálkamatok nagysága tehát hosszabb távon szintén kardinális lehet a tekintetben, hogy fenntartható-e az adósságpálya.

Elsődleges egyenleg, fiskális mozgástér

A 3. ábrából az látható, hogy a hitelcsomag helyes kezelése és indokoltnak tűnő reálkamatok mellett 2009 után rövidtávon csökkenő, majd stagnáló GDP-arányos államadóssággal szembesülünk. Ennek oka az eddig feltételezett relatíve alacsony, 1%-os elsődleges egyenleg és a meglehetősen alacsony 2%-os hosszú távú növekedési ráta. A következő ábra jól demonstrálja, hogy milyen jelentős is a kormányzat fiskális mozgástere. Ha például 3%-os elsődleges egyenleget feltételezünk tartósan, úgy 2010-től folyamatosan csökkenő adósságráta mellett már 2014-re a 60%-os szint alá kerül a modellben az államadósság.

4. ábra: A költségvetési mozgástér jelentős
A központi költségvetés adóssága / GDP



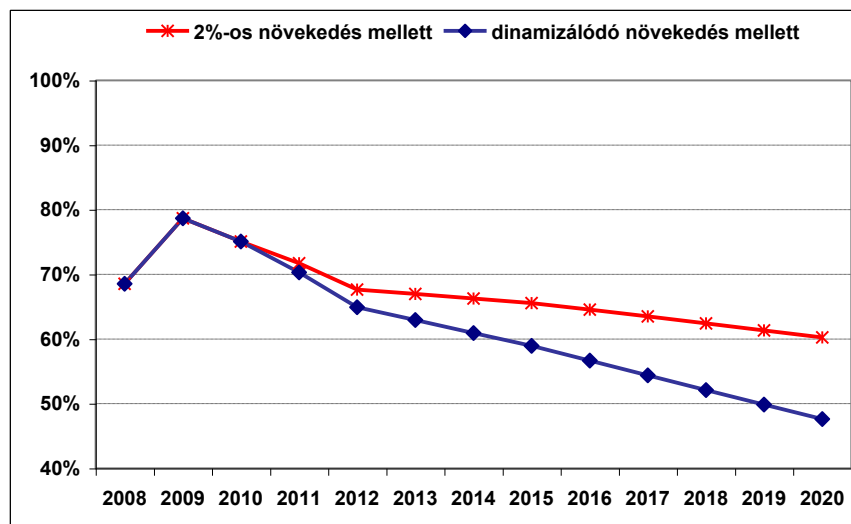
Ez is jól mutatja, hogy tartós fiskális fegyelem mellett lehetőség van már a közeljövőben is a dinamikus adósságcsökkenés útjára lépni. Lényeges továbbá azt látni, hogy vélhetően pozitív elsődleges egyenleg fenntartása nélkülözhetetlen lesz az elkövetkező években. Másrészt a fiskális

fegyelemnek tartósan szükséges fennmaradnia, ami azt jelenti, hogy az elsődleges egyenlegben elért javulást nem szabad felporlasztani. Fontos hangsúlyozni, hogy erre akkor nyílik leginkább lehetőség, ha a fiskális kiigazítás nem egyszeri, ad hoc lépésekből tevődik össze, hanem olyan sok évre szóló szerkezeti reformok alkotják a megszorítások gerincét, amelyeknek köszönhetően az alacsonyabb kiadási szint az elkövetkező években automatikusan fennmaradhat.

Gazdasági növekedés

Végül nem hagyhatjuk ki az egyszerű modell harmadik fontos paraméterét, a gazdasági növekedést sem. Az adósságmodellekben az elemzők által többnyire feltételezett 2%-os reálnövekedés hosszú távú beillesztése meglehetősen pesszimista feltevés. Igaz, hogy a jelenlegi potenciális GDP-re vonatkozó becslések ezt az értéket mutatják, azonban néhány évvel ezelőtt még 3-4%-os potenciális GDP-növekedést becsültek a magyar gazdaságra vonatkozóan. Ezért megfelelő foglalkoztatásösztönző reformokkal valószínűleg 3-4%-osra is feltornázható a gazdasági bővülés éves üteme. Ennek az adósságra gyakorolt hatását szemlélteti az alábbi ábra (itt most 2%-os elsődleges egyenleget tételeztünk fel):

5. ábra: A gazdasági növekedés segít kinőni az adósságot
A központi költségvetés adóssága / GDP



Az adósság és gazdasági növekedés kapcsolatának fontos tanulsága lehet az is, hogy egy kisebb, de növekedésösztönző fiskális kiigazítás hatásosabb lehet egy nagyobb, de kevésbé növekedést serkentő megszorításnál, különösen hosszú távon.

Jóllehet az adósságráta hosszú távú alakulását érdemben nem befolyásolja, hogy 2009-ben milyen mértékű lesz a gazdasági visszaesés, a szükséges megszorítások mértékére azonban hatással lehet. Mi a következőkben bemutatandó előrejelzésnél feltételeztük, hogy az elsődleges többlet februárban kialakított 1,5%-os célt megtartja a kormányzat. A növekedési kilátások romlása miatt azonban a bevételi prognózisok is romlanak 2009-re, ezáltal a válság hatására a költségvetési pozíció automatikusan romlik, hiszen a bevételek a növekedés tekintetében rugalmasabbak lehetnek a kiadásoknál. Amennyiben az elsődleges egyenleg-célok valóban fennmaradnak, akkor a cél ilyen feltételek mellett csak az adóbevételek emelésével vagy a kiadások további lefaragásával érhető el. A növekedési kilátások romlása tehát a kiadási-megszorítási követelmények folyamatos emelését jelenti.⁵

⁵ A növekedési kilátások 1%-os romlása becslések szerint a kiadások 70-80 milliárd forintnyi többlet-megszorítását vonja maga után, amennyiben az elsődleges egyenleget tartani akarjuk. A csapda valójában nem is igazán adósság-, hanem növekedési csapda, hiszen az egyre nagyobb mértékű megszorítások egyre kisebb

Az alábbi táblázatban a fenti ábrához tartozó részletes paraméter-feltevéseket részletezzük:

1. táblázat: Paraméterek részletes feltevései az 1-5. ábrához

	Paraméterek feltételezései				
	1. ábra pesszimista feltevések	3. ábra 4-3,5%-os reálkamatok	4. ábra 3%-os elsődleges többlet	5. ábra 2%-os növekedés	5. ábra dinamizálódó növekedés
Reálkamatláb	5%	2015-ig 4% 2016-től 3,5%	2015-ig 4% 2016-től 3,5%	2015-ig 4% 2016-től 3,5%	2015-ig 4% 2016-től 3,5%
GDP-arányos elsődleges egyenleg	1%	1%	3%	2%	2%
Reálnövekedés	2009-től -5, -1, 1 2012-től 2%	2009-től -5, -1, 1 2012-től 2%	2009-től -5, -1, 1 2012-től 2%	2009-től -5, -1, 1 2012-től 2%	2009-től -5, -1, 3 2012-től 4%

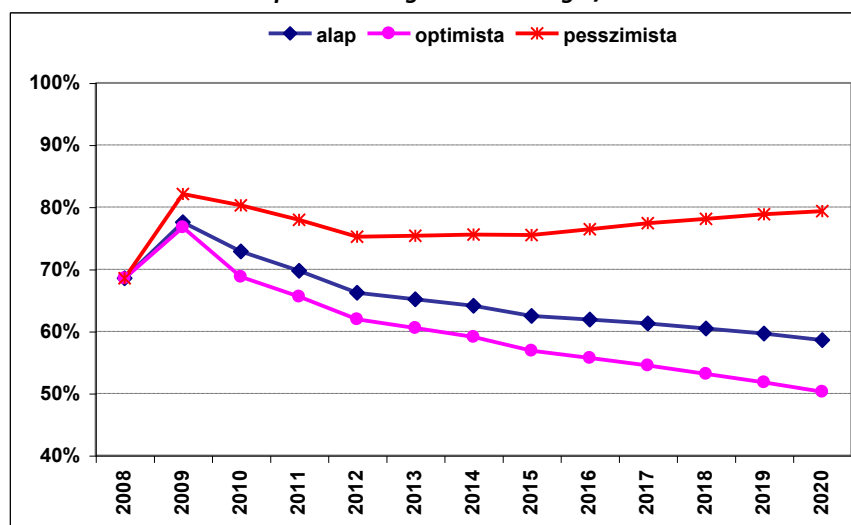
*az IMF-EU-WB hiteleit 300 forint/euró árfolyamon számoltuk át forintra minden évben

Hogyan alakul várhatóan az adósságráta?

Az eddigiekben egy – valószínűleg a sajtóban eddig megjelent cikkek háttérül is szolgáló – egyszerű modellel dolgoztunk, és kimutattuk, hogy a nemzetközi hitelcsomaggal kapcsolatos félreértések, továbbá a makrogazdasági paraméterek eltérő feltevései milyen államadósság-pályát eredményezhetnek.

Az alábbiakban egy valamivel összetettebb modell segítségével – a fentiekben tárgyalt szempontok figyelembe vételével – megadunk egy reálisnak gondolt, valamint egy ehhez képest optimista és egy pesszimista forgatókönyvet az államadósság lefutására 2020-ig. Ez a modell már tekintettel van arra, hogy az ÁKK által kezelt adósság mintegy egyharmados arányban devizában denominált adósság. A modell nominális szemléletű, ami különösen a forint-euró árfolyam alternatív pályáit vizsgálандó lehet hasznos. Továbbá, a modell eredményei a 2009-es év végi adósságráta kiszámításában a költségvetési és finanszírozási tervekre épülnek.

6. ábra: Az ÁKK modelljével számolt adósságráta alakulása
A központi költségvetés adóssága / GDP



növekedést indukálnak. A költségvetési politika ekkor ahelyett, hogy kontraciklikus lenne, prociklikus hatásúvá válik. Ebből a spirálból kell valamilyen ésszerű kompromisszummal kikerülni.

A részletes paraméter-feltevéseket tartalmazza az alábbi táblázat:

2. táblázat: Feltevések a 6. ábrához

	Paraméterek feltételezései		
	Alap	Optimista	Pesszimista
GDP-deflátor	2009-re 4% 2010-re 3,5% 2011-től 3%	2009-re 4% 2010-re 3,5% 2011-től 3%	2009-re 4% 2010-re 3,5% 2011-től 3%
Átlagos forintkamatláb	2009-re 8,5% 2010-re 9% 2011-2014-ig 8,5% 2015-2020-ig fokozatosan 6,5%-ra csökken	2009-re 8,5% 2010-re 8,5% 2011-2014-ig 8% 2015-2020-ig fokozatosan 6,5%-ra csökken	2009-re 8,5% 2010-re 9,5% 2011-2014-ig 9% 2015-2020-ig fokozatosan 7,5%-ra csökken
Átlagos eurókamatláb	2011-ig 4,4% 2012-2014-ig 5,5% 2015-től 5%	2011-ig 4,4% 2012-től 5%	2011-ig 4,4% 2012-től 6%
Forint-euró árfolyam	2009-re 300 2010-től 290	2009-re 300 2010-től 270	320
GDP-arányos elsődleges egyenleg	2009-re 1,5% 2010-2015-ig 2% 2016-től 1%	2009-re 1,5% 2010-2015-ig 2% 2016-től 1%	2009-re 1,5% 2010-2015-ig 2% 2016-től 1%
Reálnövekedés	2009-től -5, -1, 1, 2% 2013-2020-ig 3%	2009-től -4, 0, 1, 2, 3, 3% 2015-2020-ig 4%	2009-től -7, -3, 0, 1% 2013-től 2%

Fontos hangsúlyozni, hogy annyiban mindhárom változat mérsékelten optimista, hogy tartós fiskális fegyelmet, azaz 2%-os elsődleges többletet feltételez 2010-2015 között. Már az alapváltozat is óvatos, vagyis lassan meginduló növekedéssel és inkább magasnak gondolt forint- és eurókamatokkal, valamint 2010-től 290-es forint-euró árfolyammal számol. Az optimista verzió szintén prudensnek tekinthető – bár 2015-től 2020-ig 4%-os növekedést feltételez, ugyanakkor a kamatok tekintetében óvatosak a feltevések. Az árfolyam ebben a verzióban 270-es szintre tér vissza. A pesszimista forgatókönyvben a ma vártnál is mélyebb és súlyosabb recesszióval, igen magas kamatszintekkel és 320-as árfolyammal számoltunk.

Az adósságráták az optimista és az alapforgatókönyvben viszonylag egyenletesen csökkennek 2009 után. Meg kell állapítani, hogy még a pesszimista forgatókönyv esetén sem bizonyul fenntarthatatlannak az adósságpálya, ám ebben a verzióban az adósság igen magas, 80%-os szinten éri el csúcspontját 2020-ban – ezután a feltételezett 6%-os szintű forint- és eurókamatlábak miatt lassan csökken. Ahogyan pedig korábban az egyszerű modellben is utaltunk rá, 5-10 éves időtávon jelentős javulás érhető el az adósságrátában újabb drasztikus fiskális megszorítások nélkül is, például 3%-os elsődleges többlet tartós kialakításával. Ez az eredmény az optimizmus mértékétől függetlenül is érvényes.

Fontos még kiemelni, hogy a kimutatott adósságállomány erősen függ a forint-euró árfolyamtól. A meglévő devizahitelek miatt értelemszerűen minél gyengébb a forint az euróval szemben, annál magasabb lesz a forintban kimutatott headline adósságszám. Különösen sokat számíthat ez a mostani időszakban, amikor tetemes mennyiségű devizahitele lesz az államnak a nemzetközi hitelcsomag következtében. Az év eleje óta 265 Ft/euró szintről 300 Ft/euró fölé került a forint árfolyama, ami szintén hozzájárul a ma érzékelt magas adósságszámhoz. 2009 végén a kimutatott adósságráta a 300-as árfolyamfeltevés mellett az alapváltozatunk szerint 77,6%, ugyanakkor 270-es év végi árfolyam mellett a kimutatott adósságállomány 73,3%, 320-as év végi árfolyammal számolva viszont 80,4% lenne a GDP arányában. Vagyis az elemzőknek tisztában kell lenniük azzal is, hogy az adósságszám érzékelt megugrásában jelentős szerepe van jelenleg az árfolyamhatásnak is. Amennyiben átmenetinek gondoljuk a jelentős gyengülést, úgy az árfolyam visszaerősödése ettől a hatástól mentesíti a kimutatott adósságrátát is.

Az egyik legfontosabb megállapítás az, hogy a nemzetközi hitelcsomag közép- és hosszú távon nem okoz érzékelhető adósságtöbbletet az országnak, s így nem vet fel önmagában államadósság-problémát. Ugyanis nem a finanszírozás technikája fontos az adósság alakulásában, hanem a finanszírozási igény, ami meghatározza, mennyi új adósságot kell az államnak felvennie.

Továbbá, a magyar államadósság GDP-arányos rátája az átmeneti nagy megugrást követően már 2009 után újra csökkenésnek indulhat. Az, hogy a csökkenés 2012 után is tartós marad-e, az akkori fiskális fegyelem, a reálkamatszint és a gazdasági növekedés függvénye.

Az adósságpálya alakulása szempontjából a hosszú távú fiskális fegyelem lehet a kulcsfontosságú paraméter. Egyrészt a költségvetésnek pusztán az elsődleges egyenleg változtatása révén közvetlenül is viszonylag nagy a mozgástere az államadósság csökkentésére. Másrészt a fegyelmezettség segítheti a reálkamatok csökkenését, a gazdasági növekedés megindulását, továbbá áttételesen az árfolyam erősödésén keresztül is kedvező hatással lehet az államadósság alakulására. A modellezés azt mutatja, hogy már 2-3%-os elsődleges egyenleg tartós fenntartása is csökkenő adósságpályához vezet a közeljövőben.

Hosszabb távon a szerkezeti szemléletű és nem az ad hoc kiadáscsökkentések biztosíthatják a fenntartható pozitív elsődleges egyenleget. A kiigazítás foglalkoztatásösztönző jellege emellett a dinamikusabb gazdasági növekedésen keresztül járulhatna hozzá az államadósság kívánt mértékű csökkenéséhez.