ՇՈՒԿԱՅԱԿԱՆ ՏՈԿՈՍԱԴՐՈՒՅՔՆԵՐԻ ԴԵՐԸ ՊԱՐՏՔԻ ԿԱՅՈՒՆԱՑՄԱՆ ՀԱՄԱՏԵՔՍՏՈՒՄ.

ԻՆՉՊԵՍ ԿԱՐՈՂ Է
ՎԵՐԱՀԱՍՏԱՏՎԵԼ ՊԱՐՏՔԻ
ԿԱՅՈՒՆ ՄԻՋԱՎԱՅՐ

DOI: 10.52174/2579-2989_2021_1_39

Հիմնաբառեր. պետական պարտք, հարկաբյուջեդային կանոններ, հարկաբյուջեդային կոնսոլիդացիա, պետական պարտավորումների եկամտաբերություն, եվրոպարտավորումներ

Պայմանավորված 2020 թ.-ի ընթացքում գրանցված տնտեսական և սոցիալական մի քանի ցնցումներով՝ ՀՀ տնտեսությունում այսօր առաջացել են պետական պարտքի կայունությունը վրանգող որոշակի ռիսկեր: Համաձայն կանխատեսումների՝ և՛ 2020 թ., և՛ 2021 թ. պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշները կլինեն հարկաբյուջեդային կանոններով սահմանված շեմային մակարդակներից բարձր, որոնց նվազեցման նպատակով նախատեսվել է իրականացնել հարկաբյուջեդային կոնսոլիդացիա: Սակայն, միայն պարտքի բացարձակ աճին նայելով, հնարավոր չէ վկայել դրա անկայունության մասին: Ուստի, ուսումնասիրելով պարտքի պորտֆելը և պարտքային շուկան, մասնավորապես՝ ընդհանուր պարտքի կառուցվածքում երկարաժամկետ պարտքի մեծ տեսակարար կշիռը և շուկայական տոկոսադրույքները՝ փորձ է արվել բացահայտելու դրանց դերը համապատասխան կայունության ապահովման գործում:

COVID-19 համավարակի և Ադրբեյջանի կողմից Արցախի Հանրապետության դեմ սանձազերծված լայնածավալ պատերազմական գործողությունների հետևանքները հաղթահարելու և տնտեսական անկումից վերականգնվելու համար անհրաժեշտ է ապահովել տնտեսական կայունություն: Եվ ամենևին էլ գաղտնիք չէ, որ մակրոտնտեսական կայունության առանցքային բաղադրիչներից մեկը հենց հարկաբյուջետային կամ պետական պարտքի կայունությունն է: 2020 թ.-ի արդյունքներով, ՀՀ կառավարության պարտքն ավելացել է 646.6 մլրդ դրամով, ինչը կանխատեսվող ՀՆԱ պայմաններում նշանակում է պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշի 14.7

Տաթևիկ ՌՈՍՏՈՄՅԱՆ

ՀՊՏՀ մագիստրանտ

2019 թ., գերազանցությամբ ավարտելով ՀՊՏՀ բակալավրիալը («Մակրոտնտեսական քաղաքականություն և կանխատեսում»), ընդունվել է մագիստրատուրա՝ «Մակրոտնտեսական վերլուծություն» մասնագիտությամբ: Ուսմանը զուգահեռ, «Ամբերդ» հեղինակական կենտրոնի հեղինակական խմբի անդամ է, ինչպես նաև աշխատում է ՀՊՏՀ շարունակական կրթության և վերապատրաստումների բաժնում՝ որպես առաջատար մասնագետ:

տոկոսային կետով ավելացում: Ըստ կանխատեսումների՝ 2021 թ.-ի վերջին կառավարության պարտքը ՀՆԱ-ի նկատմամբ կավելանա ևս 4.5 տոկոսային կետով՝ կազմելով ՀՆԱ 66.0 տոկոսը¹:

Համաձայն ԱՄՀ՝ պարտքի կայունության վերջին գնահատումների² ՀՀ պետական պարտքը դեռևս հաստատուն մակարդակում է: Սակայն, գաղտնիք չէ նաև, որ եթե բարձր եկամուտ ունեցող երկրները հնարավորություն ունեն գրանցելու պետական պարտքի մեծածավալ աճ, ապա զարգացող երկրները, ինչպիսին Հայաստանն է, չեն կարող ցուցաբերել նմանատիպ վարքագիծ: Եթե պարտքի բեռի աճը ժամանակին չսահմանափակվի, ապա պարտքն անկայուն կդառնա՝ թողնելով համապատասխան հետևանքներ ամբողջ տնտեսության և հասարակության վրա: Հարց է առաջանում. ինչպե՞ս է կարողանալու ՀՀ կառավարությունը կայունացնել պարտքի բեռի աճը և երբ:

Ձևային առումով, Հայաստանի Հանրապետությունում պետական պարտքի կա-

յունության «երաշխիքը» հարկաբյուջետային կանոններն են: 2018 թ.-ից սկսած՝ ուժի մեջ է մտել հարկաբյուջետային կանոնների արդիականացված համակարգ, որի հիման վրա 2018-2019 թթ.-ին կառավարությունն իրականացրել է, այսպես կոչված, «հարկաբյուջետային կոնսոլիդացիա (ճշգրտում)»՝ նվազեցնելով պարտքի բեռը 50%-ից ներքև: Սակայն, 2020 և 2021 թվականները, ըստ այդ նույն կանոնների, ճանաչվել են «բացառիկ իրավիճակ», որով էլ պայմանավորված՝ 2020 թ.-ի հարկաբյուջետային կանոնների ծրագրային ցուցանիշները շեղվել են ծախսային կանոններով պահանջվող սահմանաձեռից:

Կանոնները պետք է գործեն անմիջապես, երբ տնտեսական շուկր հաղթահարվի: Այս համատեքստում, ՀՀ կառավարությունը նախատեսում է մինչև 2026 թ.-ը կրկին իրականացնել հարկաբյուջետային կոնսոլիդացիա և նվազեցնել պարտքը՝ հասցնելով դա 60%-ից ցածր մակարդակի: 2021 թ. Բյուջետային ուղերձում տնտե-

ԱՂՅՈՒՄԱԿ 1

Փաստացի և ծրագրավորված հարկաբյուջետային քաղաքականության համապատասխանությունը հարկաբյուջետային կանոններին³

Կանոնի ցուցանիշ	Ուղենշային ցուցանիշ	2019		2020		2021	
		Սահմ.	Փաստ.	Սահմ.	Պլան.	Սահմ.	Պլան.
Պետական բյուջեի ոչ ֆինանսական ակտիվների գծով ծախսեր	>= պետական բյուջեի պակասուրդ, մլրդ դրամ	64.0	193.0	429.7	284.7	347.7	216.3
Պետական բյուջեի ընթացիկ առաջնային ծախսերի աճի տեմպ*	<= նախորդ 7 տարիների անվանական ՀՆԱ աճի միջին տեմպ, %	6.1	5.9	5.9	12.8	6.4	6.2
Պետական բյուջեի ընթացիկ ծախսեր	<= հարկային եկամուտների և տուրքերի ծավալ, մլրդ դրամ**	-**	1437.1	-	1622.7	-	1634.6
Կառավարության պարտք/ՀՆԱ, %		49.9		61.5		66.0	

* Հաշվարկված է որպես երկու տարի առաջ (t-2) արձանագրված ցուցանիշի նկատմամբ համապատասխան տարվա (t) հավելածի տեմպի կես:

** Պետական պարտքի առկա չափի դեպքում կիրառելի չէ:

¹ Հայաստանի Հանրապետության կառավարության 2021 թվականի բյուջետային ուղերձ, Երևան 2020թ., https://minfin.am/hy/page/petakan_byuje_2021t

² Republic of Armenia, Second review under the stand-by arrangement, requests for augmentation of access, modification of performance criteria, and monetary policy consultation clause— press release; staff report; staff supplement; and statement by the alternate executive director, IMF Country Report No. 20/176.

³ Աղբյուրը՝ Հայաստանի Հանրապետության կառավարության 2021 թվականի բյուջետային ուղերձ, Երևան, 2020, https://minfin.am/hy/page/petakan_byuje_2021t

ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 1

ՀՀ կառավարության պարտքի կառուցվածքում ներքին պարտքի կշիռը⁴

սական աճը համարվում է ՀՀ կառավարության պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշի նվազմանը նպաստող հիմնական գործոն: Սակայն, բացի տնտեսական աճից, պարտքի բեռի շարժընթացը որոշող այլ կարևոր գործոններ էլ կան, մասնավորապես՝ բյուջեի պակասուրդ, տոկոսադրույք, պարտքի կառուցվածք, փոխարժեք:

Ըստ մասնագետների դատողությունների՝ պարտքը, սովորաբար, համարվում է կայուն, քանի դեռ տոկոսադրույքը ցածր է տնտեսական աճից: Հակառակ դեպքում, այն կարող է անկայուն կերպով աճել՝ հանգեցնելով տնտեսությունում կայունության հիմնախնդրի առաջացմանը: Ընդ որում, եթե տնտեսական աճի հեռանկարները բավական անորոշ և դժվար կանխատեսելի են, ապա տոկոսադրույքը ժամանակի մեջ ավելի կայուն է՝ պարտքի պորտֆելում ամրագրված տոկոսադրույքով գործիքների մեծ կշռի շնորհիվ: Այնուամենայնիվ, կարևորվում են նաև շուկայական գործիքների տոկոսադրույքները, քանի որ դրանք պարտքի կայունության յուրօրինակ ցուցիչ են, ինչպես, օրինակ, ներքին պարտքի տոկոսադրույքները, որոնց՝ 2020 թ.-ին գրանցած աճը որոշակի ռիսկեր է ստեղծում պարտքի կայունության նկատմամբ: Վերջին տարիներին ներքին պարտքի շուկան ընդլայնվել է նշանակալի տեմպերով: Դրա կարևորությունը ՀՀ տնտեսության համար անբեկանելի է, քանի որ Հայաստանը, լինելով արտաքին աշխարհից մեծ կախվա-

ծության մեջ գտնվող երկիր, մշտապես առերեսվում է փոխարժեքի ռիսկին: Սակայն, երկիրը չի կարող դիմել միայն ներքին պարտքի, քանի որ փոխարժեքի ռիսկի նվազումը հանգեցնում է ինչպես տոկոսադրույքի ռիսկի, այնպես էլ պարտքի սպասարկման ծախսերի աճի:

Պայմանավորված 2020 թ.-ի տնտեսական ցնցումներով՝ գործ ունենք ներքին պարտքի տոկոսադրույքների որոշակի աճի հետ, ուստի, դիտարկենք պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունները: Տարվա ընթացքում ՀՀ պետական պարտատոմսերի միջին կշռված եկամտաբերություններն ունեցել են աճի միտում, ինչն էլ հանգեցրել է որոշակի ռիսկերի կուտակման. երկրորդ ու երրորդ եռամսյակներում ցուցանիշների՝ ինչ-որ չափով նվազման պատճառ են դարձել ԿԲ խթանող դրամավարկային քաղաքականությունը և ֆինանսական շուկայում անորոշությունների նվազումը: Մինչդեռ չորրորդ եռամսյակի իրադարձություններն առաջացրել են նոր ռիսկեր և մարտահրավերներ, որոնք էլ ընդգրկվել են պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության բարձրացման մեջ:

Քննարկելով պարտքի կայունության առումով ռիսկ ստեղծող գործոնները՝ անհրաժեշտ է նաև հասկանալ, թե որոնք են դրանց հակակշիռները: Նախ՝ նշենք, որ կառավարության պարտքի կառուցվածքում, ինչպես ըստ թողարկման (ներգրավման), այնպես էլ ըստ մինչև մարումը մնացած մի-

⁴ http://www.minfin.am/hy/page/petakan_partqi_veraberyal_ampop_tvyalner/ և պետական պարտքի հաշվետվություններ:

ԱՂՅՈՒՍԱԿ 2

ՀՀ պետական պարտատոմսերի միջին կշռված եկամտաբերությունը⁵

	2019	2020											
	Դ	<	Փ	Մ	Ա	Մ	<	<	Օ	Ս	<	Ն	Դ
ՊԿՊ եկամտաբերություն ⁶	5.7	5.6	5.6	5.6	5.7	5.8	5.8	5.6	5.7	5.7	5.7	5.9	6.1
ՊՄՊ եկամտաբերություն ⁶	6.5	-	6.6	6.3	7.0	7.1	6.7	-	6.9	6.4	7.0	-	7.7
ՊԵՊ եկամտաբերություն ⁶	-	8.1	-	-	9.4	-	-	7.9	-	-	9.1	-	-

ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 2

Կառավարության պարտքի կառուցվածքն ըստ ժամկետայնությունների⁷

ջին ժամկետայնության, գերակշռում է երկարաժամկետ (5 տարուց ավելի ժամկետայնությամբ) պարտքը, ինչը նշանակում է, որ իրացվելիության ռիսկերը կառավարելի են:

Պարտքային նման կառուցվածքի արդյունքում հաջորդ դրական երևույթը, որ գործել է պարտքի կայունության օգտին, եվրոպարտատոմսերի եկամտաբերությունն է, որը 2020 թ.-ին մնացել է անփոփոխ:

Այս տարի կապիտալի միջազգային շուկայում Հայաստանի կառավարությունը տեղաբաշխել է 750 մլն ԱՄՆ դոլար ծավալով, 10 տարի մարման ժամկետով, 3.6% արժեկտրոնային եկամտաբերությամբ եվրոպարտատոմսեր, ինչի արդյունքում ձևավորված եկամտաբերությունը կազմել է 3.875%:

Ըստ ֆինանսների նախարար Ա. Զանջուղազյանի՝ շուկայի նպաստավոր պայմանները հաշվի առնելով՝ նպատակահարմար է եղել բյուջեով նախատեսված 500 մլն ԱՄՆ դոլարի փոխարեն՝ ներգրավել 250 մլն ԱՄՆ դոլարով ավելի գումար: Հարկ է նշել, որ Հայաստանը նախորդ անգամ եվրոպարտատոմսեր տեղաբաշխել էր 2019 թվականի սեպտեմբերին, երբ 10 տարի մարման ժամկետով, 500 մլն դոլար ծավալով պարտատոմսերի արժեկտրոնի եկամտաբերությունը կազմել էր 3.95%, իսկ տեղաբաշխման եկամտաբերությունը՝ 4.2%: Այսինքն՝ քանի դեռ տնտեսությունը շուկերի (ցնցումների) ազդեցության տակ է, տոկոսադրույքների ներկա մակարդակը հնարավորություն է տալիս ապահովելու կայունություն, քանի որ պետական

⁵ ՀՀ ԿԲ տեղեկագիր, դեկտեմբեր, 2020, <https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/Statistical%20overview%20XII.2020.pdf>

⁶ Ներկայացված են առաջնային շուկայում տեղաբաշխված արժեթղթերի միջին կշռված եկամտաբերությունները:

⁷ http://www.minfin.am/hy/page/petakan_partqi_veraberyal_ampop_tvyalner/

պարտքի կայունության հիմնական նախապայմանը տնտեսական աճի գերազանցումն է տոկոսադրույքին: Հետևաբար՝ կարող ենք ասել, որ միջնաժամկետ և երկարաժամկետ հատվածում ՀՀ պետական պարտքը դեռևս կարելի է համարել կառավարելի: Միաժամանակ, այսպիսի զարգացումներին զուգահեռ, վերջին ամիսներին միջազգային ֆինանսական շուկաներում արձանագրվում է երկրի ռիսկի հավելվածարի գնահատականի վերականգնում: Սակայն, այս իրավիճակը կարող է արմատապես փոխվել ցածր տնտեսական աճի պահպանման դեպքում:

Ամփոփելով վերլուծությունը՝ կարող ենք համոզմունք հայտնել, որ ներկա պայմաններում հարկաբյուջետային և պարտքի կայունությունը, այսինքն՝ վերադարձը դեպի հարկաբյուջետային կանոնների ամբողջական պահպանմանը, առաջնային խնդիր է ՀՀ կառավարության համար: Այդ նպատակով արդեն իսկ 2021 թ. բյուջետա-

յին ուղերձով նախատեսվում է իրականացնել հարկաբյուջետային կոնսոլիդացիա՝ ուղղված պարտքի մակարդակի նվազեցմանը, կայունության պահպանմանը, ինչպես նաև երկարաժամկետ տնտեսական աճի խթանմանը՝ տարածք ստեղծելով պետական առաջնահերթ ներդրումների մասնաբաժնի մեծացման և ծախսերի իրականացման արդյունավետության մակարդակի բարձրացման համար: Բացի այդ, ՀՀ կառավարության պարտքի երկարաժամկետ բնույթն ու տոկոսադրույքների՝ դեռևս ցածր մակարդակում գտնվելը հիմնաքար են պետական պարտքի կառավարելիության պահպանման և կայունության վերահաստատման համար: Հետևաբար՝ կարող ենք ասել, որ, առանց պարտքի շուկան ուսումնասիրելու, միայն պետական պարտքի բացարձակ աճը դիտարկելը կարող է թյուր կարծիք ձևավորել դրա կայունության վերաբերյալ՝ տեղիք տալով սխալ եզրահանգումների:

ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅՈՒՆ

1. Հայաստանի Հանրապետության կառավարության 2021 թվականի բյուջետային ուղերձ, Եր., 2020, https://minfin.am/hy/page/petakan_byuje_2021t
2. Պետական պարտքի հաշվետվություններ:
3. ՀՀ ԿԲ տեղեկագիր, դեկտեմբեր, 2020, <https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/Statistical%20overview%20XII.2020.pdf>
4. Republic of Armenia, Second review under the stand-by arrangement, requests for augmentation of access, modification of performance criteria, and monetary policy consultation clause— press release; staff report; staff supplement; and statement by the alternate executive director, IMF Country Report No. 20/176
5. http://www.minfin.am/hy/page/petakan_partqi_veraberyal_ampop_tvyalner/

Татевик РОСТОМЯН
Магистрант, АГЭУ

ФИНАНСОВАЯ СИСТЕМА

РОЛЬ РЫНОЧНЫХ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК В КОНТЕКСТЕ СТАБИЛИЗАЦИИ ДОЛГА: КАК МОЖНО ВОССТАНОВИТЬ СТАБИЛЬНУЮ ДОЛГОВУЮ СРЕДУ?

В связи с несколькими экономическими и социальными потрясениями, зарегистрированными в 2020 году, сегодня в экономике Армении возникли определенные риски, угрожающие стабильности государственного долга. Согласно прогнозам, в 2020 и 2021 годах отношение долга к ВВП будет выше пороговых уровней, установленных фискальными правилами, для уменьшения которых планируется фискальная консолидация. Однако, только анализируя на абсолютный рост долга, невозможно свидетельствовать о нестабильности долга. Именно поэтому изучив портфель долговых обязательств и рынок государственного долга, в частности, большой удельный вес долгосрочного долга в структуре общего долга и рыночные процентные ставки, была предпринята попытка выявить их роль в обеспечении стабильности долга.

Ключевые слова: *государственный долг, фискальные правила, фискальная консолидация, доходность государственных облигаций, еврооблигации*

Tatevik ROSTOMYAN
MA Student, ASUE

FINANCIAL SYSTEM

ROLE OF MARKET INTEREST RATES IN THE CONTEXT OF DEBT STABILIZATION: HOW CAN A STABLE DEBT ENVIRONMENT BE RE-ESTABLISHED?

Due to several economic and social shocks that occurred in 2020, today certain risks have arisen in the Armenian economy that threaten the stability of the public debt. In 2020 and 2021, the debt-to-GDP ratio is projected to be above the thresholds set by fiscal rules, which is planned to be reduced by fiscal consolidation. However, just by looking at the absolute growth of debt, we cannot prove debt instability. That is why the paper examines the debt portfolio and the public debt market, in particular, a large share of long-term debt in the structure of total debt, and market interest rates, trying to determine their role in ensuring debt stability.

Key words: *Government debt, fiscal rules, fiscal consolidation, government bond yield, eurobonds*