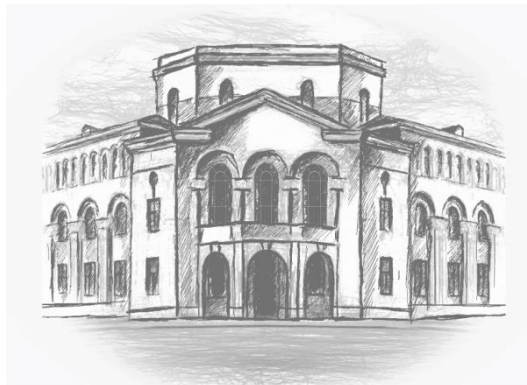




ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՊԱՐՏՔԻ ԿԱՅՈՒՆՈՒԹՅԱՆ ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆ



Մակրոտնտեսական քաղաքականության վարչություն

Երևան 2017

Բովանդակություն

Ներածություն.....	2
1. ՀՀ պետական պարտքի միտումները ճգնաժամից առաջ և հետո.....	4
2. Պետական պարտքի կայունության վերլուծության մոդելի տեսական և մեթոդաբանական հիմքերը.....	6
2.1. Ընդհանուր մեթոդաբանական դրույթներ.....	6
2.2. Արտաքին կայունության մոդելը.....	10
2.3. Պետական պարտքի մոդելը.....	13
3. ՀՀ կառավարության պարտքի կայունության վերլուծությունը.....	18
3.1. Հիմնական մակրոտնտեսական ենթադրությունները (2017-2037թթ.).....	18
3.2. ՀՀ կառավարության արտաքին պարտքի կայունության վերլուծություն.....	20
3.3. ՀՀ կառավարության պարտքի կայունության վերլուծություն.....	23
4. Եզրակացություններ.....	26

Ներածություն

Համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամը նորովի ընդգծեց պարտքի կայունության հիմնախնդիրը: Եթե նախկինում այս հարցը վերաբերում էր հիմնականում աղքատ կամ ցածր եկամուտներով երկրներին, այժմ այն ծառայել է այնպիսի զարգացած երկրների առջև, ինչպիսիք են Հունաստանը, Պորտուգալիան, Իսպանիան և անգամ ոչ վաղ անցյալում կայուն համարվող Իտալիայի և Իռլանդիայի առջև:

Ճգնաժամը ծանր հետևանքներ թողեց նաև Հայաստանի տնտեսության վրա: Այդ հետևանքներից մեկն էր արտաքին պարտքի կտրուկ աճը, որի ներքո ընդգծվեց ՀՀ պարտքի կայունության գնահատման անհրաժեշտությունը: Պարտքի բարձր տեմպերով կուտակման հաջորդ փուլը 2014-2016թթ էր, երբ միջազգային շուկաներում հումքային ապրանքների գների անկումը և ՀՀ հիմնական տնտեսական գործընկերոջ՝ ՌԴ նկատմամբ արևմուտքի պատժամիջոցների կիրառումը հանգեցրին վերջինիս տնտեսությունում ճգնաժամային զարգացումների, որն իր արտացոլումը գտավ նաև ՀՀ տնտեսության վրա: Խնդիրն առավել սրվեց միջազգային արժույթային շուկաներում ԱՄՆ դոլարի արժևորման պայմաններում և 2014թ-ի վերջին արժեզրկվեց նաև ՀՀ դրամը՝ մեծացնելով ՀՀ արտաքին

պարտքը: Արտաքին ցնցումներին անհրաժեշտ էր արձագանքել խթանող հարկաբյուջետային քաղաքականությամբ, որի բեռն իր վրա կրեց պետական պարտքը:

Շատերին այսօր հուզում է՝ արդյոք Հայաստանը վճարունակ է, արդյոք կայուն է պարտքի տեսանկյունից և որքան դեռ կարող ենք դիմել արտաքին ֆինանսավորմանը ընթացիկ խնդիրները լուծելու համար: Սույն վերլուծությունը կոչված է պատասխանելու վերոնշյալ հարցերին:

Ինչպես հայտնի է, պարտքի կայունությունը՝ վճարունակության, իրացվելիության և անհրատեսական մեծ ճշգրտումների իրականացման բացակայության հանրագումարն է կամ երկրի կարողությունը առանց վերաձևակերպման, ժամկետների խախտման և առանց աճը վտանգելու ամբողջությամբ կատարել իր ընթացիկ և ապագա պարտքային պարտավորությունները:

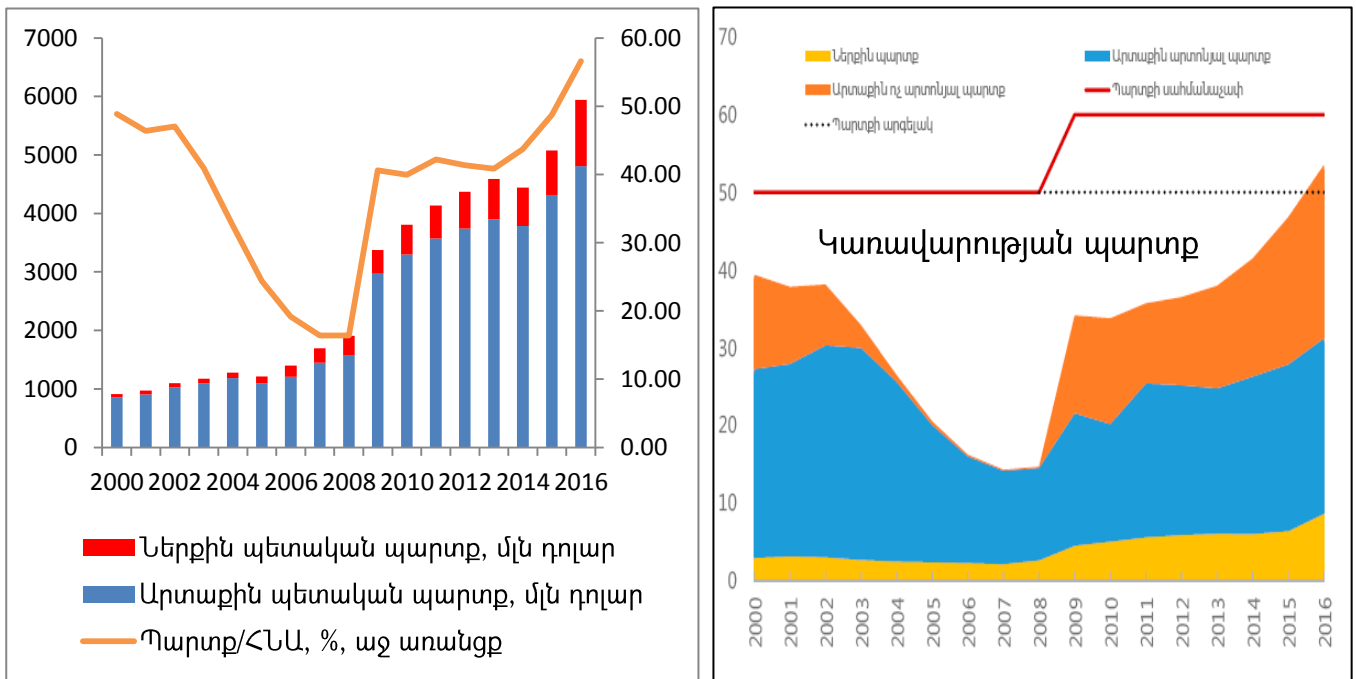
Վերլուծության առաջին մասում ներկայացվել է ՀՀ պետական պարտքի միտումները ճգնաժամից առաջ և հետո, այնուհետև անդրադարձ է կատարվել Արժույթի միջազգային հիմնադրամի և Համաշխարհային բանկի կողմից համատեղ մշակված պետական պարտքի կայունության գնահատման մոդելի տեսական և մեթոդաբանական շրջանակներին, ապա մոդելի հիմքում դրված մակրոտնտեսական ենթադրություններին և դրանց ռիսկերին: Այնուհետև մեկնաբանվել են մոդելի արդյունքները: Վերջում ամփոփվել են պարտքի կայունության գնահատականները և ներկայացվել հիմնական եզրակացությունները:

1. ՀՀ պետական պարտքի միտումները ճգնաժամից առաջ և հետո

Հայաստանի պետական պարտքը մինչև համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամը աստիճանաբար աճում էր: 2000-2008թթ. այն աճել է 912.4 մլն-ից մինչև 1.906 մլրդ. ԱՄՆ դոլարի՝ պայմանավորված բյուջեի առաջնային պակասուրդով: Սակայն, պետական պարտք/ՀՆԱ հարաբերակցությունը շարունակաբար նվազել է (գծապատկեր 1)՝ 2000թ-ի 48.9 տոկոսի դիմաց 2008 թ.-ին հասնելով 16.4, ինչը պայմանավորված էր տնտեսական աճի բարձր տեմպերով:

Պարտքը կտրուկ աճեց 2009թ-ին՝ 1.47 մլրդ. դոլարով, հասնելով 3.38 մլրդ. դոլարի, իսկ պարտքը/ՀՆԱ հարաբերակցությունը՝ 24 տոկոսային կետով՝ հասնելով 40.6 տոկոսի:

Գծապատկեր 1. ՀՀ պետական պարտքը և կառավարության պարտքը 2000-2016թթ.



Աղբյուրը՝ ՀՀ ՖՆ և ԱՎԾ

Պարտքի կտրուկ աճը 2009թ.-ին հիմնականում պայմանավորված էր իրական տնտեսությունը պաշտպանելու նպատակով միջազգային պահուստների և բյուջեի պակասուրդի ավելացմամբ, ինչպես նաև դրամի արժեզրկմամբ: Այդ ժամանակ կառավարությունը ստիպված էր արտաքին աղբյուրներից ներգրավել նաև ոչ արտոնյալ փոխառություններ, որոնց մի մասն ուղղվել է մասնավոր հատվածին՝ զուտ վարկավորման

գործառնությունների միջոցով: 2010թ. պարտքը պայմանավորող հիմնական գործոնը առաջնային պակասուրդն էր՝ ինչպես նախաճգնաժամային տարիներին: Այստեղ պետք է կանգ առնել ներածության մեջ նշված պարտքի ներկա խնդիրների պատճառների դիտարկման վրա: Այսպես, չնայած 2000 թվականից ՀՆԱ-ում պարտքի կշիռը նվազել է, պայմանավորված բարձր տնտեսական աճով և դրամի արժևորմամբ, սակայն անվանական պարտքը ավելացել է՝ մշտական առաջնային պակասուրդների պատճառով (2000-08թթ. միջինը 0.7 տոկոս): 2010թ-ից 2013թ-ը պետական պարտքը աճում էր միջինում 8 տոկոսով, իսկ պարտք/ՀՆԱ հարաբերակցությունն այս ընթացքում ավելացավ ընդամենը 0.9 տոկոսային կետով, ինչը հիմնականում պայմանավորված էր հետճգնաժամային վերականգնողական աճով: 2014թ-ին ՀՀ դրամի արժեզրկման պայմաններում պարտք/ՀՆԱ հարաբերակցությունն աճեց 2.8 տոկոսային կետով:

2015 և 2016թթ պետական պարտքը դոլարային արտահայտությամբ միջինում աճեց 15.7 տոկոսով (2 տարում՝ 33.8 տոկոսով), իսկ պարտք/ՀՆԱ հարաբերակցությունն ավելացավ 12.9 տոկոսով: Պարտքի աճն այս ժամանակահատվածում թելադրված էր խթանող հարկաբյուջետային՝ մասնավորապես ծախսային քաղաքականությամբ, քանի որ նպատակ էր դրվել հակազդել արտաքին աշխարհից եկող ցնցումների ազդեցությամբ տնտեսական աճի տեմպերի դանդաղմանը և ապահովել մակրոտնտեսական կայունություն: Արդյունքում, 2016թ-ին ՀՀ պետական պարտքը կազմել է 5942 մլրդ. դոլար, իսկ պարտք/ՀՆԱ հարաբերակցությունը՝ 56.6 տոկոս: Իսկ ՀՀ կառավարության պարտք/ՀՆԱ-ն կազմել է 51.8%՝ հատելով օրենքով սահմանված 50% շեմը:

Ելնելով պարտքի կայունության ապահովման հիմնախնդրից՝ ՀՀ կառավարությունը 2018-2020թթ նախատեսում է աստիճանաբար նվազեցնել բյուջեի պակասուրդը, որի շնորհիվ Կառավարության պարտք/ՀՆԱ հարաբերակցությունը 2018թ-ին կաճի, այնուհետև աստիճանաբար կնվազի 2017թ-ի համար ծրագրավորված մակարդակից ներքև¹:

¹ Տե՛ս 2018-2020թթ պետական միջնաժամկետ ծախսերի ծրագիր:

2. Պետական պարտքի կայունության վերլուծության մոդելի տեսական և մեթոդաբանական հիմքերը

2.1. Ընդհանուր մեթոդաբանական դրույթներ

Պարտքի կայունության գնահատումը հիմնվում է երկու հիմնական սկզբունքների՝ վճարունակության և իրացվելիության վրա:

Վճարունակությունն այն իրավիճակն է, երբ պետության կուտակած պարտքն ամբողջությամբ ծածկվում է ապագայում սպասվող առաջնային հավելուրդների զուտ ներկա արժեքով:

Իրացվելիությունը պետության ունակությունն է կատարել իր այն պարտավորությունները, որոնց մարման ժամկետը լրացել է:

Պարտքի խոցելիությունը՝ վճարունակության և իրացվելիության կորուստի ռիսկն է:

Պարտքի չմարման հավանականությունը հիմնականում բացատրվում է երեք գործոններով.

- Պարտքի բեռ
- Քաղաքականությունների և ինստիտուտների որակ
- Ցնցումների նկատմամբ զգայունություն:

Պարտքի կայունության վերլուծությունն² օգնում է հասկանալ, թե պարտավորությունների չմարված պաշարները ինչ հավանական զարգացում կունենան ժամանակի ընթացքում:

Պարտքի կայունության մոդելի հիմնական հենասյուներն են.

1. Պարտքի և պարտքի սպասարկման դինամիկայի՝ ապագային միտված ստանդարտ վերլուծություն

- Ստանդարտացումը հնարավորություն է տալիս համեմատություն կատարել երկրների միջև

² Սույն բաժինը հիմնվում է հետևյալ վերլուծությունների վրա՝ Allen M. Debt Sustainability Analysis for Market Access countries. IMF: Staff guidance note. 2008; Kanuto O. and Moghadam R. Debt Sustainability Analysis for Market Access countries. IMF, IDA: Staff guidance note for low income countries. 2010; Budina, N. and S. van Wijnbergen, 2007, “Quantitative Approaches to Fiscal Sustainability: A New World Bank Tool Applied to Turkey”, World Bank Policy Working Paper 4169; Bandiera, L., Budina, N., M. Klijn and S. van Wijnbergen, 2007, “The “How to” of Fiscal Sustainability: A Technical Manual for Using the Fiscal Sustainability Tool”, World Bank Policy Working Paper 4170.

- Հաշվի է առնվում ցածր եկամտով երկրների առանձնահատկությունները. վերլուծվում է երկար ժամանակային հորիզոն (20 տարի)՝ երկար արտոնյալ ժամկետն ու ժամկետայնությունն արտացոլելու համար

- Վերլուծվում է ներկա արժեքը, ոչ թե անվանական արժեքը՝ արտոնյալությունն արտացոլելու համար

- Վերլուծությունը բաղկացած է կանխատեսումներից՝ ըստ ելակետային սցենարի (ամենահավանական ելք),

- Իրականացվում է ստանդարտացված սթրես թեստ՝ հիմնված երկրի՝ ցնցումների նկատմամբ անցյալում դրսևորված խոցելիության վրա

- Իրականացվում է երկրներին բնորոշ սթրես թեստեր, եթե խոցելիությունները պատշաճ կերպով ստանդարտ թեստերում չեն արտացոլվում

2. Արտաքին պարտքի կայունության գնահատում՝ կապված երկրներին բնորոշ պարտքի բեռի կողմնորոշիչ շեմերի հետ, որոնք պայմանավորված են քաղաքականությունների և ինստիտուցիոնալ որակով:

Պարտքի բեռը գնահատելու համար պարտքը համեմատում են մարման կարողության հետ: Պարտքի մեծության ցուցանիշներն են՝ պարտքի սպասարկումը և պաշարը, իսկ մարման կարողությանը՝ ՀՆԱ-ն, արտահանումը և պետական եկամուտները (առանց դրամաշնորհների):

Պարտքի բեռի կողմնորոշիչ շեմերը կախված են Համաշխարհային Բանկի կողմից երկրին տրվող CPIA³ ինդեքսից, որը գնահատում է երկրի ներկա քաղաքականության և ինստիտուցիոնալ շրջանակը.

- Բոլոր երկրների համար հաշվարկվում է տարեկան կտրվածքով
- Բանկի կողմից օգտագործվում է հատկացումների գործընթացի և պարտքի կայունության շրջանակի համատեքստում
- Այն բաղկացած է 4 կլաստերում խմբավորված 16 չափանիշից.
 - Մակրոտնտեսական կառավարում
 - Կառուցվածքային քաղաքականություններ
 - Սոցիալական ընդգրկման և արդարության քաղաքականություններ

³ Country policy and Institutional Assessment

- Պետական հատվածի կառավարում և ինստիտուտներ
 - Երկրները նշվում են յուրաքանչյուր չափանիշի ներքո (1-ից 6)
 - Ընդհանուր գնահատականը բոլոր չափանիշների դրույքաչափերի պարզ միջինն է:

Աղյուսակներում բերված են կողմնորոշիչ շեմերը ըստ CPIA - ի:

Աղյուսակ 1. Արտաքին պետական պարտքի ցուցանիշները և դրանց շեմերը ըստ CPIA-ի

	Քաղաքականությունների և ինստիտուտների որակ		
	Թույլ CPIA<3.25	Միջին 3.25<CPIA<3.75	Ուժեղ CPIA>3.75
Պարտքի զուտ ներկա արժեք (ԶՆԱ) / ՀՆԱ	30	40	50
Պարտքի ԶՆԱ/ արտահանում	100	150	200
Պարտքի ԶՆԱ/Եկամուտներ	200	250	300
Պարտքի սպասարկում/արտահանում	15	20	25
Պարտքի սպասարկում/Եկամուտներ	18	20	22

Աղյուսակ 2. Պետական պարտքի ցուցանիշները և դրանց շեմերը ըստ CPIA-ի

Քաղաքականությունների և ինստիտուտների որակը (CPIA)	Պարտքի ԶՆԱ/ ՀՆԱ (%)
Թույլ (CPIA<3.25)	38
Միջին (3.25<CPIA<3.75)	56
Ուժեղ (CPIA>3.75)	74

3. Արտաքին պարտքի չմարման ռիսկի դասակարգում, որը հաշվի է առնում շեմի գնահատումը, ինչպես նաև երկրին բնորոշ այլ գործոններ:

Ի դեպ, դասակարգումը չպետք է կատարվի մեքենայաբար: **Պարտքի կայունության վերլուծության շրջանակներում ՀԲ-ի կողմից ՀՀ-ին տրվել է CPIA-ի ուժեղ գնահատականը:**

Ցածր եկամտով երկրների ՊԿՎ-ն կարևորվում է ԱՄՀ՝ մակրոտնտեսական կայունության, հարկաբյուջետային քաղաքականության, երկարաժամկետ կայունության և պարտքի կայունության ընդհանուր գնահատման համար, ինչպես նաև երկրի համար պահանջվող դրամաշնորհային տարրի և ոչ արտոնյալ փոխառությունների սահմանաչափերի որոշման համար:

ՊԿՎ շրջանակում հաշվի է առնվում ինչպես արտաքին, այնպես էլ ներքին պարտքը՝ անկախ վերջինիս չափից:

Պարտքի կայունության վերլուծության մոդելը բաղկացած է երկու մասից՝ արտաքին և պետական (արտաքին + հարկաբյուջետային) պարտքի վերլուծությունից:

2.2. Արտաքին կայունության մոդելը

Արտաքին կայունության մոդելը վերլուծում է ռեզիդենտների կողմից (ինչպես պետական, այնպես էլ մասնավոր հատվածի) ներգրավված արտաքին պարտքը, ընդ որում՝ բոլոր փոփոխականներն արտահայտված են ԱՄՆ դոլարով:

Արտաքին պարտքը ձևավորվում է հետևյալ հավասարման համաձայն՝

$$D_{t+1} = (1 + r_f)DF_t + [(1 + r_d)(1 + \varepsilon)DD_t] - TB_{t+1}$$

Որտեղ TB -ն ցույց է տալիս ոչ տոկոսային ընթացիկ հաշվի հաշվեկշիռը: Փոխարժեքի փոփոխությունը ε այժմ սահմանվում է տեղական արժույթի նկատմամբ ԱՄՆ դոլարային արտահայտությամբ, ընդ որում՝ $\varepsilon > 0$ ներկայացնում է տեղական արժույթի արժևորումը: Բոլոր մյուս փոփոխականները սահմանվում են ինչպես նախկինում:

Այս հավասարումը ՀՆԱ-ի համեմատ արտահայտելիս՝ արտաքին պարտքի դինամիկան կարող է հետևյալ ձևով ընդարձակվել.

$$d_{t+1} - d_t = \frac{1}{1+g+\rho+g\rho} (\hat{r} - g - \rho(1+g) + \varepsilon\alpha(1+\hat{r}))d_t - tb_{t+1} \quad ,$$

որտեղ՝ α (այժմ) տեղական արժույթով պարտքի մասնաբաժինն է ընդհանուր արտաքին պարտքի ցուցանիշում, ε փոխարժեքի փոփոխությունն է, tb ոչ տոկոսային ընթացիկ հաշվի հաշվեկշիռն է՝ արտահայտված ՀՆԱ-ի նկատմամբ տոկոսով և ρ -ն ՀՆԱ-ի դեֆլյատորի փոփոխությունն է $(1 + \rho) = (1 + \pi)(1 + \varepsilon)$: Բոլոր մյուս փոփոխականները սահմանվում են այնպես, ինչպես պետական հատվածի պարտքի վերլուծությամբ (տես հաջորդ հատվածում):

Արտաքին պարտքի մոդելը ևս տարանջատում է պարտքի աճի վրա ազդող տարբեր ուղիները՝ ոչ տոկոսային ընթացիկ հաշվի պակասուրդը և ավտոմատ գործոնները (իրական տոկոսադրույք, իրական ՀՆԱ աճ և փոխարժեքի փոփոխություն): Պարտքի հարաբերակցության աճին իրական տոկոսադրույքի նպաստումը մոդելում սահմանվում է որպես $\frac{\hat{r}}{1+g+\rho+g\rho} dt$, իրական աճի տեմպի նպաստումը՝ $-\frac{g}{1+g+\rho+g\rho} dt$ և գնի ու փոխարժեքի փոփոխությունների նպաստումը՝ $\frac{-\rho(1+g)+\varepsilon\alpha(1+\hat{r})}{1+g+\rho+g\rho} dt$:

Արտաքին պարտքի վերլուծության մոդելը բաղկացած է ելակետային, երկու այլընտրանքային սցենարներից և վեց սթրես-թեստերից:

Ելակետային սցենար

Ելակետային սցենարի բաղադրատարրերն են՝ մակրոտնտեսական կանխատեսումները և ՊՊԵ արտաքին պարտքի պաշարը և հոսքերը: Մակրոտնտեսական կանխատեսումները և ՊՊԵ արտաքին պարտքի փոփոխությունը կապված են վճարային հաշվեկշռի միջոցով, որը արտացոլվում է հետևյալ բանաձևով.

$\text{Պարտք } (t) = \text{Պարտք } (t-1) - \text{Արտարժույթի փոխանակումից եկամուտներ } (t-1) + \text{Արտարժույթի փոխանակումից վնասներ } (t-1) + \text{Այլ գործոններ } (t-1), \text{ որտեղ}$

Արտարժույթի փոխանակումից եկամուտներն են՝

- Ապրանքների և ծառայությունների արտահանումը,
- Արտերկրից ստացվող եկամուտը (այդ թվում տոկոսային եկամուտ),
- Արտերկրից ստացվող տրանսֆերտները (օտարերկրյա օգնություն, դրամական փոխանցումներ և այլն)
- Օտարերկրյա ուղղակի ներդրումները

Արտարժույթի փոխանակումից վնասներն են՝

- Ապրանքների և ծառայությունների ներմուծումը,
- Արտերկրում վճարված եկամուտը (ներառյալ վճարված տոկոս),
- Արտերկր կատարվող տրանսֆերտները (օտարերկրյա օգնություն և այլն...)
- Օտարերկրյա ուղղակի ներդրումները

Այլ գործոններն են՝

- Բացառիկ ֆինանսավորումը
- Պարտքի կրճատումը (HIPC, MDRI)
- ՕՈՆ-ից բացի այլ պարտք չստեղծող հոսքերը (օր.՝ կապիտալ տրանսֆերտներ)
- Գնահատման ազդեցությունները
- Արտարժույթային պահուստների փոփոխությունը:

Վերը նշված բանաձևը կարելի է ներկայացնել նաև հետևյալ կերպ՝

$\text{Պարտք}(t) = \text{Պարտք } (t-1) + (\text{Ներմուծում } (t-1) - \text{Արտահանում } (t-1)) - \text{Չույր արտաքին եկամուտ } (t-1) - \text{Չույր տրանսֆերտներ } (t-1) - \text{Չույր ՕՈՆ } (t-1) + \text{Այլ գործոններ } (t-1),$

կամ՝

$\text{Պարտք } (t) = \text{Պարտք } (t-1) + \text{Ընթացիկ հաշիվ } (t-1) - \text{Չույր ՕՈՆ } (t-1) + \text{Այլ գործոններ } (t-1),$

կամ՝

$$D(t) = D(t-1) + C(t-1) + r D(t-1) - FDI(t-1) + Z(t-1)$$

$$D(t) - D(t-1) = C(t-1) + r D(t-1) - FDI(t-1) + Z(t-1), \text{ որտեղ}$$

C – ընթացիկ հաշվի հաշվեկշիռն է, առանց տոկոսավճարների

r – անվանական արտաքին պարտքի անվանական տոկոսադրույքը

FDI – ուղղակի օտարերկրյա ներդրումներ

Z – այլ գործոններ:

Արտաքին պարտքի մոդելում անվանական պարտք/ՀՆԱ հարաբերակցության փոփոխությունը հաշվարկվում է հետևյալ բանաձևով.

$$D(t) = C(t) - NFDI(t) + (1+r(t-1)) D(t-1) + Z(t)$$

Ելակետային սցենարի ամրությունը փորձարկում են այլընտրանքային սցենարների և պարտադիր թեստերի, ինչպես նաև ստանդարտացված ցնցումները երկրին բնորոշ ցնցումների հետ համեմատելու միջոցով:

Այլընտրանքային սցենարներն են՝ պատմական սցենարը (A1) (առանցքային փոփոխականներն իրենց պատմական միջինով) և ֆինանսավորման սցենար (A2) (նոր փոխառությունների տոկոսադրույքը 200 բազիսային կետով բարձր է):

Պարտադիր թեստերն են՝ կանխատեսվող առաջին երկու տարվա ընթացքում իրական ՀՆԱ-ի (B1), արտահանման (B2), ՀՆԱ-ի դեֆլյատորի (B3), զուտ ՕՈՒՆ-ի և տրանսֆերտների (B4) 1 STD շեղում պատմական միջին ցուցանիշից ցածր, B1 և B4 թեստերի համակցության 1/2 STD պատմական միջինից ցածր, ինչպես նաև փոխարժեքի մեկանգամյա 20% անվանական արժեզրկման ցնցումները:

Արտաքին պարտքի վերլուծության արդյունքների մեկնաբանումը.

- **Ցածր ռիսկ.** Պարտքի բոլոր ցուցանիշները երկրներին բնորոշ պարտքի բեռի համապատասխան շեմերից ցածր են: Սթրես թեստերի կատարումը և երկրին բնորոշ այլընտրանքային սցենարները չեն հանգեցնում շեմերը զգալի խախտող ցուցանիշների: Այն դեպքերում, երբ միայն մի ցուցանիշ է իր հենանիշից բարձր, անհրաժեշտ է որոշել, թե արդյոք խնդիրը պարտքի կայունությունն է, թե որևէ այլ հարց, օրինակ՝ տվյալների խնդիր:
- **Չափավոր ռիսկ.** Թեև ելակետային սցենարը շեմերի խախտում ցույց չի տալիս, այլընտրանքային սցենարները կամ սթրես թեստերը կանխատեսման

Ժամանակահատվածում ցույց են տալիս պարտքի սպասարկման ցուցանիշների զգալի աճ (շեմերին մոտեցող) կամ պարտքի կամ պարտքի սպասարկման շեմերի խախտում:

- **Բարձր ռիսկ.** Ելակետային սցենարը ցույց է տալիս պարտքի կամ պարտքի սպասարկման շեմերի երկարատև խախտում, սակայն երկիրը ներկայումս չի բախվել վճարման որևէ դժվարությունների: Սա խորանում է այլընտրանքային սցենարների կամ սթրես թեստերի միջոցով
- **Պարտքը չմարելու ռիսկ.** Պարտքի և պարտքի սպասարկման ընթացիկ հարաբերակցություններն էապես կամ շարունակաբար խախտում են շեմերը: Ապառքների առկայությունն առհասարակ երկրի՝ պարտքի մարման դժվարությունների նշան է, եթե իհարկե պարտքի չսպասարկման համար չկան պարտքի սպասարկման բեռից բացի այլ պատճառներ:

2.3. Պետական պարտքի մոդելը

Պետական հատվածի մոդելը վերլուծության է ենթարկում պարտք/ՀՆԱ հարաբերակցության վարքագիծը՝ ներքին արժույթով արտահայտված բոլոր փոփոխականներով: Ելակետային կանխատեսումը ձևակերպելիս՝ անհրաժեշտ է դիտարկել մի շարք հարցեր, այդ թվում՝ պարտքի սահմանումը, պետական հատվածի ընդգրկվածությունը և պայմանական պարտավորությունների նկատմամբ մոտեցումը: Ընդհանուր առմամբ առաջարկվում է, որ պարտքի սահմանումը հիմնված լինի համախառն պարտավորությունների վրա և որ պետական պարտքը հնարավորինս լայն ընդգրկվածություն ունենա և հնարավորության դեպքում՝ ներառի պետական ձեռնարկությունները և տեղական ինքնակառավարման մարմինները:

Պետական պարտքի զարգացման հիմքում ընկած հավասարումն է՝

$$D_{t+1} = [(1 + \varepsilon)(1 + r_f)DF_t] + (1 + r_d)DD_t - PB_{t+1},$$

որտեղ

D_{t+1} պարտքի ընդհանուր մեծությունն է $t+1$ ժամանակում,

PB առաջնային հաշվեկշիռն է:

Պարտքի մեծությունը բաղկացած է ինչպես ներքին, այնպես էլ արտարժույթով արտահայտված պարտքերից: Ներքին արժույթով պարտքերը (DD_t) ձևավորվում են ըստ շուկայական տոկոսադրույքի (r_d), իսկ արտարժույթային պարտքի էվոյուցիան (DF_t), արտահայտված ներքին արժույթով, կրում է ոչ միայն արտարժույթային տոկոսադրույքի (r_f) ազդեցությունը, այլ նաև փոխարժեքի փոփոխությունները ($\varepsilon = \frac{e_{t+1} - e_t}{e_t}$, ընդ որում՝ e -ն սահմանվում է որպես մեկ ԱՄՆ դոլարի դիմաց տեղական արժույթի միավորներ): Տեղական արժույթի արժեզրկումը ($\varepsilon > 0$) հանգեցնում է արտարժույթային պարտքի ավելացման՝ արտահայտված տեղական արժույթով:

Հավասարումն արտահայտելով ՀՆԱ-ի նկատմամբ՝ պետական պարտքի հարաբերակցությունը կարելի է ընդարձակել հետևյալ կերպ.

$$d_{t+1} - d_t = \frac{1}{1+g+\pi+g\pi} (\hat{r} - \pi(1+g) - g + \varepsilon\alpha(1+\hat{r}))d_t - pb_{t+1},$$

որտեղ

d պարտք-ՀՆԱ հարաբերակցությունն է,

pb առաջնային հաշվեկշիռն է,

\hat{r} ներքին և արտաքին տոկոսադրույքների միջին կշռված ցուցանիշն է,

α արտարժույթով արտահայտված պետական պարտքի մասնաբաժինը,

π ներքին ՀՆԱ դեֆլյատորի փոփոխությունն է

g ՀՆԱ-ի իրական աճի տեմպն է:

Վերոնշյալ հավասարման հիման վրա՝ պետական հատվածի մոդելը բացահայտում է տարբեր ուղիներ, որոնք նպաստում են պարտք-ՀՆԱ հարաբերակցության էվոյուցիային՝ առաջնային պակասուրդը և արտաքին/ավտոմատ գործոնները, որը ներառում է իրական տոկոսադրույքը, ՀՆԱ-ի իրական աճը և փոխարժեքի տատանումները:

Իրական տոկոսադրույքի նպաստումը պարտքի հարաբերակցության էվոյուցիային մոդելում սահմանվում է որպես $\frac{\hat{r}-\pi(1+g)}{1+g+\pi+g\pi} dt$, իրական աճի տեմպի նպաստումը՝ $-\frac{g}{1+g+\pi+g\pi} dt$, իսկ փոխարժեքի արժեզրկումը՝ $\frac{\varepsilon\alpha(1+\hat{r})}{1+g+\pi+g\pi} dt$: Տարբեր գործոնների տարանջատումը թույլ է տալիս գնահատել դրանց հարաբերական կարևորությունը պարտքի հարաբերակցության էվոյուցիայի համար: Այն նաև որպես հիմք է այլընտրանքային սցենարների (կայուն ցնցումներ) կամ սթրես թեստերի (ժամանակավոր ցնցումներ) համար: Այս թեստերի

արդյունքներն ամփոփվում են ելակետային կանխատեսումների հետ միասին առանձին ցուցանիշով, որի թվային արժեքը ներկայացվում է մոդելում:

Մոդելը ներառում է նաև պարտքը ստեղծող կամ պարտքը նվազեցնող հոսքերը, օրինակ՝ պայմանական պարտավորությունների կամ մասնավորեցումից ստացված մուտքերի ճանաչումից: Համախառն պարտքի փոփոխությունները, որոնք ի հայտ են գալիս տողից ներքև գործառնություններից, ինչպես օրինակ՝ ֆինանսական ակտիվի նվազեցմամբ ֆինանսավորված պարտքի մարում և արժույթների միջև փոխարժեքային տատանումներ, ներառվում են որպես մնացորդային ցուցանիշ: Կարևորագույն նշանակություն ունի նշված մնացորդային ցուցանիշի մոնիտորինգը, քանի որ այն կարող է ընդգծել այս մոտեցման իրականացման սխալները: Մնացորդային մեծ ցուցանիշը կարող է մասնավորապես վկայել հոսք-պաշար նույնության խախտման մասին՝ պակասուրդը կապելով պարտքի փոփոխությունների հետ: Մնացորդային ցուցանիշը պետք է փոքր լինի, բացառությամբ, երբ կարող է բացատրվել կոնկրետ գործոններով:

Պետական հատվածի ՊԿՎ-ն բաղկացած է ելակետային, երեք այլընտրանքային սցենարներից և հինգ սթրես-թեստերից:

Ելակետային սցենարը

Ելակետային սցենարը հիմնված է կառավարության սահմանափակ բյուջեի վրա, այսինքն երկարաժամկետ հեռանկարում եկամուտները պետք է համապատասխանեն ծախսերին: Վերլուծությամբ նաև փորձ է արվում առավել ամբողջական մոտեցում ցուցաբերել պարտքի կայունության նկատմամբ՝ արտացոլելով տարբեր սցենարներ:

Կառավարությունը պարտք է կուտակում, երբ ծախսերը գերազանցում են եկամուտները, այսինքն սպառումը գերազանցում է եկամուտները.

$$\text{Պարտքի կուտակում} = \text{Ծախսեր} - \text{Եկամուտներ},$$

կամ

$$\text{Պարտք} (t+1) - \text{պարտք} (t) = \text{Ծախսեր} - \text{Եկամուտներ} - \text{Այլ գործոններ}$$

Եկամուտներն են (բյուջեի ֆինանսավորման աղբյուրներ).

- Հարկերը
- Ոչ հարկային եկամուտները (այդ թվում տոկոսային եկամուտ)
- Տրանսֆերտները արտասահմանից (արտաքին օգնություն և այլն)

Ծախսերն են (ֆինանսավորման օգտագործում).

- Ոչ տոկոսային ծախսերը (աշխատավարձեր և այլն)
- Տոկոսային ծախսերը (պարտքի նախկին պաշարի գծով պարտավորություն)
- Ներդրումները
- Տրանսֆերտները (սուբսիդիաներ)

Սահմանափակ բյուջեի վրա ազդող այլ գործոններն են.

- Բացառիկ ֆինանսավորումը
- Պարտքի կրճատումը (HIPC, MDRI)
- Պայմանական պարտավորությունները
- Ակտիվների գնահատումը
- Մասնավորեցումից մուտքերը

Այսպիսով,

$$\text{Պարտք } (t+1) - \text{պարտք } (t) = \text{Առաջնային հաշվեկշիռ} + \text{Տոկոս} - \text{Այլ գործոններ}$$

Հարկաբյուջետային այլընտրանքային սցենարներ

Հարկաբյուջետային այլընտրանքային սցենարներն են՝ A1 - իրական ՀՆԱ-ի աճը և առաջնային հաշվեկշիռը պատմական միջինով, A2 - առաջնային հաշվեկշիռը անփոփոխ է պատմության վերջին տարուց (առանց բարեփոխումների սցենար), A3 - ՀՆԱ-ի մշտապես ավելի ցածր աճ:

Պարտադիր թեստեր

Պարտադիր թեստերն են՝ կանխատեսվող առաջին երկու տարվա ընթացքում իրական ՀՆԱ-ի (B1) և առաջնային հաշվեկշռի (B2) 1 STD շեղում պատմական միջին ցուցանիշից ցածր, B1 և B2 թեստերի համակցություն ցուցանիշների $\frac{1}{2}$ STD պատմական միջինից ցածրի օգտագործմամբ (B3), փոխարժեքի մեկանգամյա 20% իրական արժեզրկման (B4), ինչպես նաև ՀՆԱ-ի 10% նվազում այլ պարտք ստեղծող հոսքերի նկատմամբ (B5) ցնցումները:

Պետական պարտքի վերլուծության արդյունքները ճիշտ մեկնաբանելու համար պետք է դիտարկել ժամանակի ընթացքում պարտքի բեռի ցուցանիշների էվոլյուցիան, հաշվի առնելով, որ կողմնորոշիչ շեմերը վերաբերում են միայն արտաքին պարտքին, պահպանել հավասարակշռություն մեխանիկական և դատողական կամ որակական գնահատումների

միջև, բացահայտել խոցելիությունները (արդյո՞ք պարտքի բեռի որոշակի ցուցանիշներ ավելի խոցելի են ցնցումների նկատմամբ) և քաղաքականության համար հետևանքները (ավելի արտոնյալ պարտքի ֆինանսավորման, եկամուտների ավելացման, հարկային վարչարարության ամրապնդման, պարտքի կառավարման բարելավման անհրաժեշտություն):

Եզրափակելով մոդելի համառոտ նկարագրությունը կարելի է փաստել, որ ՊԿՎ-ի լավ որակը պայմանավորված է դրա հիմքում ընկած ելակետային սցենարի որակով, կարևոր է պարտքի չմարման ռիսկը ավտոմատ չգնահատել և հստակ քննարկել դասակարգման տրամաբանությունը և անորոշության հիմնական աղբյուրները: Պարտքի կայունության շրջանակը ցածր եկամտով երկրների պարտքի ռիսկի հարցի միակ պատասխանը չէ, սակայն այն հանրամատչելի միակ մանրամասն և ստանդարտացված վերլուծությունն է:

3. ՀՀ կառավարության պարտքի կայունության վերլուծությունը

Հայաստանի պարտքի իրավիճակն անհրաժեշտ է դիտարկել կայունության և վճարունակության տեսանկյունից: Հայաստանը վճարունակ է, եթե եկամտի հոսքի (առանց տոկոսավճարների) զուտ ներկա արժեքը (ՋՆԱ) առնվազն այնքան է, որքան ծախսերի ՋՆԱ և ցանկացած սկզբնական պարտքի գումարը, այսինքն երկիրը բավարարում է իր միջժամանակային բյուջետային սահմանափակմանը: Սա կառավարության համար ենթադրում է, որ հետագա առաջնային հաշվեկշիռների ՋՆԱ պետք է հավասար կամ մեծ լինի պետական պարտքի մեծության ՋՆԱ-ից կամ պարզապես հավասար կամ մեծ պետական պարտքի մեծությունից, եթե վերջինս թողարկվել է շուկայականին մոտ տոկոսադրույքներով:

3.1. Հիմնական մակրոտնտեսական ենթադրությունները (2017-2037թթ.)

Մոդելում ներառված մակրոտնտեսական ենթադրությունները հիմնված են ՀՀ ֆինանսների նախարարության մակրոտնտեսական վարչության կողմից կազմվող երկարաժամկետ ֆինանսական ծրագրի ցուցանիշների վրա:

Կանխատեսվող ժամանակահատվածի (2017-2037թթ.) սկզբում **իրական ՀՆԱ-ի** աճը համաշխարհային տնտեսության դրական զարգացումներին զուգընթաց, որոնք դրսևորվում են հատկապես արտահանման և տրանսֆերտների աճի բազմարկիչ ազդեցությամբ, առաջին հերթին պայմանավորված կլինեն տնտեսության դիվերսիֆիկացմամբ, արդյունաբերության զարգացմամբ և տնտեսության արտահանման ուղղվածության խորացմամբ: Արդյունքում կանխատեսվող ժամանակահատվածի վերջում կունենանք ՀՆԱ-ի կազմում արդյունաբերության և ծառայությունների տեսակարար կշիռների աճ՝ գյուղատնտեսության և շինարարության նվազման պարագայում: Կանխատեսվող ժամանակահատվածում (2017-2037թթ.) ենթադրվում է ՀՆԱ-ի միջինը 5.1% աճ:

Ներդրումների կառուցվածքը կարտացոլի ՀՆԱ-ի ճյուղային կառուցվածքի զարգացման միտումը՝ խթանելով արտադրական նշանակության շինարարությունը:

Կանխատեսման ժամանակաշրջանի ընթացքում ենթադրվում է **գնաճի** 2.4 տոկոս 2017 թվականին, և հետագա տարիներին կայուն մակարդակ 4 տոկոսի շրջակայքում, ինչը

պայմանավորված է ՀՀ Կենտրոնական բանկի կողմից իրականացվող գնաճի թիրախավորման քաղաքականությամբ:

Արտահանումը⁴ կանխատեսվում է, որ կունենա առաջանցիկ աճ ներմուծման համեմատ, կրելով հիմնականում ներքին տնտեսության զարգացումների և կառուցվածքային տեղաշարժերի, ինչպես նաև միջազգային տնտեսությանը ՀՀ տնտեսության ինտեգրման գործընթացի ազդեցությունը, և մինչև 2037թ. կաճի միջինը մոտ 8.4% տարեկան:

Ընթացիկ հաշվի պակասուրդ/ՀՆԱ հարաբերակցությունը ըստ կանխատեսումների կունենա առավելապես կայուն վարքագիծ: Ընթացիկ հաշվի պակասուրդը բացարձակ մեծություններով կանխատեսման ժամանակահատվածում կկազմի միջինը 1.2 մլրդ. դոլար:

Դրամական փոխանցումները⁵ կանխատեսվող ժամանակահատվածում աճում են միջինում 6.9%-ով՝ ժամանակակա հատվածի վերջում հասնելով 2.8 մլրդ. դոլարի:

Պետական եկամուտներ/ՀՆԱ հարաբերությունը ենթադրվում է, որ կաճի 2016 թվականի 23.1%-ից մինչև մոտ 25.4% ՀՆԱ-ի նկատմամբ դիտարկվող ժամանակաշրջանի վերջում: Հարկաբյուջետային հատվածի ծրագրավորման հիմնական նպատակներն են հանդիսացել հարկեր/ՀՆԱ ցուցանիշը, պետական բյուջեի պակասուրդի կայունացումը, կապիտալ ծախսեր/ՀՆԱ ցուցանիշի նպատակադրումը:

Պետական բյուջեի պակասուրդի երկարաժամկետ ծրագրավորման հիմքում պակասուրդի կայուն մակարդակի պահպանումն է միջինում 2.1, իսկ ժամանակաշրջանի վերջում՝ ՀՆԱ-ի 1.9 տոկոսի սահմաններում:

Զուտ ՕՈՒՆ-ները ըստ կանխատեսման կաճեն միջինը 16.25%՝ ժամանակահատվածի վերջում հասնելով 1,69 մլրդ. դոլարի:

Փոխարժեքն ընդունվել է կայուն, ինչը պայմանավորված է վերջինիս երկարաժամկետ կանխատեսման գործիքների բացակայությամբ:

Մակրոտնտեսական ենթադրությունների ռիսկեր մակրոտնտեսական ենթադրությունները պարունակում են որոշակի ռիսկեր, որոնցից հիմնականը երկուսն են: Առաջին հերթին, փոխարժեքը 2018 թվականից մնում է անփոփոխ, ինչը ենթադրում է պարտքի բեռի ավտոմատ նվազում: Ինչպես նշվեց՝ այս հանգամանքը պայմանավորված է

⁴ Ապրանքների և ծառայությունների

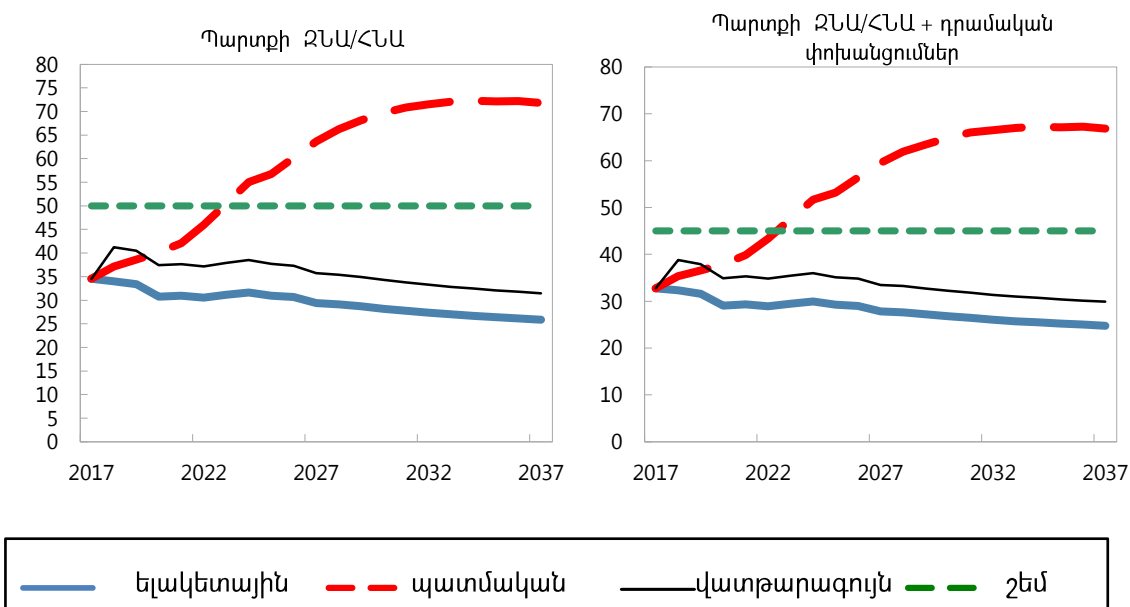
⁵ Այստեղ դրամական փոխանցումների տակ հասկանում ենք մասնավոր տրանսսֆերտների և սեզոնային աշխատողների փոխանցումների գումարը

ներկայումս տնտեսագիտության մեջ փոխարժեքի երկարաժամկետ կանխատեսման հավաստի մոդելների բացակայությամբ: Մյուս հիմնական դիսկն է՝ արտահանման համեմատաբար մեծ աճերը, որը զուգորդվում է անփոփոխ փոխարժեքով, ինչը իր հերթին պետք է ենթադրի մեր ապրանքների և ծառայությունների որակի բարձրացում մրցունակությունը պահպանելու համար:

3.2. ՀՀ կառավարության արտաքին պարտքի կայունության վերլուծություն

Հայաստանի ՊԿ վերլուծության արդյունքում ստացվել են հետևյալ արդյունքները.

Գծապատկեր 2. Պարտքի ՋՆԱ/ՀՆԱ և պարտքի ՋՆԱ/ՀՆԱ+դրամական փոխանցումներ⁶



Ինչպես երևում է Գծապատկեր 2-ից, պարտքի ՋՆԱ/ՀՆԱ հարաբերակցությունը կանխատեսվող ժամանակահատվածում ցածր է մնում շեմից ելակետային և «վատթարագույն»՝ կանխատեսվող առաջին տարում փոխարժեքի միանգամյա 20 տոկոսանոց արժեզրկման սցենարների դեպքում: Դրանցից առաջինի դեպքում ցուցանիշը ողջ կանխատեսվող հորիզոնում ունի նվազման միտում, իսկ երկրորդի դեպքում նախ աճում է, ապա նվազում՝ ելակետային սցենարի դեպքում արձանագրվող միտումներին զուգահեռ:

⁶ Այն երկրների համար, որոնք ունեն արտերկրից խոշոր դրամական փոխանցումներ (remittances) պարտքի ցուցանիշները ընդունված է հաշվարկել նաև դրամական փոխանցումների ներառմամբ, սակայն այս դեպքում շեմը նվազում է

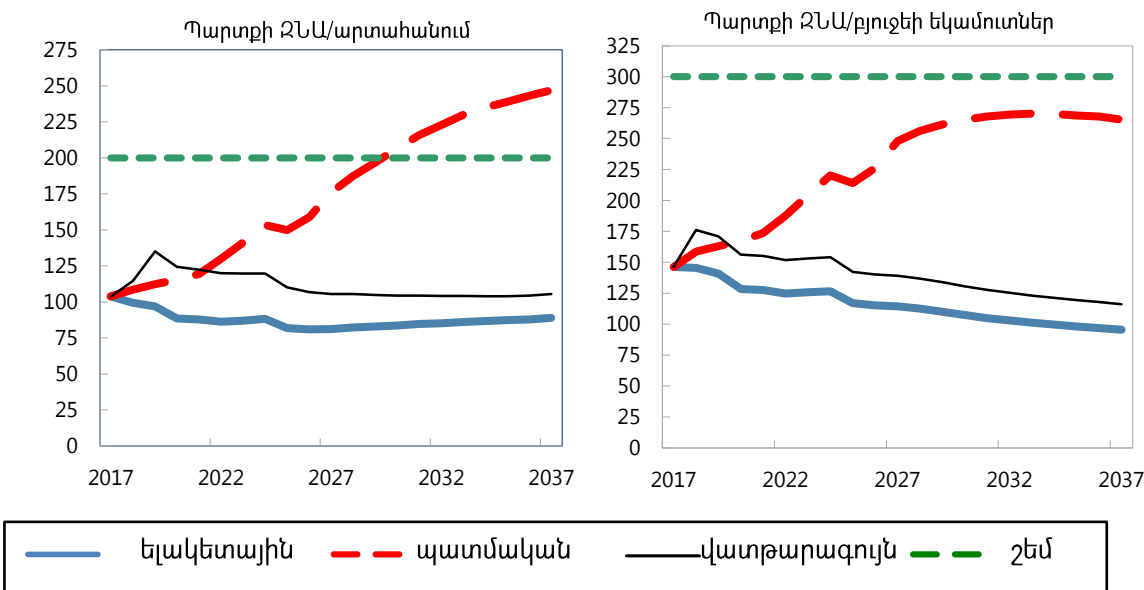
Արտաքին պարտքի ՁՆԱ/ՀՆԱ հարաբերակցությունը ելակետային սցենարի դեպքում կանխատեսվող հորիզոնի վերջում հասնում է 25.8, իսկ վատթարագույն սցենարի դեպքում՝ 31.5 տոկոսի:

Պարտքի ՁՆԱ/ՀՆԱ հարաբերակցությունը հատում է շեմը պատմական սցենարի դեպքում, երբ ՀՆԱ աճի տեմպը, ՀՆԱ դեֆլյատորը, ընթացիկ հաշիվը (առանց տոկոսավճարների) և ՕՈՒՆ-երի զուտ հոսքերը սահմանվում են իրենց պատմական միջիններով: Այս դեպքում՝ կանխատեսվող հորիզոնի վերջում պարտքի ՁՆԱ/ՀՆԱ հարաբերակցությունը հասնում է 72.2 տոկոսի:

Նույն են ռիսկերը նաև դրամական փոխանցումների հետ հաշվարկված պարտքի ՁՆԱ/ՀՆԱ ցուցանիշի դեպքում: Իսկ այն հանգամանքը, որ այս տարբերակում այն ավելի ցածր շեմին մոտենում է գրեթե նույն ժամանակահատվածում վկայում է, որ դրամական փոխանցումների նվազման դեպքում պարտքի խնդիրները կարվեն:

Արտաքին պարտքի ՁՆԱ/արտահանում և արտաքին պարտքի ՁՆԱ/եկամուտներ հարաբերակցությունների վարքագիծը սթրեսս սցենարների դեպքում նման է նախորդ ցուցանիշների վարքագծին՝ բացառությամբ, որ պարտքի ՁՆԱ/եկամուտներ հարաբերակցության դեպքում շեմի գերազանցում տեղի չի ունենում:

Գծապատկեր 3. Պարտքի ՁՆԱ/արտահանում և պարտքի ՁՆԱ/բյուջեի եկամուտներ



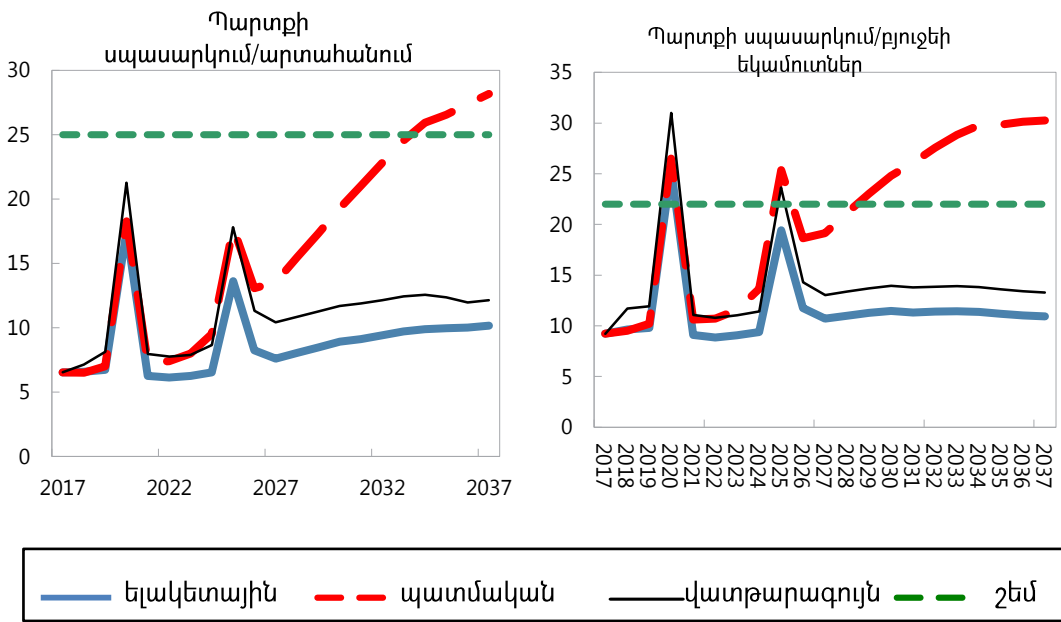
Պարտքի ՁՆԱ/արտահանում հարաբերակցությունը ելակետային և «վատթարագույն» սցենարների ներքո կանխատեսվող հորիզոնում էականորեն ցածր է մնում շեմից, իսկ պատմական սցենարի դեպքում ժամանակահատվածի վերջում հասնում է 246.9%-ի: Այստեղ «վատթարագույն» սցենարը արտահանման աճի ավելի ցածր տեմպերն են (պատմական աճի տեմպից հանած 1 միավոր ստանդարտ շեղումը):

Պարտքի ՁՆԱ/բյուջեի եկամուտներ հարաբերակցությունը ելակետային սցենարի դեպքում կանխատեսվող հորիզոնում նվազում է, «վատթարագույն» սցենարի դեպքում նախ աճում, ապա՝ նվազում ելակետային սցենարի միտումներին զուգահեռ, իսկ պատմական սցենարի դեպքում կանխատեսվող ժամկանակահատվածի առաջին կեսին աճում է՝ մոտենալով շեմին, ապա կայունանում և սկսում նվազել՝ ժամանակահատվածի վերջում կազմելով 267.8%: Այստեղ վատթարագույն սցենարը փոխարժեքի միանգամյա 20 տոկոս արժեզրկումն է:

Պարտքի սպասարկում/արտահանում և պարտքի սպասարկում/բյուջեի եկամուտներ հարաբերակցությունները բոլոր սթրես սցենարների դեպքում կանխատեսվող հորիզոնում տատանողական դինամիկա ունեն: Այն 2 բարձրակետ ունի՝ առաջինը 2020, իսկ երկրորդը՝ 2025 թվականներին՝ պայմանավորված այդ տարիներին ընկնող եվրոպարտատոմսերի մարումներով: Ընդ որում՝ պարտքի սպասարկում/բյուջեի եկամուտներ հարաբերակցությունը առաջինի ժամանակ գերազանցում է շեմը բոլոր, և երկրորդի ժամանակ՝ միայն պատմական և «վատթարագույն» սցենարների դեպքում: «Վատթարագույն» սցենարն առաջինի համար արտահանման աճի ցածր տեմպերն են (պատմական միջին աճի տեմպից հանած 1 միավոր ստանդարտ շեղումը), իսկ երկրորդի համար՝ փոխարժեքի մեկանգամյա 20% արժեզրկումը:

2026թ-ից հետո ինչպես պարտքի սպասարկում/արտահանում, այնպես էլ պարտքի սպասարկում/բյուջեի եկամուտներ ցուցանիշները հիմնականում կայուն են բազային և «վատթարագույն» սցենարների դեպքում, իսկ պատմական սցենարի դեպքում առաջինը հատում է շեմը 2034, իսկ երկրորդը 2026թ-ին շեմից ցածր ընկելուց հետո նորից գերազանցում այն 2028թ-ին:

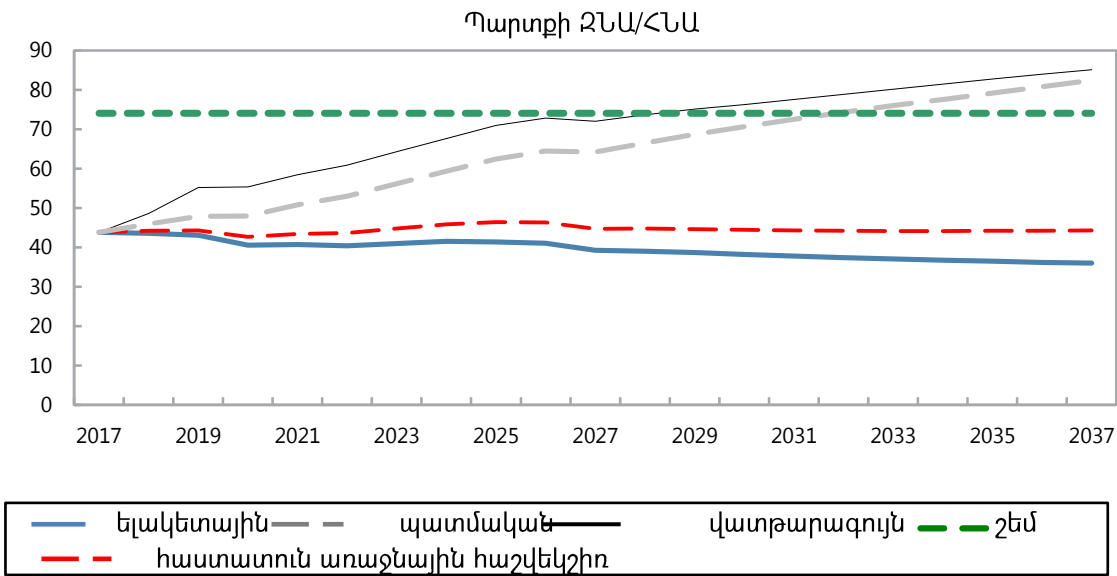
Գծապատկեր 4. Պարտքի սպասարկում/արտահանում և պարտքի սպասարկում/բյուջեի եկամուտներ



3.3. ՀՀ կառավարության պարտքի կայունության վերլուծություն

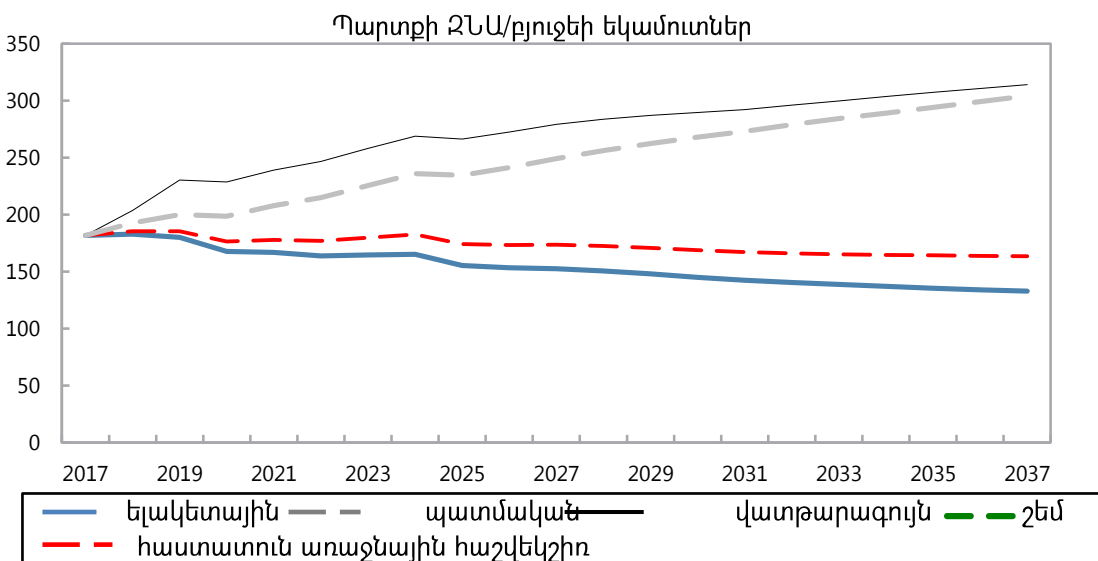
Պետական պարտքի ԶՆԱ/ՀՆԱ հարաբերակցությունը կանխատեսվող հորիզոնում հատում է շեմը «վատթարագույն»՝ ցածր տնտեսական աճի(պատմական միջին տեմպից հանած 1 միավոր ստանդարտ շեղումը) և պատմական սցենարների դեպքում: Առաջինի դեպքում կանխատեսվող հորիզոնի վերջում հասնում է 85.1, իսկ երկրորդի դեպքում՝ 82.4 տոկոսի: Ելակետային սցենարի դեպքում հարաբերակցությունը կանխատեսվող հորիզոնում աստիճանական նվազման միտում ունի, իսկ հաստատուն առաջնային հաշվեկշռի սցենարի դեպքում առավելապես կայուն է:

Գծապատկեր 5. Պետական պարտքի բեռը ելակետային և այլընտրանքային սցենարների ներքո



Պետական պարտքի ՉՆԱ/բյուջեի եկամուտներ հարաբերակցությունը «վատթարագույն»(ցածր տնտեսական աճի) և պատմական սցենարների դեպքում աճող տրենդ ունի, և կանխատեսվող ժամանակահատվածի վերջում հասնում է համապատասխանաբար 313.9 և 304 տոկոսի: Իսկ ելակետային և հաստատուն առաջնային հաշվեկշռի սցենարների դեպքում տրենդը նվազող է (տե՛ս Գծապատկեր 6): Փաստորեն՝ երկարաժամկետ ցածր տնտեսական աճի դեպքում ՀՀ պետական պարտքի էական ռիսկեր է պարունակում:

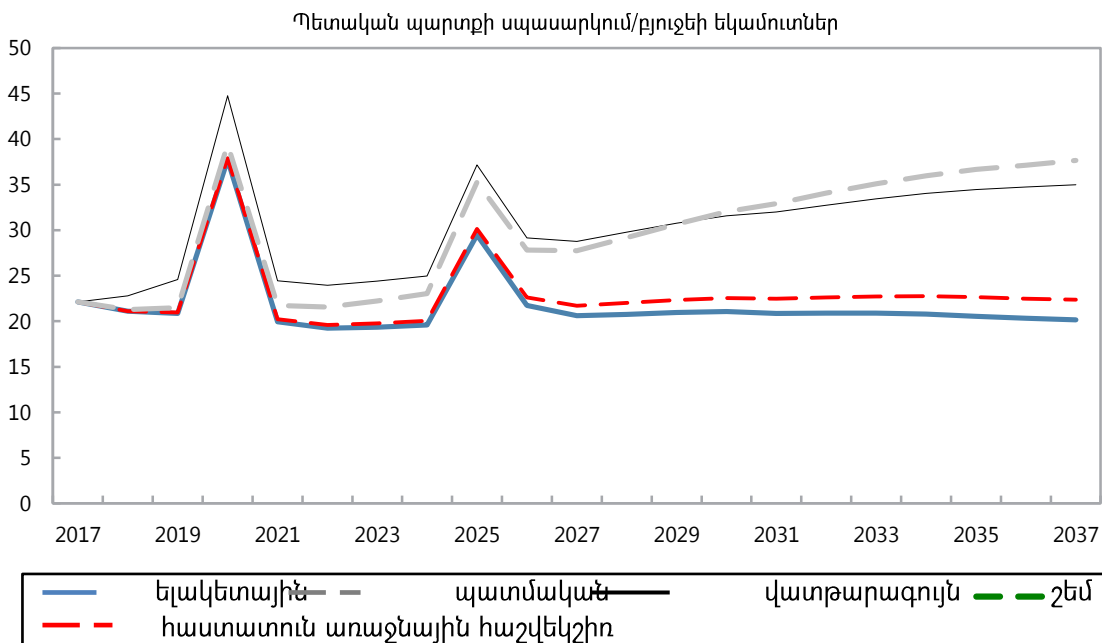
Գծապատկեր 6. Պետական պարտքի բեռը ելակետային և այլընտրանքային սցենարների ներքո



Պետական պարտքի սպասարկում/բյուջեի եկամուտներ հարաբերակացությունը կանխատեսվող ժամանակահատվածի առաջին կեսում ունի տատանողական, և երկրորդ կեսում՝ կայուն վարքագիծ:

Եվրոբոնդերի մարումներին հաջորդող ժամանակահատվածում ցուցանիշը պատմական և «վատթարագույն»(ցածր տնտեսական աճի) սցենարների դեպքում ունի աճի, իսկ ելակետային հաստատուն առաջնային հաշվեկշիռների սցենարների դեպքում՝ աստիճանական նվազման տրենդ(տե՛ս Գծապատկեր 7):

Գծապատկեր 7. Պետական պարտքի սպասարկումը ելակետային և այլընտրանքային սցենարների ներքո



4. Եզրակացություններ

Ամփոփելով ՀՀ պարտքի կայունության գնահատումը կարելի է անել հետևյալ եզրակացությունները.

- ՀՀ պետական պարտքը կտրուկ աճել է 2009թ-ին, ապա առավել թույլ տեմպերով շարունակվել մինչև 2013թ-ը, իսկ 2015 և 2016թթ նորից արագացել՝ պայմանավորված ՀՀ տնտեսության ստացած արտաքին ցնցումներ ազդեցությանը խթանող հարկաբյուջետային քաղաքականությամբ հակազդելու անհրաժեշտությամբ:
- 2016թ-ին ՀՀ պետական պարտքը կազմել է 5942 մլրդ. դոլար, իսկ պարտք/ՀՆԱ հարաբերակցությունը՝ 56.6 տոկոս: Միջնաժամկետում պարտքը կկրի բյուջեի պակասուրդի աստիճանական նվազման ազդեցությունը, և այնուհետև աստիճանաբար կնվազի 2017թ-ի համար ծրագրավորված մակարդակից ներքև:
- **ՀՀ կառավարության պարտքի կայունության վերլուծության արդյունքները վկայում են, որ երկարաժամկետում ՀՀ կառավարության պարտքը կայուն է, սակայն զգայուն է տնտեսական աճի և փոխարժեքի ցնցումների նկատմամբ.**

✓ **ՀՀ կառավարության պարտքը ներկայումս գտնվում է չափավոր ռիսկայնության տիրույթում:** Այսպես պարտքի կայունության վերլուծության արդյունքում, և արտաքին, և պետական պարտքի մասով, բացառությամբ արտաքին պարտքի սպասարկում/բյուջեի եկամուտներ ցուցանիշի, բոլոր ցուցանիշները ելակետային սցենարի դեպքում ցածր են գտնվել սահմանված շեմային մակարդակներից: Շեմային մակարդակները ցուցանիշների մեծ մասի դեպքում խախտվում են «պատմական» սցենարի դեպքում, իսկ պետական պարտքի ԶՆԱ/ՀՆԱ ցուցանիշի դեպքում խախտում է արձանագրվում նաև «վատթարագույն» սցենարի դեպքում:

✓ **ՀՀ կառավարության պարտքի կայունությունը առավել զգայուն է հիմնականում փոխարժեքի արժեզրկման և տնտեսական ցածր աճի նկատմամբ:** «Վատթարագույն» սցենարները արտաքին պետական պարտքի մասով՝ դրամի 20 տոկոսանոց արժեզրկումն է, երկարաժամկետում ցածր տնտեսական աճը և արտահանման աճի ցածր տեմպերը, իսկ պետական պարտքի մասով՝ երկարաժամկետ ցածր տնտեսական աճը: