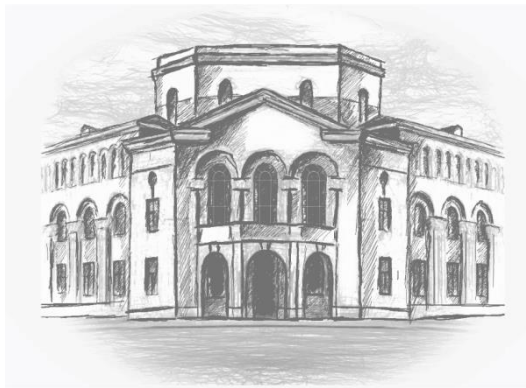




ԱՇԽԱՏԱՆՔԱՅԻՆ ՓԱՍՏԱԹՈՒՂԹ

ՀՀ ԿԱՌԱՎԱՐՈՒԹՅԱՆ ՊԱՐՏՔԻ ԿԱՅՈՒՆՈՒԹՅԱՆ
ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆ



Մակրոտնտեսական քաղաքականության վարչություն

Էդուարդ Հակոբյան, Գարիկ Պետրոսյան, Նարեկ Կարապետյան

Երևան 2019



ՀՀ կառավարության պարտքի կայունության վերլուծություն

Աշխատանքն իրականացվել է ՀՀ ֆինանսների նախարարության մակրոտնտեսական քաղաքականության վարչության պետ Էդուարդ Հակոբյանի ղեկավարությամբ՝ վարչության աշխատակիցներ Գարիկ Պետրոսյանի (Հարկաբյուջետային և դրամավարկային քաղաքականությունների կոորդինացման բաժնի պետ) և Նարեկ Կարապետյանի (Հարկաբյուջետային և դրամավարկային քաղաքականությունների կոորդինացման բաժնի առաջատար մասնագետ) կողմից:

Հատուկ շնորհակալություն ենք հայտնում ՀՀ ֆինանսների նախարարության պետական պարտքի կառավարման վարչության աշխատակիցներ՝ Արտակ Մարությանին, Արթուր Համբարձումյանին և Մարինե Մելիքյանին կառավարության պարտքի կայունության վերլուծության աշխատանքներին աջակցելու համար:



Վերլուծության նպատակը և ամփոփ արդյունքները

Այս փաստաթղթի նպատակը ՀՀ կառավարության պարտքի կայունության բազմակողմանի գնահատումն է և դրան սպառնացող ռիսկերի բացահայտումը: Վերլուծությունը իրականացվել է միջնաժամկետ հատվածի համար՝ հիմնվելով 2020-2022թթ. պետական միջնաժամկետ ծախսերի ծրագրի մակրոտնտեսական և հարկաբյուջետային շրջանակի վրա, միջազգային մակարդակով լայն կիրառում ունեցող «MAC DSA» (Debt sustainability analysis for market-access countries) մեթոդաբանությամբ:

Վերլուծության արդյունքում բացահայտվել է, որ.

- Կառավարության մշակած **հարկաբյուջետային կոնսոլիդացման սցենարը իրարեսական է,**
- Կառավարության **պարտքը կայուն և կառավարելի է,** սակայն զգայուն է տնտեսական աճի և փոխարժեքի շոկերի նկատմամբ,
- Կառավարության **պարտքի բեռը և բյուջեի համախառն ֆինանսավորման պահանջը գտնվում են ցածր ռիսկայնության տիրույթում,**
- Կառավարության պարտքի համար խոցելիության աղբյուրներ են և **բարձր ռիսկ են ազդանշում ոչ ռեզիդենտների նկատմամբ պարտքի կշիռը և արտարժույթային պարտքի կշիռը, ինչպես նաև տնտեսության արտաքին ֆինանսավորման պահանջը՝ որպես անուղղակի ռիսկերի ինդիկատոր,**
- Կառավարության պարտքի ռիսկերը ցածր մակարդակում պահպանելու և ֆինանսավորման ռիսկերը նվազեցնելու համար անհրաժեշտ է **շարունակել հարկաբյուջետային կանոններին համապատասխան պարտքի բեռի նվազեցումը, ներքին (դրամային) պարտքի կշռի բարելավման քաղաքականությունը և քայլեր ձեռնարկել ֆինանսական կայունության պահպանման, շուկայի հեղափոխության և զարգացման ուղղությամբ:**



Բովանդակություն

Ներածություն	5
1. ՀՀ կառավարության պարտքի միտումները.....	7
2. ՀՀ հարկաբյուջետային կանոնները և կոնսոլիդացման քաղաքականությունը.....	11
3. Պետական պարտքի կայունության վերլուծության մեթոդաբանությունը ...	15
4. ՀՀ կառավարության պարտքի կայունության գնահատումը MAC DSA մոդելով	23
4.1. Բազային սցենարը և վերլուծության մեկնարկը	23
4.2. Այլընտրանքային սցենարները և իրատեսականության վերլուծությունը.....	25
4.3. Ռիսկերի և խոցելիության գնահատումը	28
Ամփոփում.....	39
Գրականություն.....	40



Ներածություն

Պետական պարտքի կայունությունը մակրոտնտեսական կայունության և երկարաժամկետ տնտեսական աճի անհրաժեշտ պայման է: Պարտքի կայունության ապահովման համար անհրաժեշտ է ապագայում համախառն ներքին արդյունքում պարտքի կշռի նվազող կամ կայուն հետագիծ՝ դրա ընդունելի մակարդակի պահպանման պարագայում: Սակայն կայուն համարվելու համար կառավարությունը պետք է սպասարկի պարտքն առանց անվճարունակություն հայտարարելու, պարտքի պայմանների շուրջ վերաբանակցելու կամ պարտքի վերակառուցումների, ինչպես նաև առանց տնտեսական (մասնավորապես՝ հարկաբյուջետային) քաղաքականության մեջ անհրատեսական մեծ ճշգրտումներ մտցնելու:

Վերջին տասնամյակում ՀՀ կառավարության պարտքի հարաբերակցությունը համախառն ներքին արդյունքին աճի միտում է ունեցել: 2017թ-ի վերջին այն հասել է 53.7%-ի, որը պատմական առավելագույն մակարդակն է: Անկախ պարտքի և դրա սպասարկման բեռից, կառավարությունը ժամանակին և ամբողջ ծավալով սպասարկել է պարտքը: 2018թ-ին պարտքի բեռի աճի միտումը շրջվել է, և կառավարության պարտք/ՀՆԱ հարաբերակցությունը նվազել է 2.4 տոկոսային կետով:

Կառավարության պարտքի բեռը գտնվում է միջազգային և ազգային չափանիշներով ընդունելի մակարդակում, սկսել է նվազման միտումը, և սպասարկվում է առանց շեղումների: Սակայն կայունության մասին լիարժեք դատողությունների համար այս փաստերը բավարար չեն: Կայունությունն ապագային միտված հասկացություն է, և պահանջում է բացահայտել հնարավոր ռիսկերը և խոցելիության աղբյուրները (այսինքն այն պայմանները, որոնց դեպքում պարտքի կայունությունը կարող է վտանգի ենթարկվել), և հասկանալ պարտքի վարքագիծն այդ ռիսկերի ի հայտ գալու դեպքում:

Հայաստանի Հանրապետությունում պետական պարտքի կայունությունը երաշխավորվում է դրան միտված հարկաբյուջետային քաղաքականությամբ՝ խարսխված հարկաբյուջետային կանոնների վրա: Այդ կանոնների հիման վրա մշակվել է 2019-2023թթ պարտքի նվազեցման ծրագիրը, ապա դրա վերանայումը¹: Ըստ այս ծրագրի, ՀՀ կառավարության պարտք/ՀՆԱ

¹ Տես 2019-2021թթ և 2020-2022թթ Պետական միջնաժամկետ ծախսերի ծրագրերը, http://www.minfin.am/hy/page/petakan_mijnazhamket_tsakhseri_tsragre/:



«Կառավարության պարտքի կայունության վերլուծություն»

հարաբերակցությունը պետք է շարունակի նվազման միտումը, և 2023թ-ին ցածր գտնվի ՀՆԱ 50%-ից՝ չխանգարելով կառավարությանն իրականացնել երկարաժամկետ տնտեսական աճի խթանմանն ուղղված քաղաքականություն: Ծրագիրն ուրվագծում է կանխատեսումների ռիսկերը, և դրանք մեղմելու համար ներկայացնում միջոցառումներ:

Ներկայացվող վերլուծությունը շարունակում է այդ ռիսկերի վերլուծությունը և նպատակ ունի բազմակողմանի կերպով գնահատել Հայաստանի Հանրապետության կառավարության պարտքի կայունությունը՝ բացահայտելով ռիսկերը և վեր հանելով խոցելիության հնարավոր աղբյուրները: Այս նպատակի համար կիրառվում է հեղինակավոր երկու միջազգային ֆինանսական կառույցների՝ Արժույթի միջազգային հիմնադրամի և Համաշխարհային բանկի մշակած մեթոդաբանությունն ու գործիքակազմը:

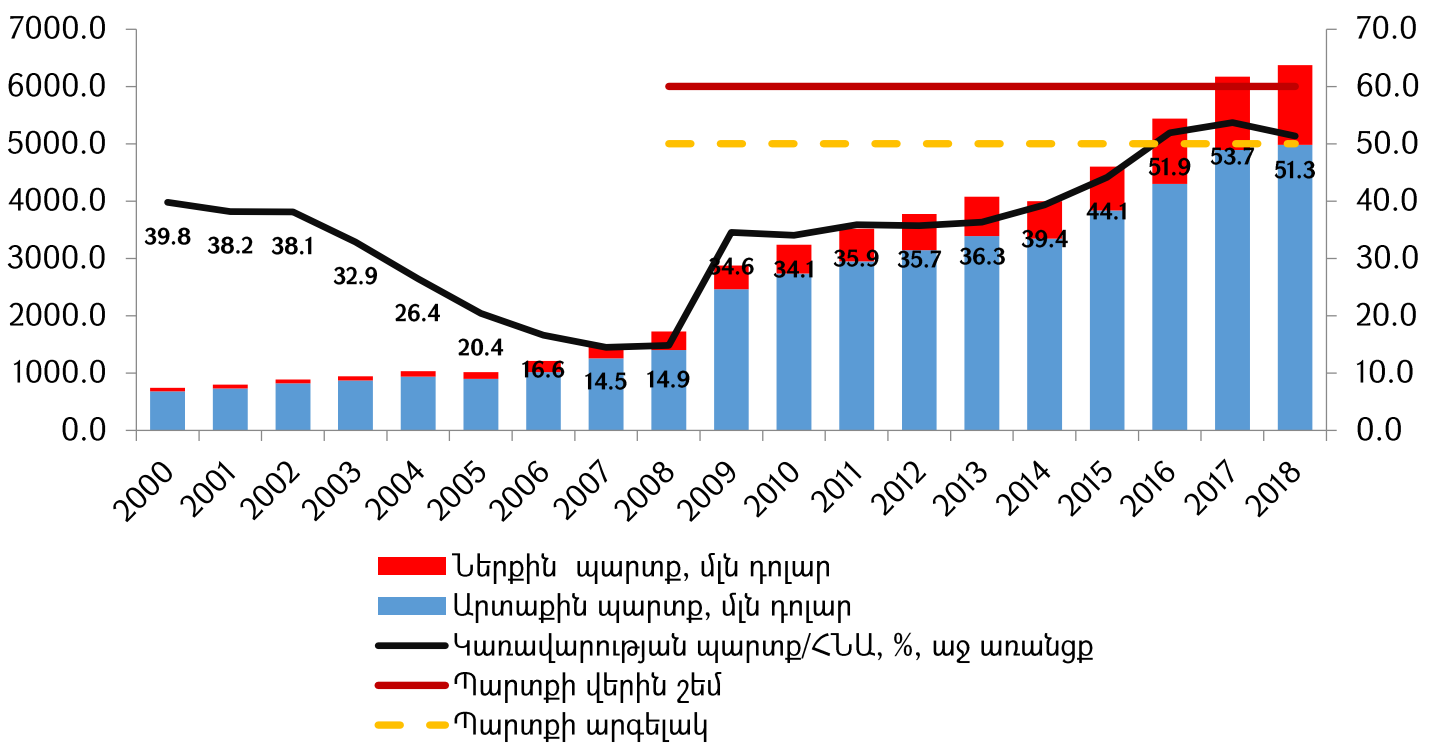
Այս փաստաթուղթը կազմված է չորս բաժիններից և ամփոփումից: Առաջին բաժնում ներկայացված է ամփոփ տեղեկատվություն կառավարության պարտքի պատմական միտումների վերաբերյալ: Երկրորդ բաժնում ներկայացված են «Կառավարության հարկաբյուջետային կանոնները, ինչպես նաև մեկնաբանվել են դրանց ներքո հարկաբյուջետային քաղաքականության ներկա սկզբունքները: Երրորդ բաժնում ներկայացված են պարտքի կայունության գնահատման մեթոդական հարցերը՝ պարտքի կայունության սահմանումները, գնահատման մոտեցումները, MAC DSA մոդելի բնութագիրը և ընտրության հիմնավորումը: Չորրորդ բաժնում ամփոփված են վերլուծության արդյունքները, մասնավորապես բազային սցենարի նկարագիրն ու իրատեսականության վերլուծությունը, ռիսկերի և խոցելիության գնահատումները: Վերջում ներկայացվում է ամբողջ վերլուծության ամփոփումը՝ ընդհանուր արդյունքները և եզրակացությունները:



1. ՀՀ կառավարության պարտքի միտումները

ՀՀ կառավարության պարտքի բեռը պատմականորեն ունեցել է երկու պիկ: Առաջին պիկը արձանագրվել է 2000 թվականին, երբ կառավարության պարտք/ՀՆԱ հարաբերակցությունը կազմել է 39.8%: Երկրորդ պիկը արձանագրվել է 2017թ-ին, երբ կառավարության պարտք/ՀՆԱ հարաբերակցությունը կազմել է 53.7%՝ այն դեպքում, երբ 2007թ-ին այն նվազել էր մինչև ՀՆԱ 14.5%:

Գծապատկեր 1. ՀՀ կառավարության պարտքի դինամիկան 2000-2018թթ.



Աղբյուր՝ ՀՀ ֆինանսների նախարարություն և ՀՀ վիճակագրական կոմիտե

Հայաստանի Հանրապետությունը պարտքային հիմնախնդիրների է բախվել անկախության առաջին տասնամյակում: Մինչև 2000թ-ը պետական պարտքի բեռի կուտակումը պայմանավորված է եղել անկախության առաջին տարիներին երկրի պարենային և էներգետիկ անվտանգությունը ապահովելու անհրաժեշտությամբ: ՀՀ կառավարությունը 1998-2002թթ իրականացրել է այս շրջանում գոյացած պարտքի վերակառուցումներ:



«Կառավարության պարտքի կայունության վերլուծություն»

2000-2007թթ տնտեսական աճի բարձր միտումներին զուգահեռ կառավարության պարտքի բեռը նվազել է 2.7 անգամ: Նվազումը պայմանավորված է եղել միջինում երկնիշ տնտեսական աճով, դրամի արժևորմամբ և պետական բյուջեի դեֆիցիտի շարունակական կրճատմամբ: Չնայած դրան, դոլարային արտահայտությամբ կառավարության պարտքն անվանական մեծությամբ աճել է շուրջ երկու անգամ:

2009թ-ի ճգնաժամով պայմանավորված կառավարության պարտք/ՀՆԱ հարաբերակցությունը աճել է գրեթե 20%-ային կետով: Համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի բացասական ազդեցություններին հակազդելու համար «Կառավարությունն իրականացրել է հակապարբերաշրջանային հարկաբյուջետային քաղաքականություն և պետական բյուջեի պակասուրդի հաշվին մեծածավալ ֆինանսական միջոցներ ներարկել տնտեսություն: Անվանական արտահայտությամբ կառավարության պարտքը 2009թ-ին ավելացել է մոտ 1.1 մլրդ դոլարով:

2010-2013թթ. մեղմ աճից հետո 2014-2016թթ կառավարության պարտք/ՀՆԱ հարաբերակցությունը կտրուկ ավելացել է՝ պայմանավորված տնտեսության ստացած արտաքին շուկերին դիմագրավելու անհրաժեշտությամբ պայմանավորված՝ 2016թ-ին գործի զգելով հարկաբյուջետային կանոնը: Ռուսաստանի Դաշնությունում արձանագրված տնտեսական անկման, ռուբլու արժեզրկման, հումքային ակտիվների՝ այդ թվում պղնձի միջազգային շուկայական գների անկման պայմաններում բնակչության սոցիալական վիճակի վատթարացում և տնտեսական անկում թույլ չտալու համար կառավարությունը ընդլայնել է պետական բյուջեի պակասուրդը: Արդյունքում կառավարության պարտքի անվանական մեծությունն ավելացել է 1.4 մլրդ դոլարով, իսկ պարտք/ՀՆԱ հարաբերակցությունը՝ գրեթե 16 տոկոսային կետով: Արդյունքում 2016թ-ին «Կառավարության պարտք/ նախորդ տարվա ՀՆԱ հարաբերակցությունն անցել է 50%-ի շեմը՝ գործի դնելով հարկաբյուջետային կանոնով նախատեսված՝ բյուջեի դեֆիցիտի սահմանափակումը (վերջին երեք տարիների ՀՆԱ 3%-ի չափով)²:

2017-2018թթ կառավարությունը սկսել է իրականացնել հարկաբյուջետային կոնսոլիդացիա: Այն հնարավորություն է տվել նախ դանդաղեցնել պարտք/ՀՆԱ հարաբերակցության աճի տեմպը, և ապա նվազեցնել այն: 2017թ-ին արձանագրված դրական

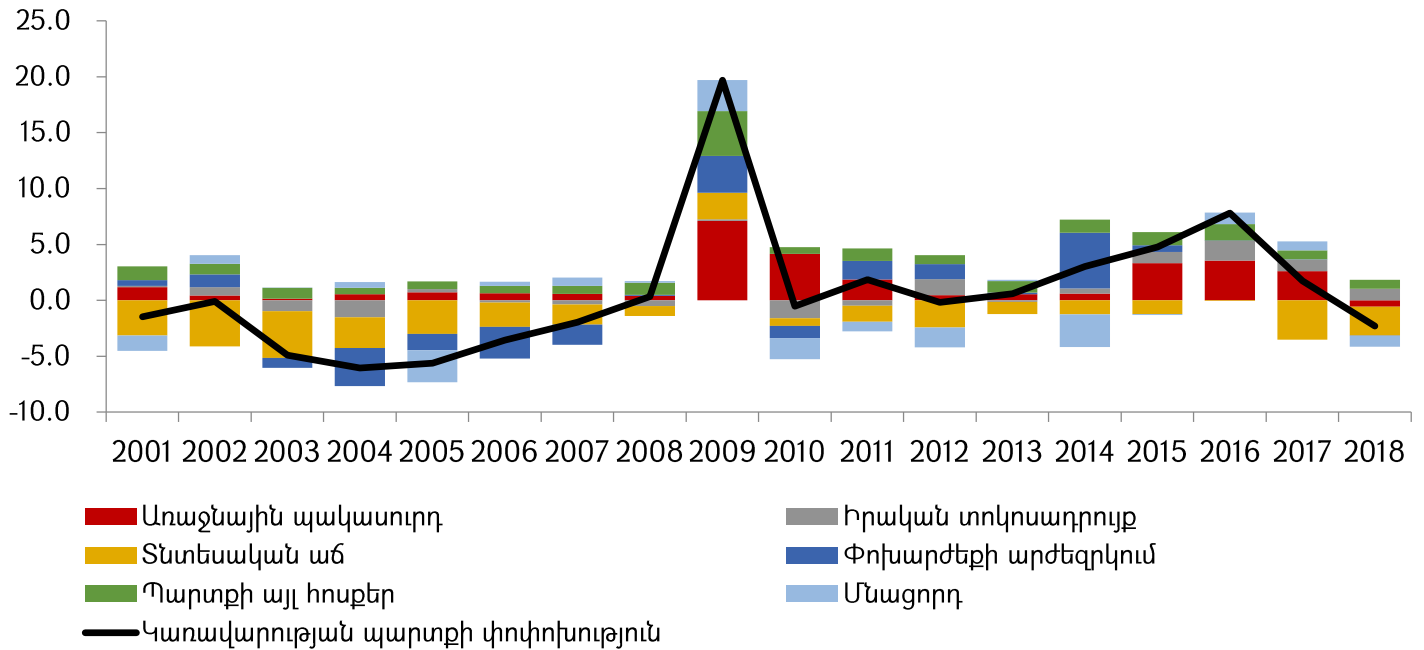
² Ավելի մանրամասն հարկաբյուջետային կանոնների վերաբերյալ տե՛ս Բաժին 2-ում:



ՀՀ կառավարության պարտքի կայունության վերլուծություն

տնտեսական միտումները, մասնավորապես՝ հետճգնաժամային հատվածում ամենաբարձր՝ 7.5% տնտեսական աճը և այդ պայմաններում իրականացված զսպող հարկաբյուջետային քաղաքականությունը հնարավորություն են ստեղծել 2018թ-ին ունենալ էլ ավելի փոքր բյուջեի դեֆիցիտ և արձանագրել պարտք/ՀՆԱ հարաբերակցության նվազում 2.4%-ային կետով:

Գծապատկեր 2. ՀՀ կառավարության պարտքը առաջացնող գործոնների դինամիկան, % ՀՆԱ-ում



Աղբյուրը՝ ՀՀ ֆինանսների նախարարության գնահատականներ
Ծանոթագրություն՝ Պարտքի փոփոխության տրոհումը ըստ գործոնների իրականացվել է պարտքի կուտակման բանաձևի օգնությամբ:

Ըստ կառավարության պարտքի դինամիկայի գործոնային վերլուծության արդյունքների, հետճգնաժամային շրջանում ՀՀ կառավարության պարտքի աճի հիմնական գործոններն են եղել պետական բյուջեի առաջնային պակասուրդը և դուլարի նկատմամբ ՀՀ դրամի արժեզրկումը, իսկ ինչպես հետճգնաժամային, այնպես էլ պատմական դիտարկվող ամբողջ ժամանակահատվածի համար պարտքը նվազեցնող հիմնական գործոնը եղել է տնտեսական աճը: 2009թ-ին պարտքի բեռի աճին նպաստող ամենախոշոր գործոնը եղել է բյուջեի առաջնային պակասուրդը, իսկ ըստ ազդեցության չափի հաջորդ խոշոր գործոնները կառավարության իրականացրած տնտեսության ենթավարկավորման գործառնություններն են, ապա՝ փոխարժեքի արժեզրկումը և ՀՆԱ անկումը: 2014-2016թթ. կառավարության պարտքի բեռի ավելացման մեջ հիմնական դերը խաղացել են պետական բյուջեի առաջնային պակասուրդը և դրամի արժեզրկումը:



« Կառավարության պարտքի կայունության վերլուծություն

2017թ-ին պարտքի բեռի աճի դանդաղման մեջ ամենամեծ դերը ունեցել է տնտեսական աճը, սակայն նվազում հնարավոր է եղել գրանցել 2018թ-ին, երբ բարձր տնտեսական աճին զուգահեռ արձանագրվել է պետական բյուջեի դրական առաջնային հաշվեկշիռ:

2000-2018 թթ. ներքին պարտքի կշիռը կառավարության պարտքում աճի միտում է դրսևորել, սակայն շարունակում է մնալ ցածր: Ներքին պարտքի կշիռը կառավարության պարտքում 2000թ-ի շուրջ 8% ցուցանիշից մինչև 2008թ-ը աճել և հասել է 19%-ի, սակայն 2009թ-ի ճգնաժամին հակազդելու համար վերցված արտաքին մեծածավալ վարկերի պատճառով նվազել է մինչև 14.2%-ի: Կառավարության կողմից պարտքի պորտֆելում ներքին պարտքի կշռի ավելացման հետևողական քաղաքականության շնորհիվ այն շարունակաբար աճել է և 2018թ-ի վերջին հասել 21.8%-ի:



2. ՀՀ հարկաբյուջետային կանոնները և կոնսոլիդացման քաղաքականությունը

Պարտքի կայունության ապահովման գործում առանցքային դերակատարում ունեն կառավարության հարկաբյուջետային կանոնները: Դրանք կապ են սահմանում պարտքի մակարդակի և հարկաբյուջետային քաղաքականության միջև՝ պայմանավորելով կառավարության «ֆիսկալ արձագանքը»: Ֆիսկալ արձագանքը ցույց է տալիս, թե ինչպես է կառավարությունը փոփոխում բյուջեի առաջնային հաշվեկշիռը՝ երբ պարտքի բեռն ավելանում է: Երբ հարկաբյուջետային կանոնները երաշխավորում են բավարար ուժեղ ֆիսկալ արձագանք, պարտքի կայունության ռիսկերը նվազագույնի են հասնում:

ՀՀ կառավարության նախկին հարկաբյուջետային կանոններն ուղղակի կապ էին սահմանում կառավարության պարտքի բեռի և բյուջեի դեֆիցիտի միջև: Կանոնները գործում էին պարտքի վերին շեմի և «արգելակի» գաղափարների հիման վրա: Ըստ դրանց, տվյալ տարվա վերջի դրությամբ կառավարության պարտքը չպետք է գերազանցեր նախորդ տարվա ՀՆԱ-ի 60 տոկոսը, իսկ գերազանցելու պայմաններում պարտք առաջացնող գործարքն առաջին էր համարվում: Կանոնները սահմանում էին նաև, որ եթե պարտքը գերազանցում է նախորդ տարվա ՀՆԱ-ի 50%-ը, ապա հաջորդ տարվա պետական բյուջեի դեֆիցիտը չպետք է գերազանցեր վերջին 3 տարիների ՀՆԱ-ների ծավալների միջինի 3 տոկոսը:

Կառավարությունը գնացել է հարկաբյուջետային կանոնների արդիականացման 2017թ-ին: Չնայած պարզությանը և պարտքի կայունության հետ ուղղակի կապին, նախկին կանոնները կորցրել էին արդիականությունը և համահունչ չէին նոր տնտեսական իրողություններին ու մարտահրավերներին: Դրանք կոշտ էին, հարկաբյուջետային քաղաքականությանը չէին տալիս տնտեսության կայունացման և երկարաժամկետ տնտեսական աճի ու տնտեսության ներուժի բարձրացման գործում բավարար դերակատարում և չէին ապահովում ուղենիշներ արդյունավետության համար:

Նոր հարկաբյուջետային կանոնները ճկուն կապ են ապահովում պարտքի բեռի և դրա միջնաժամկետ ու երկարաժամկետ կայունության միջև: Դրանք պարունակում են տնտեսական պարբերաշրջանների ներկառուցված կայունարարներ, հարկաբյուջետային կոնսոլիդացիայի իրականացման չափանիշներ, ինչպես նաև սահմանում են կապիտալ ծախսերի իրականացման



«Կառավարության պարտքի կայունության վերլուծություն»

առաջնահերթություններ: Կանոնները մշակվել են Արժույթի միջազգային հիմնադրամի խորհրդատվությամբ՝ ուսումնասիրելով միջազգային փորձը, կատարելով օպտիմալ հարկաբյուջետային կանոնների պարամետրերի գնահատման քանակական և որակական ուսումնասիրություններ³:

Աղյուսակ 1. «Կարկաբյուջետային կանոնները»

Կառավարության պարտքը	Պարտքի կանոն	Ծախսերի կանոն
$40\% \leq \text{Պարտք}/\text{ՀՆԱ} < 50\%$	-	<ul style="list-style-type: none"> Պետական բյուջեի կապիտալ ծախսերը պետք է գերազանցեն պետական բյուջեի պակասուրդը
$50\% \leq \text{Պարտք}/\text{ՀՆԱ} < 60\%$	<ul style="list-style-type: none"> Պարտավորություն ստանձնել «Կառավարության պարտքի հետագիծը նվազեցնել 50%-ից 5 տարիների ընթացքում, եթե չկան բացառիկ դեպքեր ՄԺԾԾ-ում ներկայացնել պարտքի նվազեցման ծրագիր 	<ul style="list-style-type: none"> Կապիտալ ծախսեր > պակասուրդ Ընթացիկ առաջնային ծախսերի աճը սահմանափակվում է նախորդ 7 տարիների ՀՆԱ-ների միջին անվանական աճերով Ծախսային կանոնը չի կիրառվում, եթե կան բացառիկ դեպքեր
$\text{Պարտք}/\text{ՀՆԱ} \geq 60\%$	<ul style="list-style-type: none"> Պարտավորություն ստանձնել «Կառավարության պարտքի հետագիծը նվազեցնել 60%-ից 5 տարիների ընթացքում, եթե չկան բացառիկ դեպքեր «Կառավարության պարտքի նվազեցման ծրագիր»-ում ներկայացնել պարտքի նվազեցման ծրագիր 	<ul style="list-style-type: none"> Կապիտալ ծախսեր > պակասուրդ Ընթացիկ առաջնային ծախսերի աճը սահմանափակվում է նախորդ 7 տարիների ՀՆԱ-ների միջին անվանական աճից առնվազն 0.5 %-կ. պակաս ճշգրտման գործակցով Ընթացիկ ծախսեր < հարկեր Կանոնը չի կիրառվում, եթե կան բացառիկ դեպքեր

Աղբյուրը՝ «Բյուջետային համակարգի մասին ՀՀ օրենք, Պետական պարտքի մասին ՀՀ օրենք, «Կառավարության 2018թ. 23-ի օգոստոսի թիվ 942 – Ն որոշում Շանթապարտություն՝ Վերը նշված իրավական ակտերում առկա դրույթները աղյուսակում արտացոլվել են որոշ խմբագրումներով՝ պահպանելով դրանց բովանդակային ամբողջությունը:

Նոր հարկաբյուջետային կանոնների պայմաններում կտրուկ «Ֆիսկալ արձագանք» է արձանագրվել 2018թ-ին: 2017թ-ի վերջին ՀՀ կառավարության պարտքը գերազանցել է ՀՆԱ 50%-ը՝ կազմելով 53.7%: Հարկաբյուջետային կանոնների պահանջներին համապատասխան

³ Տե՛ս Է. Դարլա-Նորիս և այլք (2017), «Հայաստանի Հանրապետություն: Հարկաբյուջետային կանոնների արդիականացում», Տեխնիկական աջակցության զեկույցի նախագիծ, Արժույթի միջազգային հիմնադրամ, http://www.minfin.am/website/images/files/Upgrading%20Fiscal%20Rules_Armenian.pdf, ինչպես նաև Акоюн, Э. Н., & Карапетян, Н. Н. (2018), “Как обеспечить устойчивость государственного долга и реагировать на экономические циклы? Модернизация фискальных правил в Армении”, Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал, N4(44), июль-август, стр. 10-20, <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2018-4-10-20>:

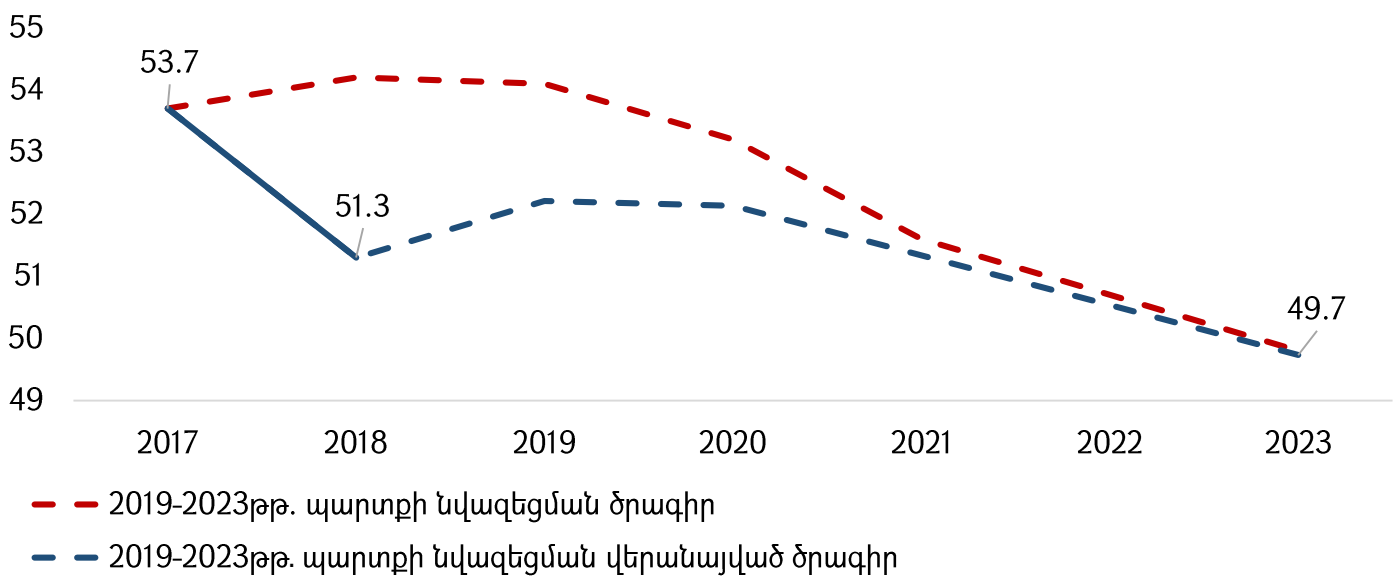


ՀՀ կառավարության պարտքի կայունության վերլուծություն

կառավարությունը մշակել է պարտքի նվազեցման 2019-2023թթ ծրագիրը, ըստ որի ՀՀ կառավարության պարտքը մինչև 2023թ. կնվազեցվի ՀՆԱ-ի 50%-ից: 2018թ-ին բյուջեի առաջնային հաշվեկշիռը բարելավվել է 3.2%-ային կետով, որի պայմաններում կառավարության պարտք/ՀՆԱ հարաբերակցությունը նվազել է 2.4%-ային կետով: Պետք է նշել, որ այսպիսի մեծ ճշգրտումը հնարավոր է եղել արձանագրել ծախսերի գծով խնայողությունների շնորհիվ, որը ՀՀ կառավարության՝ ծախսերի արդյունավետության բարձրացմանն ուղղված հետևողական քաղաքականության արդյունք է:

Գծապատկեր 3. ՀՀ կառավարության պարտքի նվազեցմանը ծրագիրը և դրա վերանայումը

Կառավարության պարտք/ՀՆԱ, %



Աղբյուրը՝ ՀՀ 2019-2021թթ և 2020-2022թթ. պետական միջնաժամկետ ծախսային ծրագրեր

Պարտքի բեռի նվազեցման արագությունը շատ ավելի բարձր է եղել քան ծրագրված էր՝ հանգեցնելով «առաջ ընկած» (Front-loaded) կոնսոլիդացիայի: «Առաջ ընկած» կոնսոլիդացիայի դեպքում ծրագրված պարտքի նվազեցման մեծ մասը իրականացվում է սկզբում, և փոքր մասը՝ վերջում: Սա հնարավորություն է տալիս կառավարությանը ավելի շուտ ունենալ հարկաբյուջետային քաղաքականության ավելի «լայն տարածք» (fiscal space) և ավելի մեծ ազատություն: Մյուս կողմից, այն դրական է նպաստում երկրի փոխառուի վարկանիշին և հնարավորություն տալիս միջազգային կապիտալի շուկայից միջոցներ ներգրավել ավելի մատչելի պայմաններով: 2018թ-ին արձանագրված բյուջեի դեֆիցիտի կտրուկ ճշգրտումը նաև էապես նվազեցրել է կանխատեսվող



«Կառավարության պարտքի կայունության վերլուծություն»

Ժամանակահատվածում հետագա ճշգրտումների անհրաժեշտությունը՝ հնարավորություն տալով պարտքի նվազեցման նախանշված սցենարին հասնել ավելի բարձր բյուջեի դեֆիցիտով (2.2%-2.3% շրջանակներում 2019-2023թթ համար):



3. Պետական պարտքի կայունության վերլուծության մեթոդաբանությունը

«Պարտքի կայունություն» հասկացության վերաբերյալ միասնական ընկալում մասնագիտական շրջանակներում չկա, և վերլուծության տարբեր մոտեցումներ տարբեր սահմանումների վրա են հիմնվում: Առանձնացվում են պարտքի կայունության «ակադեմիական», «պրակտիկ» և «տնտեսական քաղաքականության» մոտեցումները: Պարտքի կայունության վերլուծությունների մեծ մասը հիմնվում են «պրակտիկ» մոտեցման վրա, ըստ որի կայուն համարվելու համար պարտքի հարաբերական ցուցանիշները կանխատեսվող ժամանակահատվածում պետք է նվազեն կամ առնվազն կայուն լինեն՝ գտնվելով ընդունելի ցածր մակարդակի վրա:

Պարտքի կայունությանը վերաբերող հասկացությունները և բնութագրման մոտեցումները

Պարտքի կայունությունը բնութագրող մոտեցումները ներկայացնելիս կարևոր են **վճարունակության, իրացվելության և խոցելիության** հասկացությունները: Պարտքի կայունությունը հաճախ բնութագրվում է որպես վճարունակության, իրացվելիության և անհրատեսական ճշգրտումների անհրաժեշտության բացակայության պայմանների բավարարման իրավիճակ:

Կառավարությունը վճարունակ է, երբ կարողանում է մարել պարտքն ապագա եկամուտների միջոցով: Վճարունակությունը բնութագրող ցուցանիշներ են համարվում պարտքի պաշարի և պարտքի մարման կարողության ցուցանիշների հարաբերակցության՝ պարտք/ՀՆԱ, պարտք/արտահանում, պարտք/բյուջեի եկամուտներ ցուցանիշները:

Կառավարությունը իրացվելի է, երբ սեփական իրացվելի ակտիվները կամ հասանելի ֆինանսավորումը բավարար են մարելու կամ վերաֆինանսավորելու մարման ենթակա պարտավորությունները: Իրացվելիությունը բնութագրվում է պարտքի սպասարկման և պարտքը մարելու կարողության ցուցանիշների հարաբերակցությամբ և համախառն ֆինանսավորման պահանջի միջոցով: Կառավարության իրացվելիության ռիսկերն արտացոլվում են շուկայի գնահատականներում, ըստ ժամկետայնության պարտքի կառուցվածքում, ըստ արժույթի պարտքի կառուցվածում, իրացվելի ակտիվների հասանելիության մեջ, փոխատուների բազայում (ռեզիդենտ-ոչ ռեզիդենտ փոխատուներ):

Խոցելիությունը իրացվելիության և վճարունակության պայմանների խախտման ռիսկն է, որի դեպքում վարկառուն կարող է բախվել ճգնաժամի:

Մասնագիտական շրջանակներում ընդունելի են այս հասկացությունների վրա հիմնվող պարտքի կայունության երեք մոտեցումներ:



- ✓ **Ակադեմիական կամ միջժամանակային բյուջետային սահմանափակման մոտեցում:** Պարտքը կայուն է, երբ միջժամանակային վճարունակության պայմանը բավարարված է, այսինքն ապագա առաջնային հաշվեկշիռների ներկա արժեքը ծածկում է պարտքի ներկա պաշարը:
- ✓ **Պրակտիկ մոտեցում:** Պարտքը կայուն է, եթե կանխատեսվող պարտքի հարաբերական ցուցանիշը կայուն է կամ նվազում է՝ միաժամանակ լինելով համեմատաբար ցածր մակարդակի վրա: Կայուն լինելու համար պարտքը չի կարող աճել ավելի արագ, քան եկամուտները և պարտքի մարման կարողությունը: Այս դեպքում վճարունակության պայմանը բավարարվում է:
- ✓ **Տնտեսական քաղաքականության մոտեցում:** Պարտքը կայուն է, երբ կառավարությունը ապագայում ստիպված չի լինի անվճարունակություն հայտարարել, վերաբանակցել կամ վերակառուցել պարտքը, կամ քաղաքականության մեջ կատարել անիրատեսական մեծ ճշգրտումներ:

Առանձնացվում են միջազգային պրակտիկայում ընդունված պարտքի կայունության վերլուծության (Debt sustainability analysis, այսուհետ՝ DSA) երեք խումբ՝ դետերմինիստիկ, ստոխաստիկ և այլընտրանքային մոտեցումներ: Դետերմինիստիկ մոդելները հիմնվում են պարտքի կուտակման բանաձևի և դրա առանձին տարրերի վրա շուկերի սիմուլյացիաների, ինչպես նաև պարտքի բեռի սահմանված շեմերի վրա: Ստոխաստիկ մոդելները հիմքը պարտքը ձևավորող գործոնների փոխադարձ կապերը և օրինաչափություններն են, որոնք պրոյեկտվում են ապագայի վրա: Ստոխաստիկ մոտեցումը ևս օգտագործում է պարտքի կուտակման բանաձևը՝ պարտքի սիմուլյացիաների իրականացման համար: Այլընտրանքային մոտեցումների շարքին են դասվում «հավասարակշիռ պարտք/ՀՆԱ» սահմանաչափի գնահատումը, «ֆիսկալ տարածքի» գնահատումը, «ֆիսկալ արձագանքի ֆունկցիայի» գնահատումը, էկոնոմետրիկ վերլուծության այլ մեթոդները: Պետք է նշել, որ ի տարբերություն դետերմինիստիկ մոտեցման, ստոխաստիկ և այլընտրանքային մոտեցումների համար հիմնականում անհրաժեշտ են էկոնոմետրիկ վերլուծության համար բավարար պարամետրեր ունեցող ժամանակային շարքեր: Այս մոտեցումներն առավել հաճախ ոչ թե փոխարինում, այլ փոխլրացնում են միմյանց:



Մասնավորապես, ստոխաստիկ և այլ մոտեցումները լրացնում են դետերմինիստիկ վերլուծության արդյունքներին՝ դիտարկվելով որպես ռիսկերի գնահատման լրացուցիչ գործիքակազմ⁴:

Պարտքի կուտակման բանաձևը և դրա դուրսբերումը

Պարտքի կուտակման բանաձևը հիմնվում է կառավարության բյուջետային սահմանափակման վրա և պարտքի փոփոխությունը տրոհում է ըստ պարտք առաջացնող գործոնների՝ հնարավորություն տալով կատարել պատմական գործոնային վերլուծություն, ուսումնասիրել այդ գործոնների շղկերի ազդեցությունը պարտքի բեռի վրա, ինչպես նաև որոշակի ենթադրությունների ներքո բյուջեի առաջնային հաշվեկշռի տրված արժեքների համար հաշվարկել պարտքի մակարդակը և հակառակը:

Պարտքի կուտակման բանաձևը դուրսբերելու համար կատարենք հետևյալ նշանակումները. D_t – պարտքի պաշար, PB_t – պետական բյուջեի առաջնային (ոչ տոկոսային) հաշվեկշիռ, OT_t – պարտք առաջացնող այլ գործոններ, D_t^D – ներքին պարտքի պաշար, D_t^F – արտաքին պարտքի պաշար, g_t – իրական ՀՆԱ աճ, π_t – ինֆլյացիա, i_t^d – ներքին պարտքի անվանական տոկոսադրույք, i_t^f – արտաքին պարտքի անվանական տոկոսադրույք, i_t^w – անվանական արդյունավետ տոկոսադրույք, e_t – անվանական փոխարժեք (ազգային արժույթ մեկ դոլարի դիմաց), ε_t – փոխարժեքի արժեզրկման տեմպ, a_{t-1} – արտաքին պարտքի տեսակարար կշիռ:

Կառավարության պարտքը կարելի է ներկայացնել հետևյալ հավասարման միջոցով.

$$D_t = D_t^D + e_t D_t^F$$

Տվյալ ժամանակահատվածի պարտքը ներկայացնելով որպես նախկին պարտքի, տվյալ տարում վճարվող տոկոսավճարների, բյուջեի առաջնային պակասուրդի և պարտք առաջացնող այլ գործոնների հանրագումար, կստանանք պարտքի հետևյալ հավասարումը.

$$D_t^D + e_t D_t^F = (1 + i_t^d) D_{t-1}^d + (1 + i_t^f) e_t D_{t-1}^f - PB_t + OT_t$$

Ներմուծելով ներքին և արտաքին պարտքերի կշիռները՝ վերոնշյալ հավասարումը կարող ենք արտացոլել հետևյալ տեսքով.

$$D_t = (1 + i_t^d)(1 - a_{t-1})D_{t-1} + (1 + i_t^f)a_{t-1}(1 + \varepsilon_t)D_{t-1} - PB_t + OT_t$$

Հավասարման երկու կողմերը հարաբերելով անվանական ՀՆԱ-ի վրա՝ կստանանք պարտքի կուտակման բանաձևը.

$$d_t = \frac{1 + i_t^w + a_{t-1}\varepsilon_t(1 + i_t^f)}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} d_{t-1} - pb_t + ot_t$$

Պարտքի կուտակման բանաձևը կարելի է ներկայացնել նաև հետևյալ տեսքով.

⁴ St'ou Bouabdallah, Othman et al. (2017): Debt sustainability analysis for euro area sovereigns: A methodological framework, ECB Occasional Paper, No. 185, ISBN 978-92-899-2847-2, European Central Bank (ECB), Frankfurt a. M, <http://dx.doi.org/10.2866/103655>.



ՀՀ կառավարության պարտքի կայունության վերլուծություն

$$d_t = \frac{(1 + r_t^d)}{(1 + g_t)} d_{t-1}^d + \frac{(1 + i_t^f)(1 + \varepsilon_t)}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} d_{t-1}^f - pb_t + ot_t$$

Որոշ ձևափոխություններից հետո պարտքի փոփոխությունը նկարագրվում է հետևյալ հավասարմամբ.

$$d_t - d_{t-1} = \frac{i_t^w - \pi_t(1 + g_t) - g_t + a_{t-1}\varepsilon_t(1 + i_t^f)}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} d_{t-1} - pb_t + ot_t$$

Պարտք առաջացնող յուրաքանչյուր գործոնի՝ բյուջեի առաջնային հաշվեկշռի, տնտեսական աճի, իրական տոկոսադրույքի, փոխարժեքի և գնաճի դերակատարումը պարտքի փոփոխության մեջ հասկանալու համար պարտքի կուտակման բանաձևը ներկայացվում է հետևյալ տեսքով:

$$d_t - d_{t-1} = \frac{i_t^w - \pi_t(1 + g_t)}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} d_{t-1} - \frac{g_t}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} d_{t-1} + \frac{a_{t-1}\varepsilon_t(1 + i_t^f)}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} d_{t-1} - pb_t + ot_t$$

Վերը բերված հավասարման աջ կողմում գտնվող առաջին կոմպոնենտն արտահայտում է պարտքի փոփոխությանը իրական արդյունավետ տոկոսադրույքի նպաստման չափը, երկրորդ արտահայտությունը իրական ՀՆԱ աճի նպաստման չափը, երրորդը՝ փոխարժեքի արժեզրկման նպաստման չափը:

Պարտքի կուտակման բանաձևը հնարավորություն է տալիս նաև հաշվարկելու բյուջեի պակասուրդի այն մակարդակը, որը թույլ կտա կայունացնել պարտքը: Այդ նպատակով պարտքի կուտակման բանաձևում անհրաժեշտ է պարտքի փոփոխությունը հավասարեցնել զրոյի: Որոշ ձևափոխություններից հետո պարտքը կայունացնող առաջնային հաշվեկշռի մեծությունը (pb_t^*) կարելի է հաշվել հետևյալ հավասարմամբ.

$$pb_t^* = \frac{r_t^w - g_t + a_{t-1}\varepsilon_t^*(1 + i_t^f)}{(1 + g_t)} d_{t-1} + ot_t$$

Վերը բերված հավասարումը կարևոր նշանակություն ունի հարկաբյուջետային քաղաքականության մշակման գործընթացում: Այսպես, ակնհայտ է, որ հարկաբյուջետային կոնսոլիդացիայի ծրագրում ծրագրավորված պակասուրդի մակարդակն ավելի փոքր պետք է լինի պարտքը կայունացնող պակասուրդի գնահատված մակարդակից՝ ապահովելու պարտքի նվազող հետագիծ կանխատեսվող հորիզոնում:

Աղբյուրը՝ *International Monetary Fund, Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries, 2013:*

Ծանոթագրություն՝ Հավասարումներում մեծատառերով ներկայացված են բացարձակ ցուցանիշները, իսկ փոքրատառերով՝ ՀՆԱ նկատմամբ հարաբերակցությունները:

Պարտքի կայունության վերլուծության դետերմինիստիկ մոդելում իրականացվում են բազային սցենարի և տարբեր շուկերի սիմուլյացիաներ, որոնց օգնությամբ վեր են հանվում այդ



«Կառավարության պարտքի կայունության վերլուծություն»

սցենարի ռիսկերը: Այսպիսի վերլուծություններ իրականացնելու համար միջազգային պրակտիկայում հիմնականում կիրառվում է Արժույթի միջազգային հիմնադրամի և Համաշխարհային բանկի մշակած մեթոդաբանությունը: Այն ներդրված է վերջիններիս կողմից մշակված երկու գործիքներում՝ ցածր եկամտային երկրների (LIC – low income countries) պարտքի կայունության վերլուծության մոդելում (LIC DSF) և շուկային հասանելիություն ունեցող երկրների (MAC – market access countries) պարտքի կայունության մոդելում (MAC DSA): Առաջին խմբի երկրները իրենց պարտքային ֆինանսավորման պահանջը հիմնականում ապահովում են արտոնյալ վարկերի, իսկ երկրորդ խմբի երկրները՝ շուկայական պայմաններով փոխառությունների միջոցով, քանի որ ունեն կայուն և նշանակալի հասանելիություն միջազգային կապիտալի շուկաներին: Գործիքները ստանդարտացված են այնպես, որ համադրելի լինեն տարբեր երկրների տարբեր ժամանակահատվածների համար իրականացված վերլուծությունները: Միևնույն ժամանակ, գործիքների օգտագործման համար անհրաժեշտ չեն այնպիսի երկարության և որակի ժամանակային շարքեր, ինչպիսիք անհրաժեշտ են ստոխաստիկ և այլընտրանքային վերլուծության մեթոդների մեծ մասի դեպքում: Գործիքները կառուցված են «Microsoft Excel» ծրագրային միջավայրում⁵:

MAC DSA մոդելը միջնաժամկետ ռիսկերի բազմակողմանի վերլուծության ստանդարտացված համակարգ է, որը լիարժեքորեն կարող է կիրառվել Հայաստանի պարտքի կայունության վերլուծություններում: Մոդելը ստեղծվել է 2002թ-ին, և աստիճանաբար կատարելագործվել՝ կիրառվելով Արժույթի միջազգային հիմնադրամի և Համաշխարհային բանկի, ինչպես նաև առանձին երկրների պատասխանատու գերատեսչությունների վերլուծություններում: 2013թ-ին ունեցած նշանակալի վերանայումներից հետո մոդելը, ի լրումն բազային սցենարի նկատմամբ տարբեր շուկերի արդյունքների ուսումնասիրությանը, թույլ է տալիս կատարել բազային սցենարի իրատեսականության, պարտքային ցուցանիշների ռիսկերի և առանձին երկրներին հատուկ խնդիրների վերլուծություն: Մոդելի կանխատեսումային հորիզոնը 5 տարի է:

Մոդելի օգտագործման համար անհրաժեշտ բոլոր պայմաններին Հայաստանը բավարարում է, մասնավորապես.

⁵ Մոդելների վերաբերյալ մանրամասն տեղեկատվություն, դրա օգտագործման ուղեցույցները ինչպես նաև աշխատանքային ֆայլերը հասանելի են ԱՄՀ կայքում՝ <https://www.imf.org/external/pubs/ft/dsa/>:



«Կառավարության պարտքի կայունության վերլուծություն»

- ✓ **Ունի նշանակալի և կայուն հասանելիություն միջազգային կապիտալի շուկային:** 2013 և 2015թթ. հաջողությամբ թողարկված 700 և 500 մլն ԱՄՆ դոլար ծավալով եվրոպարտատոմսերի տրանշները, երկրորդային շուկայում այդ պարտատոմսերի եկամտաբերությունների կայուն նվազման միտումները և միջազգային Moody's և Fitch կազմակերպություններից ստացվող սուվերեն վարկանիշները արտացոլում են այդպիսի հասանելիության առկայությունը:
- ✓ **Կառավարության պարտքի պորտֆելում արտոնյալ վարկերի կշիռը նվազման միտում ունի:** Պարտքի պորտֆելում ներքին պարտքի կշռի ավելացման քաղաքականությունը, միջազգային դասակարգումներում Հայաստանի տեղափոխումը ավելի բարձր եկամտային խմբեր և միջազգային կապիտալի շուկային հասանելիության ձևավորումն ու դրա ընդլայնումը մեծացնում են շուկայական պայմաններով պարտքի կշիռը: Այս պայմաններում LIC DSF-ի կիրառումը նպատակահարմար չէ, քանի որ այն հիմնականում կենտրոնացած է արտոնյալ վարկերով ձևավորվող (նաև կանխատեսումային ժամանակահատվածում) պարտքի վերլուծության վրա:
- ✓ **Ապահովված է տվյալների բավարար ծածկույթ՝ ինչպես պատմական, այնպես էլ կանխատեսվող ժամանակահատվածի համար:** Մոդելի համար անհրաժեշտ մակրոտնտեսական վիճակագրությունը հիմնականում ամբողջությամբ հասանելի է ՀՀ վիճակագրական կոմիտեի և ՀՀ կենտրոնական բանկի հրապարակումներում, իսկ պետական բյուջեին և կառավարության պարտքին վերաբերող ցուցանիշները հասանելի են ՀՀ ֆինանսների նախարարության վիճակագրական տեղեկագրերում և պետական պարտքի հաշվետվություններում: Կանխատեսվող ժամանակահատվածի համար օգտագործվում են 2020-2022թթ պետական միջնաժամկետ ծախսերի ծրագրի, 2019-2023թթ պարտքի նվազեցման վերանայված ծրագրի և ՀՀ կառավարության պարտքի կառավարման 2020-2022թթ ռազմավարության կանխատեսումները:
- ✓ **Դասվում է շուկային հասանելիություն ունեցող երկրների շարքում պարտքի կայունության վերլուծության մոդելը մշակող կազմակերպությունների կողմից:** Արժույթի միջազգային հիմնադրամը և Համաշխարհային բանկը պարբերաբար հրապարակում են անդամ երկրների պարտքի կայունության վերլուծություններ՝ այդ երկրների հետ իրականացվող վարկավորման ծրագրերի որոշումներ կայացնելու, ինչպես նաև այդ



ՀՀ կառավարության պարտքի կայունության վերլուծություն

երկրներին իրենց քաղաքականությունների որոշումներում աջակցելու համար: Այս շրջանակում Հայաստանի պարտքի կայունության վերլուծությունը վերջին տարիներին իրականացվում է MAC DSA մոդելով: Վերջին այդպիսի վերլուծությունը հասանելի է 2019թ-ի հունիսին հրապարակված ԱՄՀ զեկույցում⁶:

MAC DSA մոդելում վերլուծության արդյունքների մեկնաբանումը հիմնվում է կայունության «պրակտիկ» և «տնտեսական քաղաքականության» սահմանումների համադրման վրա: Պարտքը այստեղ համարվում է կայուն, երբ պարտքի բեռը նվազեցնելու (կամ առնվազն կայունացնելու) համար անհրաժեշտ բյուջեի առաջնային հաշվեկշիռը բազային և իրատեսական շուկերի սցենարներում տնտեսական և քաղաքական առումներով հնարավոր է ապահովել, մինչև ժամանակ պարտքի ռիսկերն ընդունելի ցածր մակարդակում են և չի վտանգվում ներուժային տնտեսական աճը⁷: Այսինքն, պարտքի կայունության համար պետք է բավարարվեն վճարունակության և իրացվելության պայմանները: Ուստի մոդելում վերլուծվում են պարտքի բեռի (վճարունակության) և պարտքի սպասարկման (իրացվելիության) ցուցանիշները՝ բազային սցենարի և սթրես թեստերի շրջանակներում:

MAC DSA մոդելում պարտքի կայունության վերլուծությունն ունի քայլեր որոշակի հաջորդականություն, որոնք կախված են երկրի պարամետրերից և կենտրոնացած են ռիսկերի բազմակողմանի վերլուծության վրա: Քայլերի քանակը կախված է երկրի համար որոշված ուսումնասիրության խորության աստիճանից, որի համար երկրի խոցելիության ցուցանիշները համեմատվում են նախօրոք սահմանված շեմերի հետ: Խորը ուսումնասիրության անհրաժեշտության դեպքում քայլերի քանակն ավելի մեծ է, և ընդգրկում իրատեսականության, ռիսկերի և խոցելիությունների դետալացված վերլուծություն (տե՛ս Աղյուսակ 2):

Աղյուսակ 2. MAC DSA մոդելում կայունության գնահատման հաջորդական քայլերը կախված որոշված խորության աստիճանից

N	Հաջորդական քայլերը	Ցածր խորություն	Բարձր խորություն
---	--------------------	-----------------	------------------

⁶ Տե՛ս IMF (2019). Republic of Armenia: 2019 Article IV Consultation and Request for a Stand-By Arrangement-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for the Republic of Armenia. Country Report No. 19/154, June 5. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/06/05/Republic-of-Armenia-2019-Article-IV-Consultation-and-Request-for-a-Stand-By-Arrangement-46968>.

⁷ Տե՛ս International Monetary Fund, Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries, May 9, 2013.



ՀՀ կառավարության պարտքի կայունության վերլուծություն

1	Բազային սցենարի կառուցում	+	+
2	Այլընտրանքային սցենարների մշակում	+	+
3	Բազային սցենարի իրատեսականության գնահատում	-	+
4	Զգայունության վերլուծություններ	-	+
5	Բազային սցենարի շուրջ անորոշության գնահատում	-	+
6	Խոցելիությունների գնահատում	-	+
7	Պարտքի կայունության գնահատականների ամփոփում «ռիսկերի քարտեզի» միջոցով	-	+

Աղբյուրը՝ International Monetary Fund, Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries, May 9, 2013.

Խորը վերլուծության իրականացման դեպքում ներկայացված քայլերը կարելի է բաժանել երեք խոշոր փուլերի: Առաջին փուլում (Քայլ 1) մշակվում է բազային սցենարը: Բազային սցենարը ներառում է հարկաբյուջետային շրջանակը և պարտքի կառավարման ծրագիրը: Վերլուծաբանը մոդել է մուտքագրում մակրո-ֆիսկալ ենթադրությունները և առկա պարտքի վճարումների գրաֆիկը, իսկ պարտքի և տոկոսավճարների ցուցանիշները հաշվարկվում են մոդելում: Երկրորդ փուլում (Քայլ 2, 3) մշակվում են այլընտրանքային սցենարները, որոնք ուղենիշ են ծառայում բազային սցենարը գնահատելու համար, ապա համապատասխան գործիքակազմով իրականացվում է բազային սցենարի իրատեսականության վերլուծություն: Վերջինիս նպատակով իրականացվում է պարտքը ձևավորող գործոնների պատմական կանխատեսումների սխալների գնահատում, հարկաբյուջետային ճշգրտման համեմատական գնահատում, տնտեսական ցիկլերից եկող տնտեսական աճի կանխատեսումների ռիսկերի գնահատում: Երրորդ փուլում (Քայլ 4-7) կատարվում են ռիսկերի և խոցելիության գնահատումներ, որոնց արդյունքները ամփոփվում են «ռիսկերի քարտեզում»: Վերլուծվում են ինչպես կառավարության վճարունակության, այնպես էլ իրացվելիության ռիսկերը՝ իրականացնելով զգայունությունների վերլուծություններ, անորոշության և խոցելիության գնահատումներ: Գնահատումների համար ուղենիշ են ծառայում MAC DSA մեթոդաբանությամբ սահմանված շոկերի պարամետրերը և ցուցանիշների շեմերը, որոնք մշակվել են միջազգային փորձի խորը ուսումնասիրությունների հիման վրա:



4. ՀՀ կառավարության պարտքի կայունության գնահատումը MAC DSA մոդելով

4.1. Բազային սցենարը և վերլուծության մեկնարկը

MAC DSA մոդելի միջնաժամկետ բազային սցենարի և դրա ներքո ընկած ենթադրությունների հիմքը ՀՀ կառավարության հարկաբյուջետային քաղաքականությունը նկարագրող միջնաժամկետ ռազմավարական փաստաթղթերն են, որոնք ծրագրում են հարկաբյուջետային կոնսոլիդացիայի շարունակում: Բազային սցենարը հիմնվում է ՀՀ կառավարության պարտքի նվազեցման 2019-2023թթ վերանայված ծրագրի վրա, ըստ որի կառավարության պարտք/ՀՆԱ հարաբերակցությունը աստիճանաբար նվազում է ՀՆԱ 50%-ից 2023թ-ին: Սցենարը կառուցված է այն ենթադրությունների վրա, որ միջնաժամկետ հատվածում տնտեսական աճը միջինում կկազմի շուրջ 5%, ՀՆԱ դեֆլյատորի աճը կարագանա և կիսանի 4%-ի, պետական բյուջեի եկամուտների կշիռը ՀՆԱ-ում միջնաժամկետում աստիճանաբար կբարելավվի՝ պայմանավորված հիմնականում հարկային վարչարարության ջանքերով, պետական բյուջեի ծախսերի կշիռը ՀՆԱ-ում կբարելավվի եկամուտներին զուգահեռ, իսկ պակասուրդը կայուն վարքագիծ կունենա՝ գտնվելով ՀՆԱ 2.2%-2.3%-ի շրջանակներում (տե՛ս Աղյուսակ 3) :

Աղյուսակ 3. Պարտքի կայունության վերլուծության հիմքում ընկած առանցքային ենթադրությունները

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	Փաստ.	Սպասում	ՄԺԾԾ	ՄԺԾԾ	ՄԺԾԾ	ՊՆԾ	Կանխ.
Անվանական ՀՆԱ, մլրդ դրամ	6,005.1	6,455.3	6,975.4	7,615.7	8,320.6	9,090.7	9,932.1
ՀՆԱ իրական աճ, %	5.2	5.4	4.9	5.0	5.1	5.1	5.1
ՀՆԱ դեֆլյատորի աճ, %	2.5	2.0	3.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Պետական բյուջեի եկամուտներ, % ՀՆԱ-ում	22.3	24.1	24.5	24.4	24.7	25.0	25.3
Պետական բյուջեի ծախսեր, % ՀՆԱ-ում	24.1	26.5	26.8	26.6	26.9	27.2	27.6
Պետական բյուջեի պակասուրդ, % ՀՆԱ-ում	1.8	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2

Աղբյուրը՝ 2020-2022թթ պետական միջնաժամկետ ծախսերի ծրագիր և ՀՀ ֆինանսների նախարարության գնահատականներ

Ծանոթագրություն. Փաստ՝ փաստացի արձանագրված ցուցանիշ, Սպասում՝ ՀՀ ֆինանսների նախարարության կողմից սպասվող ցուցանիշ, ՄԺԾԾ՝ 2020-2022թթ պետական միջնաժամկետ ծախսերի ծրագիր, ՊՆԾ՝ ՀՀ կառավարության 2019-2023թթ պարտքի նվազեցման վերանայված ծրագիր, Կանխ՝ ՀՀ ֆինանսների նախարարության կանխատեսումը:



Բազային սցենարում կառավարության պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշը աստիճանաբար նվազում է և 2024թ-ին հասնում 49%-ի՝ հիմնականում պայմանավորված տնտեսական աճով, իսկ բյուջեի համախառն ֆինանսավորման պահանջը⁸ նվազում է մինչև ՀՆԱ 4.5%-ի (տե՛ս Գծապատկեր 4): Պարտքի բեռի նվազեցմանը նպաստում է նաև կանխատեսվող դրական առաջնային հաշվեկշիռը, իսկ տոկոսադրույքը և պարտքի այլ հոսքերը նպաստում են դրական ուղղությամբ: Բյուջեի համախառն ֆինանսավորման պահանջը բացի 2020թ-ից (երբ պետք է մարվեն 2013թ-ին թողարկված եվրոբոնդերը) ՀՆԱ-ում միջինում ավելի ցածր է, քան 2018թ-ին: Իսկ պարտքի փաստացի տոկոսադրույքը 2019-2024թթ. ընթացքում աճում է 0.5%-ային կետով՝ պայմանավորված հիմնականում դրամային գործիքների տեսակարար կշռի ավելացմամբ⁹:

Մոդելում ներդրված պարտքի կառավարման սցենարում կառավարությունը դեֆիցիտի ֆինանսավորման մեջ աստիճանաբար ավելացնում և գերակա է դարձնում ներքին պարտքի գործիքները, ինչի արդյունքում ներքին պարտքի կշիռը պարտքի պորտֆելում զգալիորեն բարելավվում է (տե՛ս Գծապատկեր 5): 2019-2022թթ. պետական բյուջեի ֆինանսավորման պահանջը բավարարվում է ըստ ՀՀ կառավարության պարտքի կառավարման 2020-2022 թվականների ռազմավարական ծրագրում կանխատեսվող դեֆիցիտի ֆինանսավորման կառուցվածքի՝ աստիճանաբար մեծացնելով դրամային գործիքների կշիռը: Հաջորդ երկու տարիներին դրամային գործիքների կշիռը շարունակում է բարելավվել՝ ավելանալով 5-ական տոկոսային կետով յուրաքանչյուր տարում և 2024թ-ին հասնելով 65%-ի (2018թ-ի 36%-ի համեմատ): Արդյունքում դրամային պարտքի կշիռը զգալիորեն մեծանում է պարտքի պորտֆելում, և 2018թ-ի 19% ցուցանիշից 2024թ-ին հասնում 28.3%-ի: Արտարժույթային գործիքներից կառավարությունը օգտագործում է բազմակողմ և երկկողմ վարկեր, ինչպես նաև իրականացնում եվրոբոնդերի մեկ թողարկում:

MAC DSA մոդելում պարտքի կայունության վերլուծության համար, ըստ մոդելի մեթոդաբանությամբ սահմանված պարամետրերի, որոշվել է ուսումնասիրության խորության անհրաժեշտ աստիճանը, որի արդյունքում ՀՀ կառավարության պարտքը խորը

⁸ Բյուջեի համախառն ֆինանսավորման պահանջը առաջնային հաշվեկշռի, պարտքի տոկոսավճարների և մարումների, ինչպես նաև պարտք առաջացնող այլ հոսքերի հանրագումարն է:

⁹ Դրամային գործիքների համար ենթադրվող տոկոսադրույքը ավելի բարձր է, քան պարտքի ներկա փաստացի տոկոսադրույքը: Արդյունքում պարտքի պորտֆելում դրանց տեսակարար կշռի ավելացումը հանգեցնում է պարտքի փաստացի տոկոսադրույքի բարձրացմանը:



ուսումնասիրության ենթակա է¹⁰: Խորը ուսումնասիրությունը նշանակում է, որ իրականացվում է բազային սցենարի և պարտքի պորտֆելի ռիսկայնության գննություն, մակրո-ֆիսկալ զգայունությունների վերլուծություններ, անհրաժեշտության դեպքում պայմանական ֆինանսական պարտավորությունների շուկեր և գեներացվում են դրանց ստանդարտացված հաշվետվությունները: Խորը ուսումնասիրության անհրաժեշտության բացակայության դեպքում իրականացվում է միայն երկու ստանդարտ՝ պատմական և հաստատուն առաջնային հաշվեկշռի սցենարների ուսումնասիրություն:

4.2. Այլընտրանքային սցենարները և իրատեսականության վերլուծությունը

Ստանդարտ երկու՝ պատմական և հաստատուն առաջնային հաշվեկշռի սցենարները ցույց են տալիս, որ բազային սցենարը արտացոլում է հարկաբյուջետային քաղաքականության արդեն կյանքի կոչվող նոր մոտեցումը, որը շրջում է պարտքի նախկին միտումները (տե՛ս **Գծապատկեր 4**): Պատմական սցենարը մշակվում է այն ենթադրությամբ, որ ՀՆԱ աճը, բյուջեի առաջնային հաշվեկշիռը և իրական տոկոսադրույքը պահպանվում են պատմական միջին մակարդակում, իսկ մնացած ցուցանիշներն ընդունվում են բազային սցենարին համապատասխան: Այս սցենարի դեպքում կառավարության պարտքի բեռը շարունակում է աճել՝ 2024թ-ին մոտենալով 70%-ի: Բյուջեի համախառն ֆինանսավորման պահանջը պատմական սցենարում 2024թ-ին բազային սցենարի ցուցանիշից բարձր է գրեթե կրկնակի, իսկ 2020թ-ին գերազանցում է 10%-ը: Հաստատուն առաջնային հաշվեկշռի սցենարը բյուջեի առաջնային հաշվեկշիռը ամբողջ կանխատեսվող ժամանակահատվածի համար պահվում է կանխատեսվող առաջին տարվա (2019թ մակարդակում)՝ 0.1%: Այս սցենարում թե՛ կառավարության պարտքը, թե՛ համախառն

¹⁰ Ձարգացող/զարգացած երկիրը խորը ուսումնասիրության է ենթակա, երբ ներկա կամ կանխատեսվող պարտք/ՀՆԱ հարաբերակցությունը որևէ տարում գերազանցում է 50/60 տոկոսը, կամ համախառն ֆինանսավորման պահանջը գերազանցում է ՀՆԱ 10/15 տոկոսը, կամ երկիրը ունի կամ փորձում է ստանալ հատուկ հասանելիություն ԱՄՀ ռեսուրսներին: 2018թ-ի վերջի դրությամբ կառավարության պարտքը գերազանցում է ՀՆԱ 50%-ը, ուստի առաջանում է խորը ուսումնասիրության անհրաժեշտություն (մյուս երկու պայմանները չեն բավարարվում): Ի լրումն այս ցուցանիշների, խորը ուսումնասիրության անհրաժեշտություն կարող է առաջանալ լրացուցիչ ցուցանիշների վերլուծության արդյունքում: Վերջիններից բյուջեի առաջնային հաշվեկշռի ճշգրտման չափը, ՀՆԱ տատանողականության ցուցանիշը, տնտեսության արտաքին ֆինանսավորման պահանջը, ոչ ռեզիդենտների նկատմամբ պարտքի կշիռը և արտարժույթային պարտքի կշիռը ցույց են տալիս խորը ուսումնասիրության անհրաժեշտությունը, իսկ պարտատոմսերի սիրեղը և կարճաժամկետ պետական պարտքի կշռի փոփոխության չափը՝ ոչ (այս ցուցանիշների վերլուծությունը կներկայացվի հաջորդ ենթաբաժիններում):



ՀՀ կառավարության պարտքի կայունության վերլուծություն

Ֆինանսավորման պահանջը չեն շեղվում բազային սցենարից ամբողջ կանխատեսվող հորիզոնում՝ պայմանավորված կանխատեսվող ժամանակահատվածում առաջնային դեֆիցիտի ճշգրտման անհրաժեշտության բացակայությամբ:

Բազային սցենարի իրատեսականության գնահատումն էական ռիսկեր չի արձանագրում (տե՛ս Գծապատկեր 6): ՀՆԱ պատմական կանխատեսումներում սխտեմատիկ սխալ գործնականում չկա, բյուջեի առաջնային հաշվեկշռի կանխատեսումների սխտեմատիկ սխալը վատատեսական բնույթ է կրել, այսինքն կառավարությունը գերազնահատել է սպասվող դեֆիցիտը: ՀՆԱ դեֆյաստորի աճի կանխատեսումները որոշակի ռիսկ են ազդանշում բազային սցենարի համար, քանի որ դրանց կանխատեսումներում որոշակի սխտեմատիկ գերազնահատումներ են արձանագրվել: Վերջինս, սակայն, այնպիսի չափի չի հասնում, որ կասկածի տակ դնի բազային սցենարի իրատեսականություն: Բազային սցենարում ֆիսկալ ճշգրտումը գնահատվում է իրատեսական՝ համադրելով պլանավորված առաջնային հաշվեկշռի ճշգրտման չափն ու միջին մակարդակը MAC DSA երկրների ցուցանիշների հետ պատմական ժամանակահատվածում:

Բազային սցենարի իրատեսականության գնահատումը MAC DSA մոդելում

Իրատեսականության համար կիրառվում են 3 գործիքներ՝ պատմական կանխատեսումների շեղումների վերլուծություն, ֆիսկալ ճշգրտման իրատեսականության գնահատում և վերելք/անկում վերլուծություն:

Պարամական կանխատեսումների շեղումների վերլուծությունը իրականացվում է տնտեսական աճի, բյուջեի առաջնային հաշվեկշռի և ՀՆԱ դեֆյաստորի աճի համար: Վերլուծության համար հիմք են ծառայել յուրաքանչյուր տարվա պետական բյուջեի ուղերձում կատարված կանխատեսումների և փաստացի ցուցանիշների համեմատությունը*: Կանխատեսումների սխալի համեմատման բազա ունենալու համար պատկերվում են նաև MAC DSA վերլուծության ենթակա բոլոր երկրների կանխատեսումների սխալները (դրանց միջնարժեքը և 25-75% քվանտիլային միջակայքը):

Հայաստանի ՀՆԱ կանխատեսումների սխալի միջնարժեքը 2010-2018թթ ընթացքում կազմել է ընդամենը 0.05%-ային կետ, այսինքն այս կանխատեսումներում բացակայում է սխտեմատիկ սխալը: Առաջնային հաշվեկշռի կանխատեսումների սխալի միջնարժեքը 0.7%-ային կետ է, որը ցույց է տալիս կանխատեսման սխտեմատիկ վատատեսական բնույթը կամ սպասվող դեֆիցիտի սխտեմատիկ գերազնահատումները: ՀՆԱ դեֆյաստորի կանխատեսումների սխալների միջնարժեքը -1%-ային կետ է,



որը ցույց է տալիս դրանց սիստեմատիկ լավատեսական բնույթը, այսինքն՝ սպասվող ցուցանիշների գերազնահատումները: ՀՆԱ դեֆլյատորի գերազնահատումը նշանակում է ՀՆԱ անվանական ծավալի սպասումների գերազնահատում, որն էլ իր հերթին՝ պարտք/ՀՆԱ սպասվող ցուցանիշի թերազնահատում:

Ֆիսկալ ճշգրտման իրադեասականությունը գնահատվում է բյուջեի ցիկլից ճշգրտված առաջնային հաշվեկշռի (պարզության համար՝ շարադրանքի այս հատվածում առաջնային հաշվեկշիռ) երեք տարվա ճշգրտման և երեք տարվա միջին մակարդակի ամենաբարձր ցուցանիշների միջոցով: Այդ ցուցանիշները հաշվարկվում և համեմատվում են հիստոգրամի տեսքով բերված միջազգային ցուցանիշների հետ, որտեղ ներառված են 60%-ից բարձր պարտք/ՀՆԱ ունեցող երկրների պատմական տվյալները 1990-2011թթ կտրվածքով:

Առաջնային հաշվեկշռի երեք տարվա ճշգրտումը հաշվարկվում է 2016-2019 թվականներից մինչև 2021-2024 թվականներն ընդգրկող յուրաքանչյուր երեք տարիների վրա (օր.՝ 2019թ-ից ցուցանիշի և 2016թ-ի ցուցանիշի տարբերությունը), ընտրելով դրանցից ամենաբարձրը: Առաջնային հաշվեկշռի երեք տարվա միջին ցուցանիշը հաշվարկվում է 2017-2019 թվականներից մինչև 2022-2024 թվականներն ընդգրկող յուրաքանչյուր երեք տարիների վրա (օր.՝ 2017, 2018 և 2019 թվականների ցուցանիշների միջինը), ընտրելով դրանցից ամենաբարձրը:

Առաջնային հաշվեկշռի 3 տարիների ամենամեծ ճշգրտումը կազմում է 2.6%-ային կետ, որը միջազգային համեմատության մեջ համապատասխանում է բաշխման 77%-ին, այսինքն երկրների միայն 23%-ն է իրականացրել նույն չափի կամ ավելի մեծ առաջնային հաշվեկշռի ճշգրտումներ: Չնայած ցուցանիշը մոտ է վերին քվանտիլին համապատասխանող 3%-ային կետ ցուցանիշին, այն գտնվում է իրատեսականության տիրույթում:

Առաջնային հաշվեկշռի 3 տարիների միջին ամենամեծ ցուցանիշը կազմել է 0.4%, որը միջազգային համեմատության մեջ համապատասխանում է բաշխման 33%-ին: Սա նշանակում է, որ երկրների 67%-ը ապահովել է այդ մակարդակի կամ ավելի մեծ առաջնային հաշվեկշիռներ, և վերջինս ամբողջությամբ իրատեսականության տիրույթում է:

Վերելք-անկում վերլուծությունն իրականացվում է, երբ տնտեսությունը կամ ֆինանսական հատվածը գտնվում են գերտաքացման վիճակում: Ըստ մոդելի մեթոդաբանության, գերտաքացում հայտնաբերվում է այն դեպքում, երբ վերջին երեք տարում արձանագրվել է դրական ՀՆԱ ճեղք, կամ վարկեր/ՀՆԱ ցուցանիշի 3 տարվա փոփոխությունը մեծ է 15%-ային կետից: Այս չափանիշները չեն բավարարվում Հայաստանի համար, ուստի այս վերլուծությունը չի կիրառվում:

Աղբյուրը՝ *International Monetary Fund, Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries, 2013 և MAC DSA Template:*

*Մոդելում ԱՄՀ կողմից ներդրված են «World Economic Outlook» զեկույցի պարամետրական կանխատեսումների սխալները, որոնք մեր կողմից փոխարինվել են ՀՀ պետական բյուջեի ուղերձի



կանխատեսումների պարամետրերի սխալներով՝ համադրելի դարձնելու բազային սցենարի կանխատեսումների հետ:

4.3. Ռիսկերի և խոցելիության գնահատումը

Կառավարության պարտքը և բյուջեի համախառն ֆինանսավորման պահանջը կիրառված մակրո-ֆիսկալ սթրես թեստերից ամենաշատը զգայուն են տնտեսական աճի շուկի նկատմամբ, իսկ պարտքի համար ազդեցության չափով տնտեսական աճին հաջորդում է փոխարժեքի շուկը (տե՛ս Գծապատկեր 7): Զգայունության վերլուծությունների ժամանակ մոդելում կիրառվում են պարտքի դինամիկան պայմանավորող 4 գործոնների՝ բյուջեի առաջնային հաշվեկշռի, ՀՆԱ իրական աճի, տոկոսադրույքի և փոխարժեքի գծով շուկեր, ինչպես նաև դրանց համատեղ շուկը: Շուկերի չափերը մոդելում մշակված են դրանց առավելագույն համադրելիությունը ապահովելու սկզբունքով՝ համապատասխանեցնելով դրանց ամենահավանական չափին: Մինևույն ժամանակ, շուկերի համար սահմանվում է փոխանցման մեխանիզմ, որով մի շուկը գեներացնում է այլ հավանական շուկ (տե՛ս Աղյուսակ 4):

Աղյուսակ 4. Մակրո-ֆիսկալ սթրես թեստերի պարամետրերը

	Շուկերի չափ և ժամկետ	Շուկերի փոխանցման մեխանիզմ
1. Առաջնային հաշվեկշիռ	Նվազագույն շուկ՝ ներքոնշյալ 2 տարբերակներից մեծը. 1) պլանավորվող կուտակային ճշգրտման 50%-ի չափով, 2) բազային սցենարից հանած պատմական 10 տարիների ստանդարտ շեղման կետը:	1% առաջնային հաշվեկշռի վատթարացումը լրացուցիչ պարտքի ներգրավման ճանապարհով հանգեցնում է տոկոսադրույքի 25 բազիսային կետ աճի:
2. Իրական ՀՆԱ աճ	Կանխատեսվող երկրորդ տարվանից սկսած երկու հաջորդական տարիների համար իրական ՀՆԱ աճը նվազեցվում է պատմական ստանդարտ շեղման չափով:	1. Առաջնային հաշվեկշիռը վատթարանում է (եկամուտներ/ՀՆԱ-ն մնում է նույն մակարդակում, սակայն ոչ տոկոսային ծախսեր/ՀՆԱ-ն աճում է, քանի որ ծախսերը մնում են բազային սցենարի մակարդակում): 2. Առաջնային հաշվեկշռի վատթարացումը հանգեցնում է տոկոսադրույքի աճի (տես վերևում): 3. Աճի նվազումը հանգեցնում է ցածր գնաճի (0.25 տոկոսային կետ 1 տոկոսային կետ նվազման դեպքում)
3. Տոկոսադրույք	Ընտրվում է ներքոնշյալ 2 տարբերակներից մեծը. կանխատեսվող երկրորդ տարվանից	Շուկերի չափերը կարող են ճշգրտվել, եթե համախառն ֆինանսավորման պահանջը մեծ է:



ՀՀ կառավարության պարտքի կայունության վերլուծություն

	սկսած անվանական տոկոսադրույքը 1) <u>ավելացվում է իրական տոկոսադրույքի պատմական 10 տարիների առավելագույն ցուցանիշի և կանխատեսվող հորիզոնի իրական տոկոսադրույքների միջին ցուցանիշի տարբերության չափով</u> , 2) 200 բազիսային կետով:	
4. Փոխարժեք	Ընտրվում է ներքոնշյալ 2 տարբերակներից մեծը. 1) իրական փոխարժեքի գերարժևորման գնահատական, 2) <u>իրական փոխարժեքի պատմական 10 տարիների առավելագույն փոփոխություն:</u>	Փոխարժեքի արժեզրկումը հանգեցնում է գնաճի արգասման 0.25 էլաստիկության գործակցով:
5. Կոմբինացված շոկ	<u>Ներառում է նախորդ բոլոր առանձին շոկերի միաժամանակյա ազդեցությունը:</u>	-

Աղբյուրը՝ *International Monetary Fund, Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries, 2013:*

Ծանոթագրություն՝ Հայաստանի համար ավտոմատ ընտրված շոկը ընդգծված է:

Տնտեսական աճի շոկից կառավարության պարտք/ՀՆԱ հարաբերակցությունը հասնում է մինչև 63.2%-ի կանխատեսվող վերջին տարում բազային սցենարի 49%-ի դիմաց, համախառն ֆինանսավորման պահանջ/ՀՆԱ հարաբերակցությունը 6%-ի՝ 4.5%-ի դիմաց, իսկ պարտք/բյուջեի եկամուտներ ցուցանիշը 249.3%՝ 201.6% ցուցանիշի փոխարեն:

Փոխարժեքի շոկի դեպքում կառավարության պարտք/ՀՆԱ հարաբերակցությունը հասնում է 55.8%-ի, համախառն ֆինանսավորման պահանջ/ՀՆԱ-ն 5%-ի, իսկ պարտք/բյուջեի եկամուտներ ցուցանիշը՝ 220%-ի:

Առաջնային հաշվեկշռի և տոկոսադրույքի շոկերից պարտք/ՀՆԱ հարաբերակցությունը բազային սցենարից կանխատեսման վերջին տարում շեղվում է 1.5-2%-ային կետով: Համախառն ֆինանսավորման պահանջ/ՀՆԱ հարաբերակցությունը տոկոսադրույքի շոկից կանխատեսման վերջին տարում բազային սցենարի ցուցանիշից բարձր է 0.6%-ային կետով, իսկ առաջնային հաշվեկշռի շոկի դեպքում՝ 0.2%-ային կետով:

Կոմբինացված շոկի դեպքում կառավարության պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշը հասնում է 78.2%-ի, պարտք/բյուջեի եկամուտներ ցուցանիշը 308.7%-ի, իսկ համախառն ֆինանսավորման պահանջ/ՀՆԱ ցուցանիշը՝ 8%-ի:



ՀՀ կառավարության պարտքի կայունության վերլուծություն

Պարտքի բեռի ցուցանիշների սթրես թեստերի իրականացման արդյունքում գրանցված շեղումները գտնվում են հարկաբյուջետային կանոնների վրա հիմնված քաղաքականության կառավարելիության տիրույթում: Փոխարժեքի, առաջնային հաշվեկշռի և տոկոսադրույքի շուկերի դեպքում կանխատեսման հորիզոնում կառավարության պարտքը գերազանցում է ՀՆԱ 50%-ը, որից նվազեցումը կառավարությունը իրականացնում է ընթացիկ ծախսերի աճի տեմպի սահմանափակմամբ, ինչպես նաև հաշվետվողականության համակարգի ներքո (տե՛ս Աղյուսակ 1-ը): Տնտեսական աճի շուկի պայմաններում (երբ 2020 և 2021 թվականներին արձանագրվում է տնտեսական անկում) կառավարության պարտքը կանխատեսման հորիզոնում գերազանցում է ՀՆԱ 60%-ը, և պարտքի նվազեցումն իրականացվում է այդ շեմին համապատասխան հարկաբյուջետային կանոններով: Մասնավորապես, խստացվում է ընթացիկ ծախսերի աճի տեմպի սահմանափակումը, ավելանում է ընթացիկ ծախսերի ծավալի սահմանափակման չափանիշը և բարձրացվում է հաշվետվողականության աստիճանը: Արդյունքում ակնկալվում է պարտքի կայունացում՝ նվազեցնելով այն հաջորդական շեմերից:

Բազային սցենարը ենթակա է էական անորոշության՝ ըստ կանխատեսումների հավանականային բաշխման ուսումնասիրության (տե՛ս Գծապատկեր 8): Կանխատեսումների հավանականային բաշխման ուսումնասիրությունն իրականացվում է գրաֆիկի օգնությամբ (fan chart): Այն ցույց է տալիս կանխատեսվող ժամանակահատվածում պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշի որոշակի միջակայքերում գտնվելու հավանականությունները՝ հիմնվելով պարտք ձևավորող գործոնների (տնտեսական աճ, առաջնային հաշվեկշիռ, փոխարժեք, տոկոսադրույք) պատմական տատանողականությունների և փոխադարձ կապերի վրա: Ըստ կանխատեսումների հավանականային բաշխման չսահմանափակված (համաչափ) գրաֆիկի, 10%-ից 90% հավանականային միջակայքում կառավարության պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշը պարտքի նվազեցման ծրագրի կանխատեսումների վերջին տարում՝ 2023թ-ին կգտնվի 33%-ից 71%-ի միջակայքում, իսկ 2024թ-ին՝ 31%-ից 72% (միջակայքը աստիճանաբար լայնանում է): Պարտք ձևավորող գործոնների պատմական բարձր տատանողականությունից բխող անորոշությունը նվազեցնելու համար պարտքի նվազեցման ծրագիրը նախանշում է դրա իրականացման բյուջեի եկամուտների և ծախսերի միջոցառումներ:

Պարտքի խոցելիության աղբյուրներից բարձր ռիսկայնություն են մատնանշում կառավարության պարտքում արտարժույթային և ոչ ռեզիդենտների նկատմամբ պարտքի



«Կառավարության պարտքի կայունության վերլուծություն»

մասնաբաժինները, ինչպես նաև տնտեսության արտաքին ֆինանսավորման պահանջի ցուցանիշը (տե՛ս Գծապատկեր 8): Պարտքի խոցելիության աղբյուրների ռիսկայնության (վաղ ազդանշան) շեմերը սահմանվել են միջազգային ուսումնասիրությունների հիման վրա՝ փորձելով գտնել առանցքային ցուցանիշների այն մակարդակները, որոնցից հետո երկրները պարտքային հիմնախնդիրների են բախվել: Դրանք կենտրոնանում են պարտքի կառուցվածքի (ըստ արժույթի, փոխատուների բազայի և ժամկետայնության), ինչպես նաև շուկայի ընկալումների և միջազգային պահուստների վրա ճնշումներն արտացոլող ցուցանիշների վրա: Այդ ցուցանիշների համար առանձնացվել են ցածր, միջին և բարձր ռիսկայնության շեմեր:

Ցուցանիշներից առաջինը համաշխարհային ֆինանսական շուկայի ընկալումներն արտահայտող պետական արտարժույթային պարտատոմսերի սփրեդն է: Այս ցուցանիշն արտացոլում է երկրի ռիսկի հավելավճարը, և խիստ զգայուն է պարտքի ռիսկերի նկատմամբ: Հայաստանի համար ցուցանիշը հաշվարկվել է 2015թ-ին թողարկված եվրոբոնդերի և ԱՄՆ նույն ժամկետայնության պարտատոմսերի եկամտաբերությունների տարբերությամբ, և գտնվում է **միջին ռիսկայնության տիրույթում** (200-ից 600 բազիսային կետի միջակայք):

Երկրորդ ցուցանիշը տնտեսության արտաքին ֆինանսավորման պահանջն¹¹ է, որը արտացոլում է երկրի միջազգային պահուստների հետ կապված հնարավոր ռիսկերը: Հայաստանի արտաքին ֆինանսավորման պահանջը գտնվում է **բարձր ռիսկայնության տիրույթում**, քանի որ գերազանցում է ՀՆԱ 15%-ը¹²:

Երրորդ ցուցանիշը կառավարության պարտքում կարճաժամկետ պարտքի կշռի աճն է, որը ցույց է տալիս պարտքի վերաֆինանսավորման հնարավոր ռիսկերը, և ընդունված է համարել պարտքային հիմնախնդիրների ազդանշաններից մեկը: Հայաստանի ցուցանիշը գտնվում է **ցածր ռիսկայնության տիրույթում**, քանի որ ցածր է 0.5%-ից:

¹¹Տնտեսության արտաքին ֆինանսավորման պահանջը համախառն արտաքին կարճաժամկետ պարտքի, միջին և երկար ժամկետայնության պարտքի մարումների և վճարային հաշվեկշռի ընթացիկ հաշվի պակասուրդի հանրագումարն է:

¹²Հայաստանի արտաքին ֆինանսավորման պահանջը հաշվարկվել է «Կենտրոնական բանկի (<https://www.cba.am/am/SitePages/statexternalsector.aspx>) ու Համաշխարհային բանկի (<https://data.worldbank.org/indicator/DT.AMT.DLXF.CD?locations=AM>) հրապարակած վիճակագրության վրա:



«Կառավարության պարտքի կայունության վերլուծություն»

Չորրորդ ցուցանիշը կառավարության պարտքում ոչ ռեզիդենտների նկատմամբ պարտքի կշիռն է, որը ևս վերաֆինանսավորման ռիսկի կարևոր ցուցանիշ է: Հայաստանի դեպքում այն գտնվում է **բարձր ռիսկայնության տիրույթում**, քանի որ գերազանցում է 45%-ը:

Վերջին ցուցանիշը կառավարության պարտքում արտարժույթային պարտքի կշիռն է, որը պայմանավորում է փոխարժեքի փոփոխությունների նկատմամբ պարտքի զգայունության աստիճանը: Հայաստանի ցուցանիշը գտնվում է **բարձր ռիսկայնության տիրույթում**, քանի որ գերազանցում է 60%-ը:

«Կառավարության պարտքը և համախառն ֆինանսավորման պահանջը ցածր ռիսկայնություն ունեն՝ համաձայն մոդելի ռիսկերի ամփոփման մեթոդաբանության (տե՛ս Գծապատկեր 8): Մոդելի ռիսկերի ամփոփումն իրականացվում է ռիսկերի «քարտեզի» (Heat map) օգնությամբ: Վերջինս կառուցվում է նախապես ընտրված շեմի և բազային ու սթրես թեստերում դրա նկատմամբ պարտք/համախառն ֆինանսավորման պահանջ ցուցանիշների արձանագրված մեծության վրա: Երբ բազային սցենարում, հետևաբար նաև սթրես թեստում պարտքը կամ համախառն ֆինանսավորման պահանջը գերազանցում են շեմը, արձանագրվում է բարձր ռիսկայնություն (կարմիր գույն ռիսկերի քարտեզի վրա): Երբ բազային սցենարում չեն գերազանցում, սակայն սթրես թեստում գերազանցում են, արձանագրվում է միջին ռիսկայնություն (դեղին գույն ռիսկերի քարտեզի վրա): Երբ պարտքը/համախառն ֆինանսավորման պահանջը ո՛չ սթրես թեստում, ոչ բազային սցենարում չեն գերազանցում սահմանված շեմը, արձանագրվում է ցածր ռիսկայնություն (տե՛ս Աղյուսակ 5):

Աղյուսակ 5. Ռիսկերի քարտեզի կազմման մեթոդաբանությունը

Ռիսկ (վանդակի գույն)	Բազային սցենարը բարձր է շեմից	Սթրես թեստը բարձր է շեմից
Բարձր (կարմիր)	Այո	Այո
Միջին (դեղին)	Ոչ	Այո
Ցածր (կանաչ)	Ոչ	Ոչ

Աղբյուրը՝ International Monetary Fund, Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries, 2013:

MAC DSA մոդելում զարգացող երկրների համար պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշի համար կիրառվում է 70%-ի, իսկ համախառն ֆինանսավորման պահանջ/ՀՆԱ ցուցանիշի համար՝ 15%-ի շեմը: Քանի որ դրանք Հայաստանի դեպքում չեն գերազանցվում ոչ բազային սցենարում, ոչ էլ որևէ սթրես



«Կառավարության պարտքի կայունության վերլուծություն»

թեստի ժամանակ կանխատեսվող հորիզոնի որևէ տարում, «Կառավարության պարտքի և համախառն ֆինանսավորման պահանջի ռիսկայնությունը գնահատվում է ցածր, և ռիսկերի քարտեզում դրանք ներկվում են կանաչ գույնով¹³»:

Պարտքի խոցելիության աղբյուրների ռիսկայնության գնահատումը ևս ամփոփվում է ռիսկերի քարտեզում՝ ցածր ռիսկերի դեպքում կիրառելով կանաչ, միջին ռիսկերի դեպքում դեղին, իսկ բարձր ռիսկայնության դեպքում՝ կարմիր գույները: Հայաստանի դեպքում կարճաժամկետ պարտքի կշռի աճի ցուցանիշի դեպքում կիրառվել է կանաչ, շուկայի ընկալումների ցուցանիշի դեպքում՝ դեղին, իսկ կառավարության պարտքում արտարժույթային պարտքի և ոչ ռեզիդենտների նկատմամբ պարտքի կշիռների, ինչպես նաև տնտեսության արտաքին ֆինանսավորման պահանջի ցուցանիշների դեպքում՝ կարմիր գույները:

¹³ Ռիսկերի քարտեզում տեսանելի է, որ այսպես կոչված «պայմանական պարտավորությունների» (contingent liability) շուկր չի ուսումնասիրվել (այն ներկված է սպիտակ գույնով), քանի որ չի եղել դրա անհրաժեշտությունը: Պայմանական պարտավորությունների շուկր իրականացվում է այն դեպքում, երբ ֆինանսական համակարգի ցուցանիշների աճը գերազանցում է սահմանված շեմը՝ տալով ֆինանսական բումի ազդանշան: Հայաստանի դեպքում այդ շեմը չի գերազանցվել, ուստի այդ շուկր չի ուսումնասիրվում, իսկ դրա արդյունքները չեն ներառվում ռիսկերի ամփոփման մեջ:



ՀՀ կառավարության պարտքի կայունության վերլուծություն

Գծապատկեր 4. Բազային սզենարի նկարագրությունը

ՀՀ կառավարության պարտքի կայունության վերլուծություն - բազային սզենար

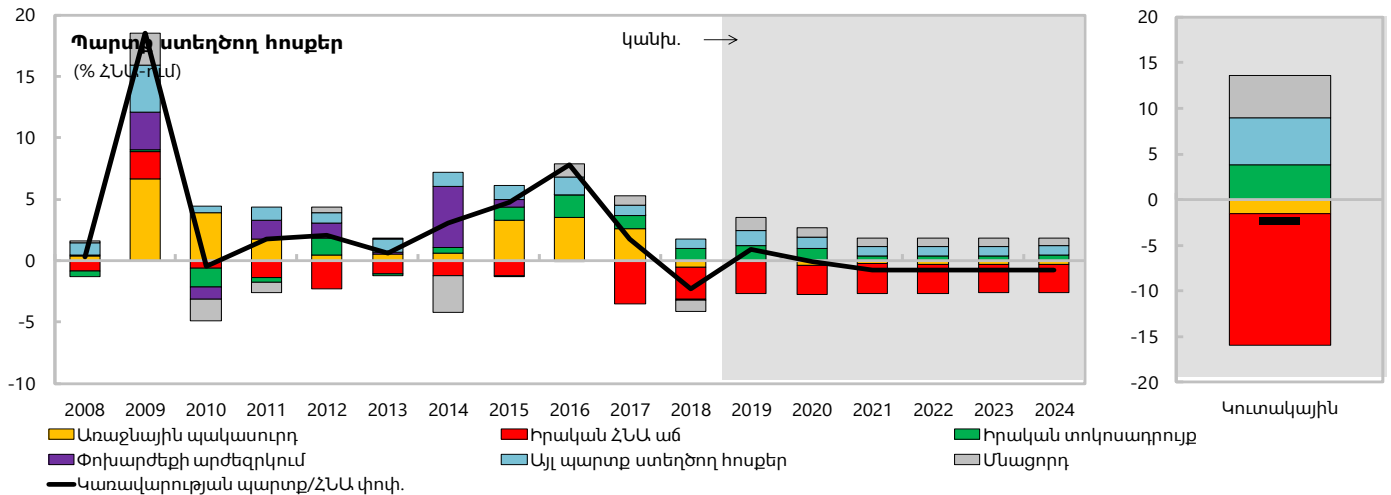
(% ՀՆԱ-ում, եթե այլ բան նշված չէ)

Պարտքը և մակրոտնտեսական ցուցանիշները¹

	Փաստ			Կանխատեսում						Օգոստոսի վերջի դրությամբ		
	2008-2016 ^{2/}	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	EMBI սփրեդ	Պարտատոմսերի սփրեդ/3	209
Կառավարության պարտք	35.5	53.7	51.3	52.2	52.1	51.3	50.5	49.7	49.0			
Համախառն ֆինանսավորման պահանջ	6.5	8.1	4.9	4.5	8.3	4.9	4.6	4.7	4.5	5տ. CDS (բ.կ) n.a.		
Իրական ՀՆԱ աճ, %	1.9	7.5	5.2	5.4	4.9	5.0	5.1	5.1	5.1	Վարկանիշ Արտարժույթ. Դրամային		
ՀՆԱ դեֆլյատոր, %	3.0	2.2	2.5	2.0	3.0	4.0	4.0	4.0	4.0	Moody's Baa3 n.a.		
Անվանական ՀՆԱ աճ, %	4.9	9.9	7.8	7.5	8.1	9.2	9.3	9.3	9.3	S&P's n.a. n.a.		
Փաստացի տոկոսադրույք, % ⁴	3.3	4.6	4.7	4.7	5.1	5.0	5.0	5.1	5.2	Fitch B+ n.a.		

Կառավարության պարտքի բեռի փոփոխության գործոնային վերլուծություն

	Փաստ			Կանխատեսում						Պարտքը կայունացնող առաջնային հաշվեկշիռ ^{9/}	
	2008-2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024		
Կառավարության պարտք/ՀՆԱ փոփ.	4.3	1.7	-2.3	0.9	-0.1	-0.8	-0.8	-0.8	-0.7	-2.4	-1.1
Հայտնաբերված պարտք ստեղծող հոսքեր	4.4	0.9	-1.4	-0.2	-0.8	-1.5	-1.5	-1.5	-1.4	-7.0	
Առաջնային պակասուրդ	2.3	2.6	-0.6	-0.1	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-1.6	
Առաջնային եկամուտներ	22.2	22.2	22.3	24.1	24.5	24.4	24.7	25.0	25.3	148.1	
Առաջնային ծախսեր	24.6	24.8	21.8	24.0	24.2	24.1	24.4	24.7	25.1	146.5	
Ավտոնոմ պարտքի վարքագիծ ^{5/}	0.7	-2.5	-1.7	-1.3	-1.4	-2.0	-2.0	-1.9	-1.8	-10.5	
Տոկոսադրույք-ան դիֆերենցիալ ^{6/}	-0.5	-2.5	-1.6	-1.3	-1.4	-2.0	-2.0	-1.9	-1.8	-10.5	
Որից՝ իրական տոկոսադրույք	0.2	1.1	1.0	1.2	1.0	0.4	0.4	0.4	0.5	3.8	
Որից՝ իրական ՀՆԱ աճ	-0.7	-3.6	-2.6	-2.6	-2.4	-2.4	-2.4	-2.3	-2.3	-14.3	
Փոխարժեքի արժեզրկում ^{7/}	1.2	0.0	0.0	
Այլ պարտք ստեղծող հոսքեր	1.3	0.8	0.8	1.2	0.9	0.7	0.8	0.7	0.7	5.2	
Մասնավորեցում	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Պայմանական պարտավորություններ	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Այլ հոսքեր	1.3	0.8	0.8	1.2	0.9	0.7	0.8	0.7	0.7	5.2	
Մնացորդ ^{8/}	-0.1	0.8	-0.9	1.1	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6	4.6	



1/ Կենտրոնական կառավարության պարտքը

2/ Փաստացի տվյալների հիման վրա

3/ ԱՄՆ պարտատոմսերի հետ սփրեդը

4/ Տոկոսավճարներ/պարտքի պաշարը նախորդ տարվա վերջին դրությամբ

5/ Ստացվում է $r - \pi(1+g) - g + ae(1+r)/(1+g+\pi+g\pi)$ բազմապատկած նախորդ ժամանակահատվածի պարտք/ՀՆԱ որտեղ r = փաստացի տոկոսադրույք; π = ՀՆԱ դեֆլյատորի աճ; g = իրական ՀՆԱ աճ; a = արտարժույթային պարտքի կշիռն է. e = անվանական փոխարժեքի արժեզրկում.

6/ Իրական տոկոսադրույքի նպաստումը ստացվում է ծանոթագրություն 5-ի համարիչից որպես $r - \pi(1+g)$ և իրական ՀՆԱ նպաստումից որպես $-g$.

7/ Փոխարժեքի նպաստումը ստացվում է ծանոթագրություն 5-ի համարիչից որպես $ae(1+r)$.

8/ Շնչվում է փոխարժեքի կրոսս կուրսերի փոփոխությունը, իսկ կանխատեսվող ժամանակահատվածի համար՝ դոլար/դրամ փոխարժեքի փոփոխությունը

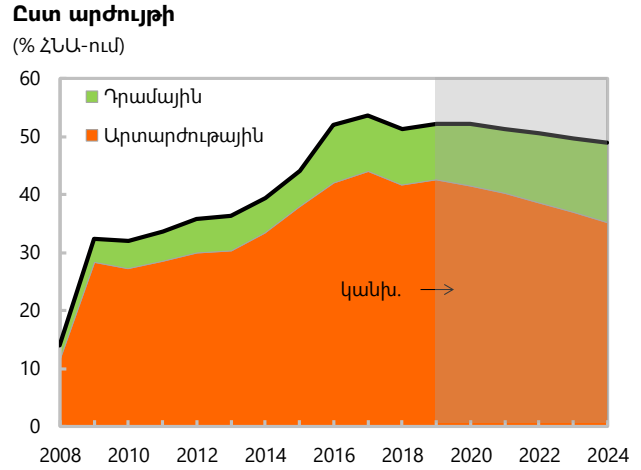
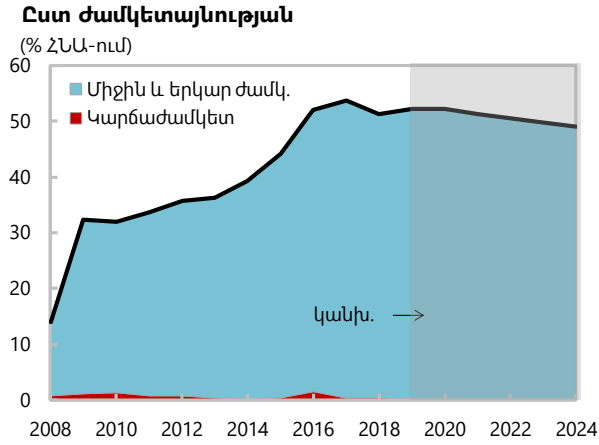
9/ Ենթադրվում է որ հիմնական փոփոխականները (իրական ՀՆԱ աճ, իրական տոկոսադրույք, այլ հոսքեր) մնում են նախորդ կանխատեսված տարվա մակարդակում



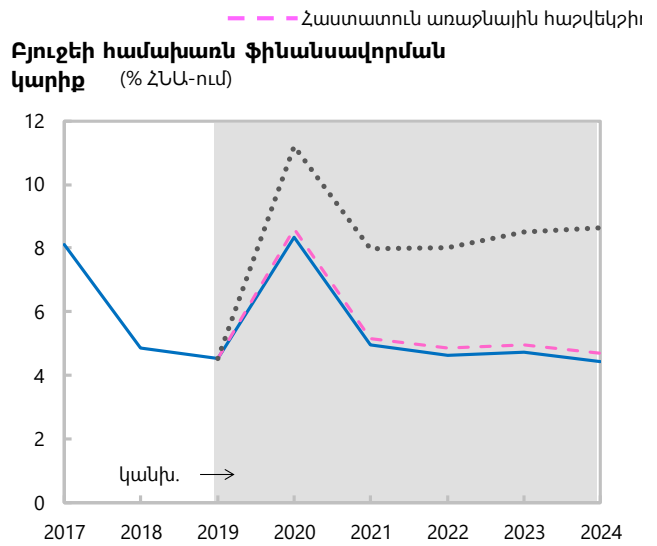
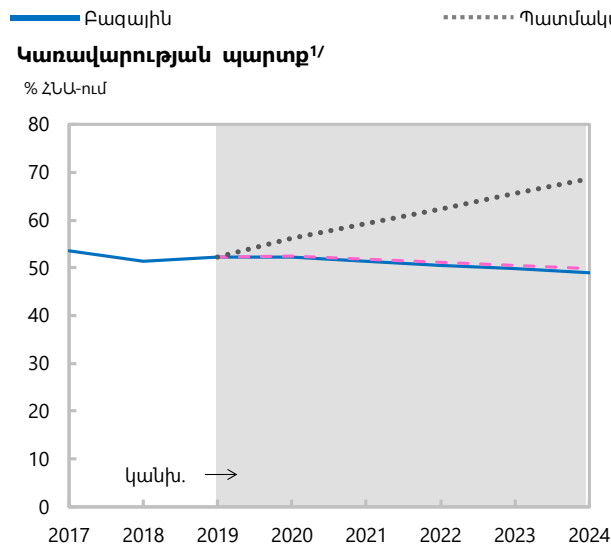
Գծապատկեր 5. Պարտքի կառուցվածքը և հիմնական այլընտրանքային սցենարները

Պարտքի կառուցվածքը և այլընտրանքային սցենարները

Կառավարության պարտքի կառուցվածքը



Այլընտրանքային սցենարներ



Ենթադրություններ

(% նախորդ տարվա նկատմամբ)

Բազային սցենար	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Իրական ՀՆԱ աճ	5.4	4.9	5.0	5.1	5.1	5.1
ՀՆԱ դեֆլյատորի	2.0	3.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Առաջնային հաշվեկշիռ	0.1	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Փաստացի տոկոսադրույք	4.7	5.1	5.0	5.0	5.1	5.2
Հաստատուն առաջնային հաշվեկշիռի սցենար						
Իրական ՀՆԱ աճ	5.4	4.9	5.0	5.1	5.1	5.1
ՀՆԱ դեֆլյատոր	2.0	3.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Առաջնային հաշվեկշիռ	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Փաստացի տոկոսադրույք	4.7	5.1	5.0	5.0	5.1	5.2

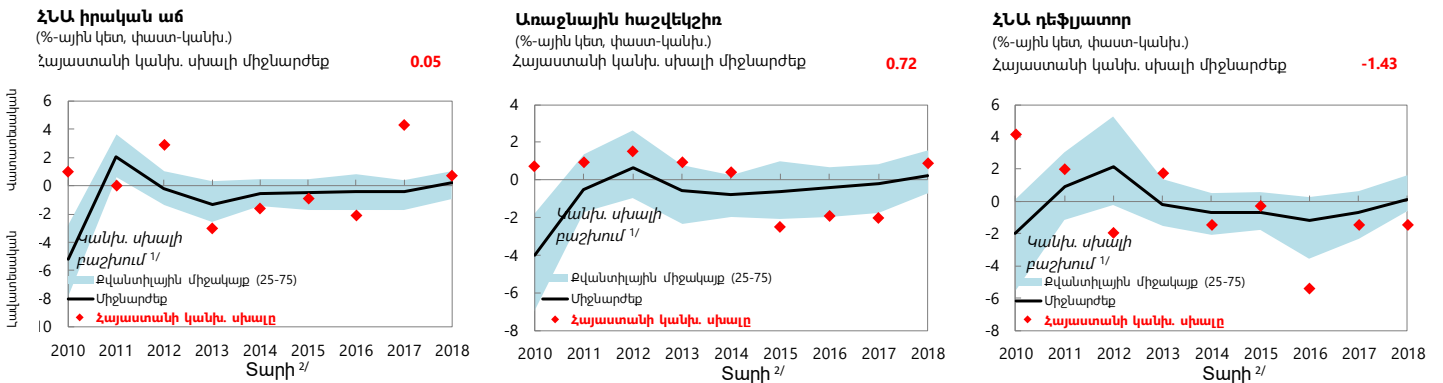
Պատմական սցենար	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Իրական ՀՆԱ աճ	5.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
ՀՆԱ դեֆլյատոր	2.0	3.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Առաջնային հաշվեկշիռ	0.1	-2.3	-2.3	-2.3	-2.3	-2.3
Փաստացի տոկոսադրույք	4.7	5.1	5.0	4.9	5.0	5.1



Գծապատկեր 6. Բազային սցենարի իրատեսականությունը

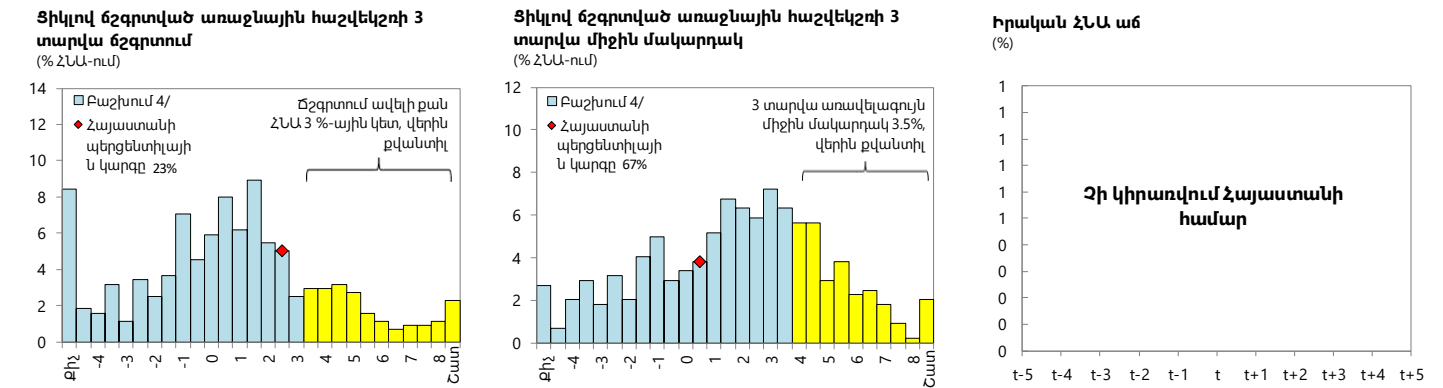
Իրատեսականության գնահատում

Կանխատեսումների պատմություն, այլ երկրների համեմատ



Ֆիսկալ ճշգրտման իրատեսականությունը

Վերելք-անկում վերլուծություն^{3/}



1/ Ընդգրկում է բոլոր երկրները
2/ Տվյալ տարվա ՀՀ պետական բյուջեի ուղերձի կանխատեսումներ
3/2ի կիրառվում Հայաստանի համար, քանի որ չեն բավարարվում ոչ դրական ՀՆԱ ճեղքի, ոչ էլ վարկային բումի պայմանները
4/ Ընդգրկում է 1990-2011թթ. շարժացող և զարգացած երկրների տվյալները, որոնց պարտքը գերազանցել է ՀՆԱ 60%-ը



Գծապատկեր 7. Մակրո ֆիսկալ շուկեր

Պարտքի զգայունության վերլուծություն

Մակրո-ֆիսկալ սթրես թեստեր

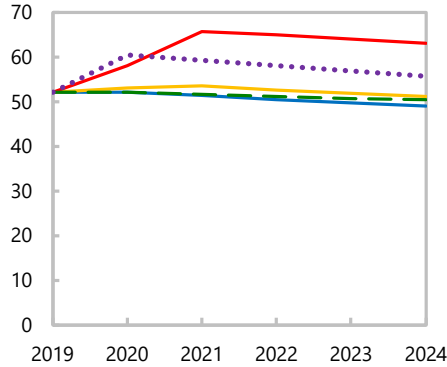
— Բազային սցենար
— Իրական ՀՆԱ աճի շուկ

— Առաջնային հաշվեկշիռի շուկ
— Իրական փոխարժեքի շուկ

— Իրական տոկոսադրույքի շուկ

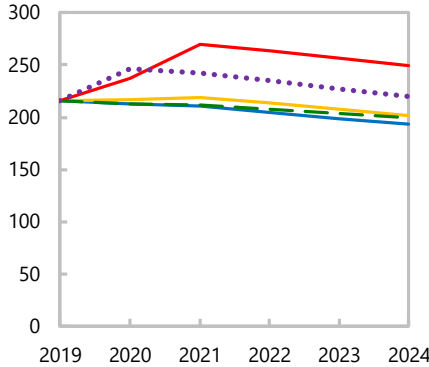
Կառավարության պարտք

(% ՀՆԱ-ում)



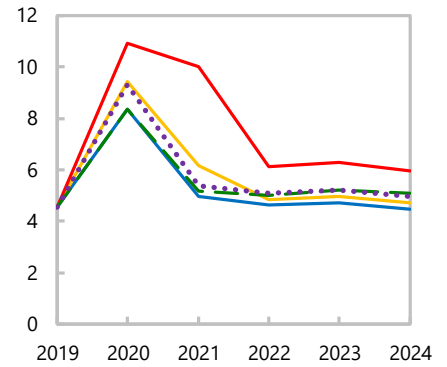
Կառավարության պարտք

(% բյուջեի եկամուտներում)



Համախառն ֆինանսավորման պահանջ

(% ՀՆԱ-ում)



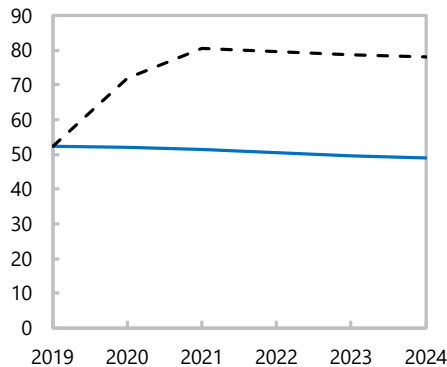
Լրացուցիչ սթրես թեստեր

— Բազային սցենար

--- Համակցված մակրո-ֆիսկալ սթրես թեստ

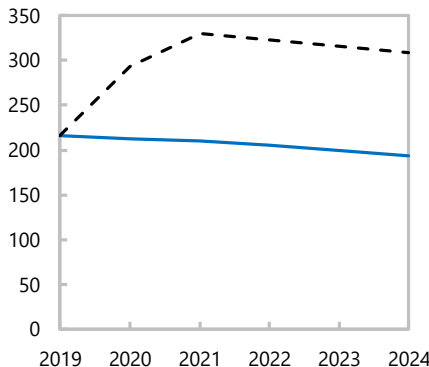
Կառավարության պարտք

(% ՀՆԱ-ում)



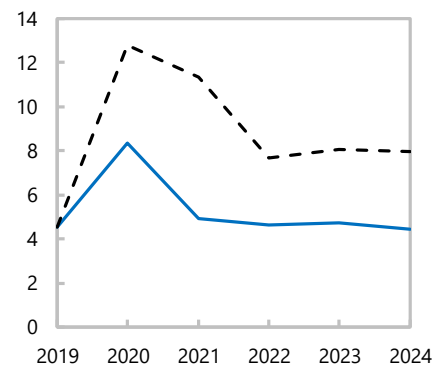
Կառավարության պարտք

(% բյուջեի եկամուտներում)



Համախառն ֆինանսավորման պահանջ

(% ՀՆԱ-ում)



Ենթադրություններ

(% նախորդ տարվա նկատմամբ)

Առաջնային հաշվեկշիռի շուկ	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Իրական ՀՆԱ աճ	5.4	4.9	5.0	5.1	5.1	5.1
ՀՆԱ դեֆլյատոր	2.0	3.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Առաջնային հաշվեկշիռ	0.1	-0.7	-0.8	0.3	0.3	0.3
Փաստացի տոկոսադրույք	4.7	5.1	5.1	5.1	5.2	5.3

Իրական տոկոսադրույքի շուկ	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Իրական ՀՆԱ աճ	5.4	4.9	5.0	5.1	5.1	5.1
ՀՆԱ դեֆլյատոր	2.0	3.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Առաջնային հաշվեկշիռ	0.1	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Փաստացի տոկոսադրույք	4.7	5.1	5.5	5.8	6.1	6.4

Համակցված շուկ	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Իրական ՀՆԱ աճ	5.4	-1.3	-1.2	5.1	5.1	5.1
ՀՆԱ դեֆլյատոր	2.0	1.5	2.5	4.0	4.0	4.0
Առաջնային հաշվեկշիռ	0.1	-1.5	-3.7	0.3	0.3	0.3
Փաստացի տոկոսադրույք	4.7	6.0	5.2	5.6	5.9	6.2

Իրական ՀՆԱ շուկ	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Իրական ՀՆԱ աճ	5.4	-1.3	-1.2	5.1	5.1	5.1
ՀՆԱ դեֆլյատոր	2.0	1.5	2.5	4.0	4.0	4.0
Առաջնային հաշվեկշիռ	0.1	-1.5	-3.7	0.3	0.3	0.3
Փաստացի տոկոսադրույք	4.7	5.1	5.1	5.3	5.3	5.4

Իրական փոխարժեքի շուկ	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Իրական ՀՆԱ աճ	5.4	4.9	5.0	5.1	5.1	5.1
ՀՆԱ դեֆլյատոր	2.0	10.7	4.0	4.0	4.0	4.0
Առաջնային հաշվեկշիռ	0.1	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Փաստացի տոկոսադրույք	4.7	6.0	4.7	4.7	4.8	4.9



Գծապատկեր 8. Ռիսկերի գնահատում

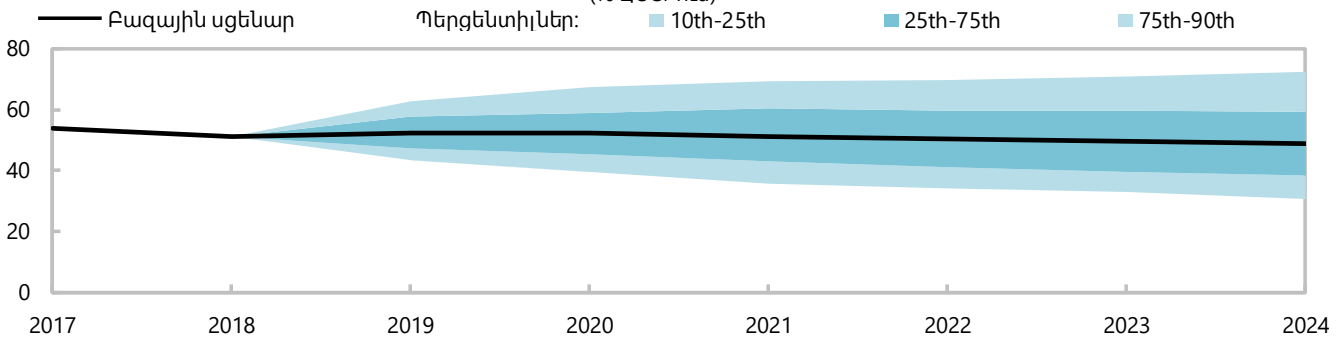
Ռիսկերի գնահատում

Ռիսկերի քարտեզ

Պարտքի մակարդակ ^{1/}	Իրական ՀՆԱ աճի շուկ	Առաջնային հաշվեկշռի շուկ	Իրական տոկոսադրույքի շուկ	Փոխարժեքի շուկ	Պայմ. Պարտավորությունների շուկ
Համախառն ֆին. պահանջ ^{2/}	Իրական ՀՆԱ աճի շուկ	Առաջնային հաշվեկշռի շուկ	Իրական տոկոսադրույքի շուկ	Փոխարժեքի շուկ	Պայմ. Պարտավորությունների շուկ
Պարտքի ֆինանսավորում ^{3/}	Շուկայի գնահատական	Արտաքին ֆին. պահանջ	Կարճաժամկետ պարտքի փոփոխ.	Ոչ ռեզ. պարտք	Արտարժույթային պարտք

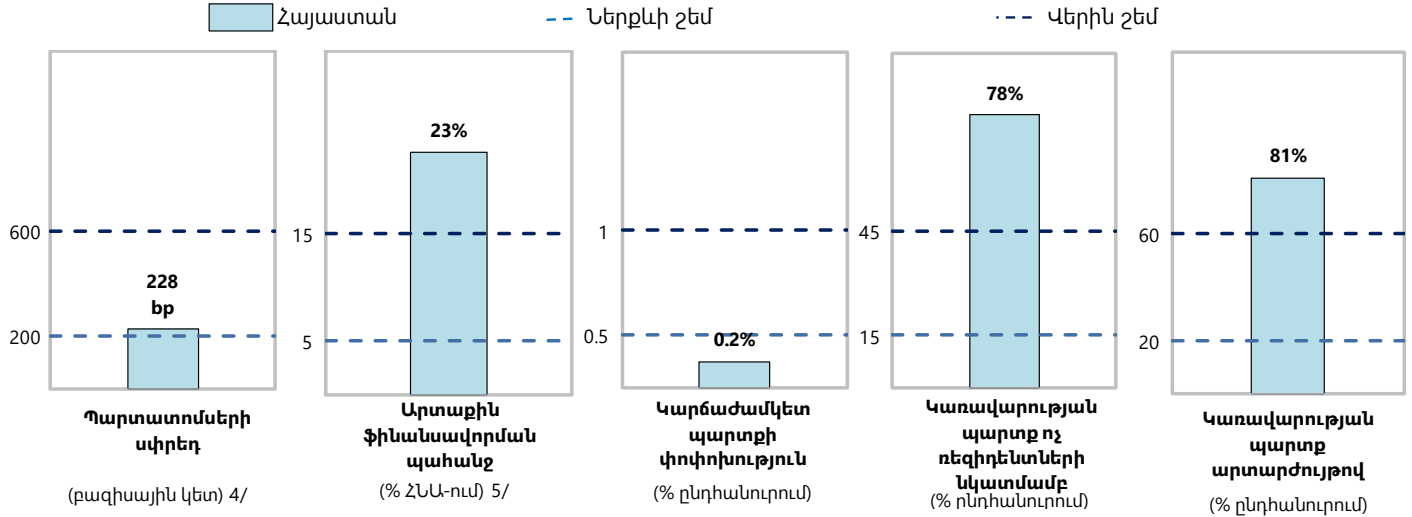
Կառավարության պարտքի կանխատեսումների հավանականային բաշխումը

(% ՀՆԱ-ում)



Պարտքի ֆինանսավորման խոցելիությունները

(Ցուցանիշները և դրանց շեմերը 2018)



1/ Վանդակը ընդգծվում է կանաչ գույնով, երբ 70% շեմը չի գերազանցվում շուկի և բազային սցենարներում, դեղին՝ երբ գերազանցվում շուկի սցենարում սակայն ոչ բազայինում, կարմիր՝ երբ շեմը գերազանցվում է բազային սցենարում, սպիտակ երբ թեստը համապատասխան չէ:

2/ Վանդակը ընդգծվում է կանաչ գույնով, երբ ցուցանիշի 15% շեմը չի գերազանցվում շուկի և բազային սցենարներում, դեղին՝ երբ գերազանցվում է շուկի սցենարում սակայն ոչ բազայինում, կարմիր՝ երբ շեմը գերազանցվում է բազային սցենարում, սպիտակ՝ երբ շուկը անհրաժեշտ չէ:

3/ Վանդակը ընդգծվում է կանաչ գույնով երբ երկրի ցուցանիշը ցածր է ռիսկերի գնահատման ներքևի շեմից, կարմիր՝ երբ երկրի ցուցանիշը գերազանցում է վերին ռիսկերի շեմը, դեղին՝ երբ երկրի ցուցանիշը գտնվում է ներքևի և վերին շեմերի միջև:

200 և 600 բազիսային կետ պարտատոմսերի սփրեդերի համար, 5 և 15 տոկոս արտաքին ֆինանսավորման պահանջի համար, 0.5 և 1 տոկոս կարճաժամկետ պարտքի փոփոխության, 15 և 45 տոկոս ոչ ռեզիդենտների նկատմամբ պարտքի կշռի համար, 20 և 60% արտարժույթային պարտքի կշռի համար:

4/ 2025թ-ին մարվող եվրոոնղերի սփրեդը ԱՄՆ պետական պարտատոմսերի նկատմամբ, վերջին 3 ամսվա կտրվածքով:

5/ Արտաքին ֆինանսավորման պահանջը ընթացիկ հաշվի դեֆիցիտի, կարճաժամկետ պարտքի և միջին+երկար ժամկետայնությամբ պարտքի մարումների հանրագումարն է Նախորդ ժամակահատվածի դրույթյամբ:



Ամփոփում

ՀՀ կառավարության պարտքի բեռը 2000-ական թվականների բարենպաստ մակրոտնտեսական միջավայրի պայմաններում նվազելուց հետո 2009թ-ից շարունակաբար աճել է՝ պայմանավորված տնտեսության ստացած արտաքին շոկերով և դրանց հակազդելու համար իրականացված հակապարբերաշրջանային հարկաբյուջետային քաղաքականությամբ: 2017թ-ին արձանագրվել է կառավարության պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշի պատմական առավելագույն՝ 53.7% ցուցանիշ: 2017թ-ի վերջին կառավարությունը արդիականացրել է հարկաբյուջետային կանոնները և սկսել իրականացրել պարտքի նվազեցման քաղաքականություն՝ արդեն 2018թ-ին արձանագրելով պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշի նվազում 2.4%-ային կետով, և մինչև 2023թ-ը նախանշելով 50%-ից ցածր ցուցանիշ: Այս կանխատեսումներում **կառավարության պարտքը կայուն է**, քանի որ պարտքի բեռը բնութագրող ցուցանիշները կանխատեսվող հորիզոնում նվազող են՝ դեպի ազգային և միջազգային չափանիշներով անվտանգ մակարդակի, հարկաբյուջետային կոնսոլիդացիան չի խանգարում կառավարությանը իրականացնել երկարաժամկետ տնտեսական աճի խթանմանն ուղղված քաղաքականություն, և կառավարությունը շարունակում է մնալ իրացվելի:

Սակայն պարտքի կայունության վերլուծությունը չի սահմանափակվում կառավարության մշակած քաղաքականության քննարկումներով, այլ խնդիր է դնում գնահատելու այդ քաղաքականության սցենարի ռիսկերը և հայտնաբերել խոցելիության աղբյուրները: ՀՀ կառավարության պարտքի կայունությունը առկա մոտեցումներից գնահատվել է դետերմինիստիկ մոտեցմամբ՝ կիրառելով Արժույթի միջազգային հիմնադրամի և Համաշխարհային բանկի կողմից մշակված MAC DSA մոդելը: Մոդելի բազային սցենարը հիմնվում է ՀՀ կառավարության հարկաբյուջետային քաղաքականության ռազմավարական փաստաթղթերի միջնաժամկետ կանխատեսումների վրա, և չնայած նրան, որ շարունակում է պատմական միտումների շրջան 2018թ-ին սկսված միտումը, **գնահատվում է իրարեեսական:**

Պարտքի ռիսկերը գնահատելու համար իրականացվել են մակրոտնտեսական և ֆիսկալ քաղաքականության շոկերի նկատմամբ ստանդարտացված զգայունությունների վերլուծություններ՝ սթրես թեստեր: Ըստ սթրես թեստերի արդյունքների՝ կառավարության պարտքի բեռը և բյուջեի համախառն ֆինանսավորման պահանջն ամենազգայունն են տնտեսական աճի անկման



ՀՀ կառավարության պարտքի կայունության վերլուծություն

նկատմամբ, իսկ պարտքի բեռի համար երկրորդ ամենաուժգին շուկր փոխարժեքի արժեզրկումն է: Տնտեսական աճի շուկից կանխատեսման հորիզոնում կառավարության պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշը գերազանցում է 60%-ը, իսկ փոխարժեքի շուկի դեպքում՝ 50%-ը, միաժամանակ **գտնվելով կառավարելիության տիրույթում**: Սթբես թեստերի արդյունքում **պարտքի և համախառն ֆինանսավորման պահանջի ռիսկերը գնահատվում են ցածր**, քանի որ թե՛ բազային սցենարում, թե՛ սթբես թեստերում կառավարության պարտք/ՀՆԱ և բյուջեի համախառն ֆինանսավորման պահանջ/ՀՆԱ ցուցանիշները ցածր են գտնվում սահմանված շեմերից (70% և 15% համապատասխանաբար):

Չնայած պարտքի համար գնահատված ցածր ռիսկայնությանը, պարտքի խոցելիությունների վերլուծությունը որոշակի ռիսկեր է հայտնաբերել: Տնտեսության (պետական և մասնավոր հատվածների) **արտաքին ֆինանսավորման պահանջից, կառավարության պարտքում ոչ ռեզիդենտների նկատմամբ պարտքի մասնաբաժնից և արտարժույթային պարտքի մասնաբաժնից եկող ռիսկերը գնահատվում են բարձր, իսկ շուկայի գնահատականներից եկող ռիսկերը՝ միջին մակարդակի**:

Որոշակի ռիսկեր է մատնանշում նաև պարտքի կանխատեսումների անորոշության ուսումնասիրությունը, ըստ որի կանխատեսումների վերջին տարում (2024թ.) կառավարության պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշը 10-90% հավանականային միջակայքում կգտնվի 31%-ից 72%-ի միջակայքում:

Վերը նկարագրված ռիսկերի նվազեցման ուղին հարկաբյուջետային կանոններին համապատասխան քաղաքականության իրականացման շարունակումն է, պարտքի պորտֆելում ներքին պարտքի կշռի բարելավման միջոցառումների շարունակական իրականացումը և ֆինանսական շուկաների կայունության պահպանումը, հետագա խորացումն ու զարգացումը:



Գրականություն

1. ՀՀ ՖՆ մակրոտնտեսական քաղաքականության վարչություն, Հայաստանի պետական պարտքի կայունության վերլուծություն, Երևան 2017
2. ՀՀ ՖՆ, ՀՀ կառավարության պարտքի նվազեցման 2019-2023թթ. ծրագիր և 2019-2023թթ. վերանայված ծրագիր
3. ՀՀ կառավարություն, ՀՀ 2019-2021թթ. և 2020-2022թթ. պետական միջնաժամկետ ծախսերի ծրագրեր
4. **Акопян, Э. Н., & Карапетян, Н. Н.** (2018), “Как обеспечить устойчивость государственного долга и реагировать на экономические циклы? Модернизация фискальных правил в Армении”, Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал, N4(44), июль-август, стр. 10-20
5. **Abbas, S. A., Pienkowski, A., & Rogoff, K. (Eds.)**. (2019). Sovereign Debt: A Guide for Economists and Practitioners. Oxford University Press, USA.
6. **Bouabdallah, Othman et al.** (2017): Debt sustainability analysis for euro area sovereigns: A methodological framework, ECB Occasional Paper, No. 185, ISBN 978-92-899-2847-2, European Central Bank (ECB), Frankfurt
7. **Era Dabla-Norris et al** (2017), «Republic of Armenia: Upgrading Fiscal rules», Technical Assistance Report, IMF
8. **International Monetary Fund** (2019). Republic of Armenia: 2019 Article IV Consultation and Request for a Stand-By Arrangement-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for the Republic of Armenia. Country Report No. 19/154, June 5.
9. **International Monetary Fund**, Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries, May 9, 2013.
10. **International Monetary Fund**, Staff Guidance Note on the Application of the Joint Bank-Fund Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries, November 5, 2013