

ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ

2. ՀՀ ԿԱՌԱՎԱՐՈՒԹՅԱՆ ՊԱՐՏՔԻ ԿԱՅՈՒՆՈՒԹՅԱՆ ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆԸ

Միջնաժամկետ հատվածում ՀՀ կառավարության պարտքը գնահատվում է կայուն և կառավարելի, ինչը խարսխված է 2020 թ. երկակի շուկերի պայմաններում պարտքի բեռի բարձր մակարդակի գրանցումից հետո 2021-2022 թթ. մինչև հարկաբյուջետային կանոններով ընդունելի մակարդակի նվազման, պարտքի կառուցվածքի զգալի բարելավման, ինչպես նաև միջնաժամկետ հատվածում պարտքի բեռի չափավոր կայուն մակարդակ ապահովելու հանձնառության վրա: Այնուամենայնիվ, պարտքը շարունակում է զգայուն մնալ տնտեսական աճի և փոխարժեքի ցնցումների նկատմամբ, պարտքի կառուցվածքը դեռ շարունակում է գնահատվել «բարձր խոցելի», իսկ պատմությանը և ապագային նայող գնահատումները ուրվագծում են էական անորոշություններ: Այս առումով, կարևոր է առկա անորոշությունների պայմաններում պարտքի բեռի պահպանումը կառավարելի մակարդակում, հարկաբյուջետային «բարձիկների» ձևավորումը պետական բյուջեում և ՀՀ կառավարության գանձապետական հաշվում, ինչպես նաև, պարտքի կառավարման 2024-2026 թթ. ռազմավարությանը համահունչ, պարտքի կառուցվածքի շարունակական, միաժամանակ՝ լրացուցիչ ռիսկեր չստեղծող բարելավումը:

2021-2022 թթ. ՀՀ կառավարության պարտք/ՀՆԱ հարաբերակցությունը էապես նվազել է 2020 թ. գրանցված 60%-ը գերազանցող մակարդակից՝ առաջանցիկ կերպով ապահովելով հարկաբյուջետային կանոններով պահանջված պարտքի բեռի նվազեցումը և հնարավորություն տալով ստեղծել բարձիկ ապագա հնարավոր շուկերին դիմակայելու համար ու բարձրացնել հարկաբյուջետային քաղաքականության ճկունության աստիճանը: 2020 թվականին տնտեսական շուկի և պատերազմական իրավիճակի գործոններով պայմանավորված, հարկաբյուջետային կանոնի՝ «բացառիկ դեպքի» կարգավորումների շրջանակում գրանցված պարտքի բեռը աճել էր մինչև ՀՆԱ 63.5%-ը, ինչը զուգորդվել է պարտքի սպասարկման բեռի բարձրացմամբ: Սակայն «բացառիկ դեպքի» ճանաչման գործոնների չեզոքացման հետ ՀՀ կառավարությունը պետք է հարկաբյուջետային քաղաքականությունը վերադարձներ բնականոն իրավիճակների համար սահմանված կանոնների համապատասխանության տիրույթ, և, ի թիվս կանոնների համակարգով պահանջվող այլ միջոցառումների, առաջիկա 5 տարվա ընթացքում ապահովեր պարտքի բեռի նվազեցում 60%-ից ներքև, որի հանձնառությունը սահմանվել էր ՀՀ կառավարության պարտքի բեռի նվազեցման 2022-2026 թթ. ծրագրով: Սակայն, պայմանավորված իրականացվող հարկաբյուջետային կոնսոլիդացիայի քաղաքականությամբ, սպասվածից ավելի դրական տնտեսական զարգացումներով և ՀՀ դրամի փոխարժեքի արժևորմամբ, հարկաբյուջետային կոնսոլիդացիայի ընթացքը առաջանցիկ եղավ նախանշված ուղեգծից, և ՀՀ կառավարությունը նախ 2021 թ. գրանցեց 60.3%, ապա 2022թ.-ին՝ 50%-ից ցածր՝ 46.7% ՀՀ կառավարության պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշ: Պարտքի բեռի նվազումը հնարավորություն է տալիս կառավարելիության տիրույթում պահել պարտքի բեռից բխող ռիսկերը և տոկոսավճարների աճը, ինչպես նաև ֆինանսական «բարձիկ» ստեղծել հետագա հնարավոր ցնցումներին դիմակայելու համար:

Միջնաժամկետ հատվածի համար նախանշած՝ պարտքի կայուն ցածր մակարդակի պահպանման հարկաբյուջետային սցենարի վրա հիմնված պարտքի ռիսկերի գնահատումը ցույց է տվել, որ ինչպես ՀՀ կառավարության պարտքի, այնպես էլ պարտքի սպասարկման ռիսկերը գնահատվում են ցածր, թեպետ նաև տեսանելի է, որ նոր հնարավոր շուկերը (հատկապես՝ մի քանի շուկերի համադրությունը) կարող են վտանգել պարտքի կայունությունը: Սթրես թեստերի շրջանակներում ՀՀ կառավարության պարտքը ամենաշատը զգայուն է

տնտեսական աճի և փոխարժեքի շուկերի նկատմամբ, որոնցից առաջինի ի հայտ գալու պարագայում 2025թ. ՀՀ կառավարության պարտք/ՀՆԱ հարաբերակցությունը հասնում է 61.6% մակարդակին, և 2027թ. միայն նվազում ՀՀ հարկաբյուջետային կանոններով սահմանված 60% սահմանային շեմից ցածր: Փոխարժեքի շուկի դեպքում ՀՀ կառավարության պարտք/ՀՆԱ հարաբերակցությունը առավելագույն մակարդակին է հասնում 2024թ.՝ 53.6%: ՀՀ պետական բյուջեի համախառն ֆինանսավորման կարիքը կանխատեսվող ժամական հատվածում իրականացված սթրես թեստերից ոչ մեկի դեպքում չի գերազանցում զարգացող երկրների համար ռիսկայնության համար ընդունված 15% սահմանաչափը, և փոքր-ինչ գերազանցում է այդ շեմը կոմբինացված սցենարի դեպքում:

ՀՀ կառավարության պարտքի պորտֆելից բխող ռիսկերը գնահատվում են միջին կամ բարձր մակարդակի: ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարը, պայմանավորված ռուս-ուկրաինական հակամարտության ազդեցությունների ներքո տարածաշրջանի երկրների ռիսկի հավելավճարների բարձրացմամբ, ինչպես նաև ԱՄՆ-ում և եվրոգոտում տոկոսադրույքների բարձրացմամբ և զարգացող երկրներից ավելի շարժուն կապիտալի արտահոսքով դեպի այս երկրներ, որոշակիորեն բարձրացել էր՝ մոտենալով բարձր ռիսկայնության սահմանագծին, սակայն վերջին ամիսների նվազել է մինչև 346 բազիսային կետի, ինչին համապատասխանում է միջին ռիսկայնության գնահատականը: Այս գործընթացին նպաստել է ՀՀ ֆինանսական համակարգում կուտակված լրացուցիչ իրացվելիությունը, որը ՀՀ եվրոբոնդերի շուկան ևս ավելի իրացվելի է դարձրել: Միաժամանակ, չնայած ներքին և դրամային պարտքի կշռի զգալի բարելավմանը, ՀՀ կառավարության պարտքի կառուցվածքում արտարժույթային և ոչ ռեզիդենտների նկատմամբ պարտքի մասնաբաժինները բարձր ռիսկայնության տիրույթում են եղել 2023 թ. ապրիլի դրությամբ՝ կազմելով համապատասխանաբար 60.2% և 56.4%: Այնուամենայնիվ, դրանք զգալիորեն մոտեցել են սույն մեթոդաբանությամբ նախանշված շեմերին, և ներքին ու դրամային պարտքի մասնաբաժնի բարելավման քաղաքականության շարունակումը առաջիկա հեռանկարում կարող է ապահովել պարտքի պորտֆելի համամատաբար չափավոր ռիսկերի մակարդակ:

Չնայած նրան, որ ՀՀ կառավարության պարտքի ռիսկերը ստանդարտ սթրես սցենարների շրջանակում ազդանշում են ցածր ռիսկեր, գնահատվող անորոշությունների մակարդակը բարձր է: Հավանականությունների բաշխման գրաֆիկի վրա հիմնվող (այսինքն, ըստ էության, «պատմությանը նայող») գնահատումը ցույց է տալիս, որ պարտքի կանխատեսումները ընդհանրապես անորոշության էական աստիճան են պարունակում, քանի որ պարտք ձևավորող գործոնները պատմականորեն բարձր տատանողականություն են ունեցել: Այս նկարագիրը բացահայտվում է Գծապատկեր 6-ում ներկայացված հավանականությունների բաշխման գրաֆիկում, ըստ որի՝ 2026 թ. համար 10-ից 90% հավանականային միջակայքում ուրվագծում է ՀՆԱ-ում 37.6%-ից 62.0% միջակայք:

Ոչ թե պատմությանը, այլ՝ ապագային նայող ռիսկերի գնահատման նպատակով փորձագիտական դատողությունների հիման վրա կառուցվել են այլընտրանքային զարգացումների սցենարներ, որոնք արտահայտում են ինչպես 2022 թ. ընթացքում ՀՀ տնտեսությունում կուտակված ռիսկերի համաժամանակյա նյութականացման, այնպես էլ արտաքին հատվածում անբարենպաստ զարգացումների փոխանցման հնարավորությունը: Այլընտրանքային զարգացումների սցենարները և դրանց ենթադրությունները հետևյալն են:

• Առավել ցածր տնտեսական աճի ռիսկերը արտացոլելու համար կիրառվում են երկու սցենարներ.

• **Տնտեսական աճի «բազային» սցենար:** Սցենարը ներկայացնում է ՀՀ կառավարության կողմից թիրախավորված 7% տնտեսական աճի սցենարում ենթադրված՝ կառուցվածքային բարեփոխումների և կապիտալ ծախսերի լրացուցիչ իրականացման տեղի չունենալու ռիսկերը, որոնց արդյունքում աճը ձևավորվում է ըստ փոփոխականների պատմական կապերի և արտաքին միջավայրի վերաբերյալ միջազգային կառույցների ենթադրությունները հիմք ընդունելով, և համապատասխանում է տնտեսական աճերի հավանականային բաշխման երկրորդ ամենահավանական հատվածին: Սցենարում տնտեսական աճը 2023 թ. ընդունվել է 6%, 2024 թ.՝ 5.5%, իսկ հաջորդ տարիներին՝ 5.4% (առավել մանրամասն ներկայացված է «Գլուխ 1. Մակրոտնտեսական զարգացումներ և կանխատեսումներ» հատվածի Ներդիր 1-ում): Սցենարի շրջանակներում հաշվի է առնված նաև ցածր ՀՆԱ-ի արդյունքում ցածր հարկային եկամուտների ձևավորման և ծախսերի չճշգրտման պայմաններում բյուջեի պակասուրդի ինքնավար աճը:

• **Տնտեսական աճի «համաշխարհային ճգնաժամի» սցենար:** Ըստ այս սցենարի, համաշխարհային տնտեսությունը 2023 թ., աշխարհաքաղաքական անորոշությունների աճի, բարձր գնաճի և դրանց ներքո առավել խիստ դրամավարկային քաղաքականության պայմաններում կբախվի ֆինանսական ճգնաժամերի և կգրանցի -0.2% տնտեսական անկում, իսկ ՌԴ տնտեսությունը կգրանցի 6.5% տնտեսական անկում: Այս սցենարի ներքո, ըստ մեր գնահատականների, ՀՀ տնտեսական աճը կկազմի 1.8% 2023 թ., 2.9% 2024թ.-ին, և 4.5-ական տոկոս 2025 և 2026 թվականներին: Վերջինս, միաժամանակ, համապատասխանում է տնտեսական աճի հավանականությունների բաշխման՝ շուրջ 10-20% միջակայքում գտնվող դեպի ներքև ռիսկերին: Սցենարի շրջանակներում հաշվի է առնված նաև ցածր ՀՆԱ-ի արդյունքում ցածր հարկային եկամուտների ձևավորման և ծախսերի չճշգրտման պայմաններում բյուջեի պակասուրդի ինքնավար աճը:

• **Փոխարժեքի համար կիրառվում է դեպի նախկին մակարդակներ վերադարձի սցենարը:** Մասնավորապես ենթադրվում է, որ 2022 թ. ընթացքում դեպի ՀՀ մարդկանց և կապիտալի ներհոսքի արագացման պայմաններում արժևորված փոխարժեքը հետ կգնա նախկին մակարդակին, և 2023 թ. վերջի դրությամբ դոլար/դրամ փոխարժեքը կկազմի 480 դրամ՝ 2021թ.-ի վերջի մակարդակին համապատասխան, իսկ հաջորդ տարիներին կթուլանա տարեկան 1.6% տեմպով, պայմանավորված գնային մրցունակության պահպանման անհրաժեշտությամբ (հիմք ընդունելով ՀՀ և զարգացած երկրներում գնաճերի տեմպերի տարբերությունը՝ «PPP կանոն»), ինչպես նաև ֆինանսական շուկայի սպասումներով (ՀՀ դրամային պարտատոմսերի և եվրոբոնդերի տոկոսադրույքների տարբերություն՝ «UIP» կանոն):

• **Առավել բարձր բյուջեի պակասուրդի ռիսկերն արտացոլելու համար կիրառվում են 3 սցենարներ.**

• **Պակասուրդի սցենար 1. «բազային» սցենարով աճ, սակայն նախանշված ծախսերի ամբողջական կատարում:** Այս սցենարում տնտեսական աճի համար կիրառվում են «բազային» սցենարի ենթադրությունները: Միաժամանակ ենթադրվում է, որ ՀՀ կառավարությունը կկատարի 2023 թ. պետական բյուջեով և 2024-2026 թթ. ՄԺԾԾ-ով նախանշված ծախսերը, այդ թվում՝ պահուստային ֆոնդում նախատեսված ծախսային «բարձիկը» ամբողջությամբ կծանրաբեռնվի ծախսային ծրագրերով:

¹ «Համաշխարհային տնտեսական ճգնաժամի» սցենարի հիմնական ենթադրությունները վերցվել են ՌԴ ԿԲ «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2023 год и период 2024 и 2025 годов» փաստաթղթից, տե՛ս [https://www.cbr.ru/Content/Document/File/139691/on_2023\(2024-2025\).pdf](https://www.cbr.ru/Content/Document/File/139691/on_2023(2024-2025).pdf) :

• **Պակասորդի սցենար 2. թիրախավորված հարկեր/ՀՆԱ ցուցանիշի բարելավման չապահովում, սակայն նախանշված ծախսերի ամբողջական կատարում:** Այս սցենարում ենթադրվում է, որ միջնաժամկետ հատվածի համար թիրախավորված՝ միջինում տարեկան 0.75% հարկեր/ՀՆԱ ցուցանիշի բարելավումը կապահովվի միայն մասնակի, և հարկեր/ՀՆԱ ցուցանիշը կբարելավվի վերջին 10 տարիների պատմական ջանքով՝ տարեկան շուրջ 0.2%-ային կետով: Միաժամանակ, ՀՀ կառավարությունը կկատարի 2023 թ. պետական բյուջեով 2024-2026 թթ. ՄԺԾԾ-ով նախանշված ծախսերը, այդ թվում՝ պահուստային ֆոնդում նախատեսված ծախսային «բարձիկը» ամբողջությամբ կծանրաբեռնվի ծախսային ծրագրերով:

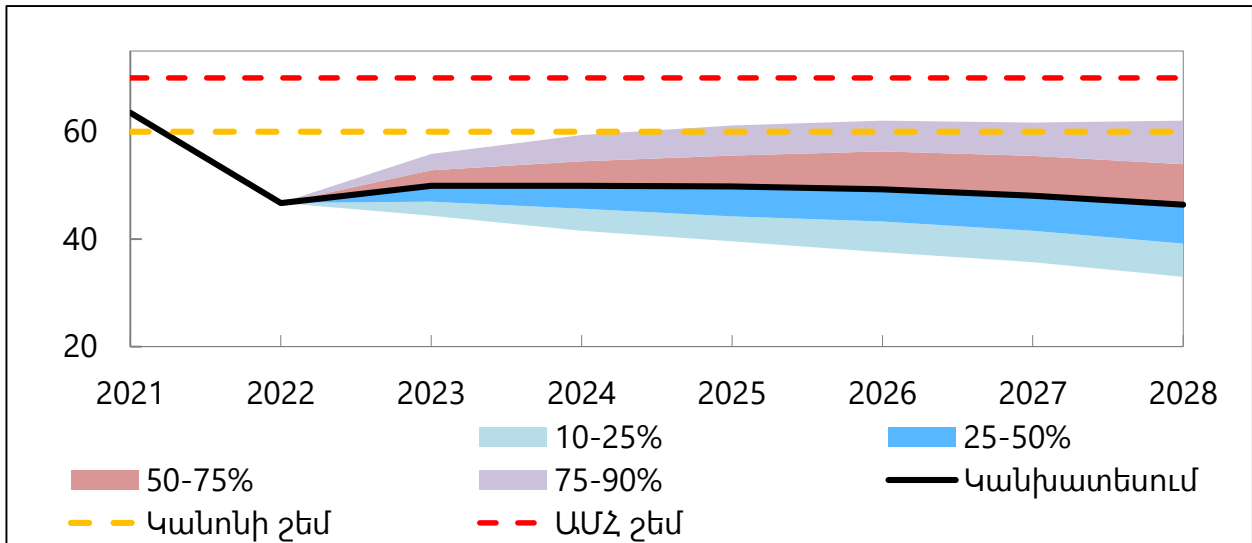
• **Պակասորդի սցենար 3. «բազային» սցենարով աճ, թիրախավորված հարկեր/ՀՆԱ ցուցանիշի բարելավման չապահովում, ծախսային ծրագրերի ամբողջական կատարում՝ պահուստային ֆոնդի 50% ծանրաբեռնվածությամբ:** Այս սցենարում ենթադրվում է, որ տնտեսական աճը կձևավորվի ըստ «բազային» սցենարի ենթադրությունների, հարկեր/ՀՆԱ ցուցանիշը կբարելավվի 0.2%-ային կետով, միաժամանակ ՀՀ կառավարությունը կկատարի բոլոր պլանավորված ծախսային ծրագրերը, սակայն պահուստային ֆոնդի միայն 50%-ը կծանրաբեռնվի ծախսային ծրագրերով:

Նախ, մինչ վերջնական սցենարը կառուցելը, առանձին սցենարները ու դրանց բաղադրիչների ազդեցությունները գնահատվում են առանձին-առանձին: Սցենարներից ամենաբարձր ազդեցությունը, ինչպես և պարտքի կայունության վերլուծության ստանդարտացված սթրես թեստերի դեպքում, տնտեսական աճն է: Տնտեսական աճի «բազային» սցենարի դեպքում ՀՀ կառավարության պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշը 2026 թվականին կազմում է 53.9%, իսկ «Համաշխարհային ճգնաժամի» սցենարի դեպքում՝ 65.7%: (գծապատկերներ 4.3-4.5):

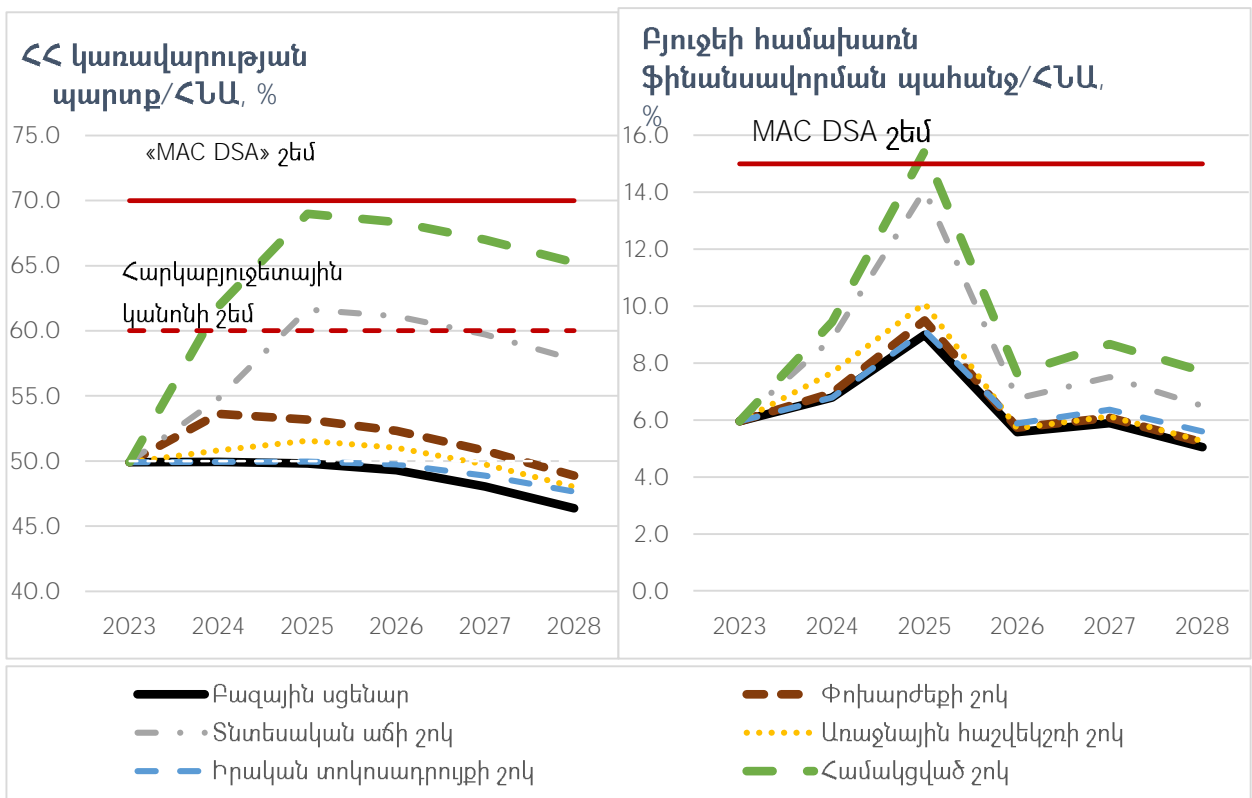
Սակայն 3 սցենարների համակցման, այսինքն՝ բոլոր ռիսկերի նյութականացման դեպքում պարտքը անկայուն է դառնում տնտեսական աճի «համաշխարհային ճգնաժամի» և դրանց համակցվող պակասորդի (պակասորդի սցենար 3) և փոխարժեքի սցենարների դեպքում՝ բարձր ձևավորվելով նաև ԱՄՀ և ՀԲ կողմից բարձր ռիսկայնության սահմագիծ համարվող 70%-ի շեմից: Միաժամանակ, «բազային» սցենարի և դրան համակցվող պակասորդի և փոխարժեքի շոկերի դեպքում, չնայած որ միջնաժամկետ հորիզոնում պարտքը չի գերազանցում ՀՆԱ 60%-ի շեմը, վերջինիս հետագիծը անկայուն է, որը ՀՀ կառավարության համար հղի է հեղինակության ռիսկերով և ֆինանսական շուկաների ռիսկի ընկալումների էական վատթարացմամբ, որի դեպքում պարտքի կայունությունը բարձր խոցելի կարող է դառնալ:

Կատարված փորձագիտական սցենարային վերլուծության արդյունքները, ընդհանուր առմամբ, համահունչ են և լրացնում են ԱՄՀ և ՀԲ մեթոդաբանությամբ իրականացված պարտքի սթրես թեստերի արդյունքներին և ազդանշում են պարտքի կայունության համար առկա վտանգների վերաբերյալ: Վերլուծությունը, ընդհանուր առմամբ, արտացոլում է 2021-2022 թվականներին իրականացված հարկաբյուջետային կոնսոլիդացիայի արդյունքների պահպանման, ինչպես նաև պարտքի կառուցվածքի հետագա հաշվեկշռված (ֆինանսական շուկակայի վրա էական ճնշում չգործադրող և պարտքի սպասարկման ծախսերը կառավարելի մակարդակում պահպանող) բարելավման անհրաժեշտությունը, ինչը ուղենիշ ընդունելով կառուցվել է ՀՀ կառավարության պարտքի կառավարման 2024-2026 թթ.ռազմավարությունը:

Գծապատկեր 2.1. ՀՀ Կառավարության պարտքի կանխատեսումների հավանականությունների բաշխման գծապատկերը*



Գծապատկեր 2.2. ՀՀ Կառավարության պարտքի և համախառն ֆինանսավորման կարիքի սթրես Թեստեր*

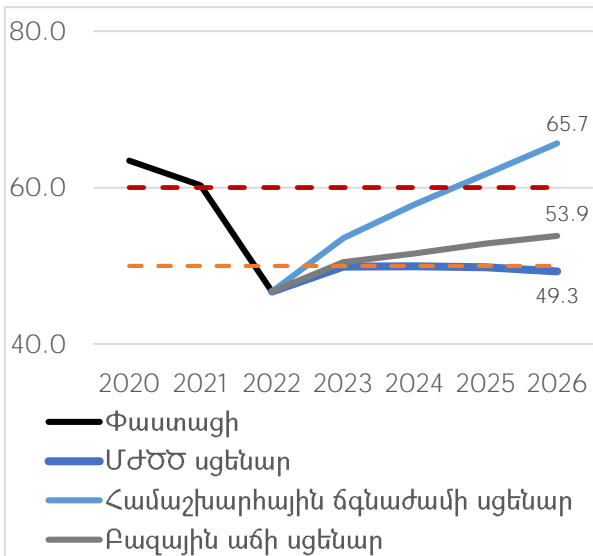


* 2027-2028 թվականների համար բերված ցուցանիշները ՀՀ ՖՆ կանխատեսումն են՝ ՄԺԾԾ մշակման համար կիրառված հիմնական դադողությունների անփոփոխության ենթադրությամբ:

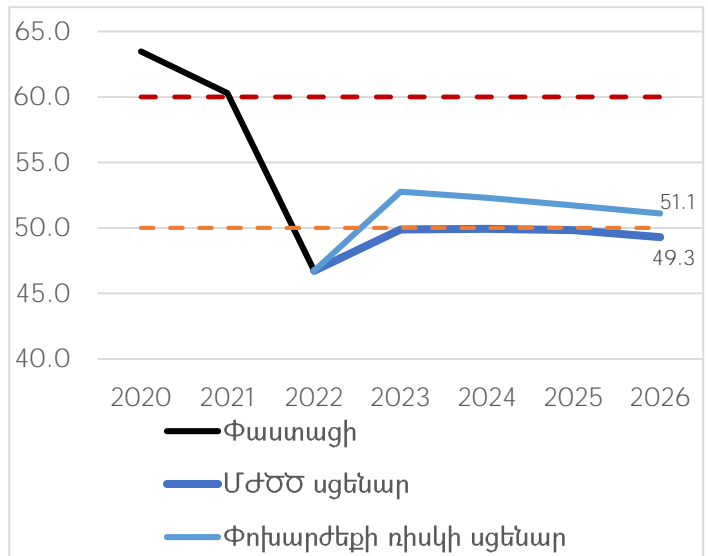
Աղյուսակ 2.1. ՀՀ կառավարության պարտքի պորտֆելի ռիսկայնության ցուցանիշներ

	Շեմեր			ՀՀ ցուցանիշ	
	Ցածր	Միջին	Բարձր	2022թ. ապրիլ	2023թ. ապրիլ
ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճար, բազիսային կետ	<200	200-600	>600	432.9	384.5
Ոչ ռեզիդենտների նկատմամբ պարտքի կշիռ, % ընդհանուր պարտքում	<15	15-45	>45	67.5	56.4
Արտարժույթային պարտքի կշիռ, % ընդհանուր պարտքում	<20	20-60	>60	68.3	60.2

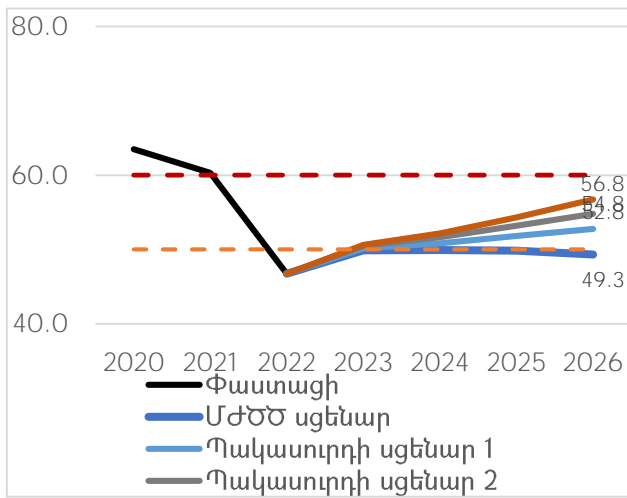
Գծապատկեր 2.3. ՀՀ կառավարության պարտքը տնտեսական աճի ռիսկի սցենարների դեպքում



Գծապատկեր 2.4. ՀՀ կառավարության պարտքը փոխարժեքի ռիսկերի սցենարի դեպքում



Գծապատկեր 2.5. ՀՀ կառավարության պարտքը պակասուրդի ռիսկերի սցենարների դեպքում



Գծապատկեր 2.6. ՀՀ կառավարության պարտքը տարբեր ռիսկերի սցենարների միաժամանակյա տեղի ունենալու դեպքում

