

**ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՏՆՏԵՍԱԳԻՏԱԿԱՆ
ՀԱՄԱԼ ՍԱՐԱՆ**

ՀԱԿՈՒՅԱՆ Է ԴՈՒ ԱՐԴ ՆՈՐԱՅՐԻ

**ՊԵՏՈՒ ԹՅԱՆ ՊԱՐՏՔԱՅԻՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒ ԹՅԱՆ
ԱԶԴԵՑՈՒ ԹՅՈՒ ՆԸ ՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ԱՃԻ ԿՐԱ
(ՏԵՍՈՒ ԹՅԱՆ ԵՎ ՊՐԱԿՏԻԿԱՅԻ ՀԱՐՑԵՐ)**

ԱՏԵՆԱԿՈՍՈՒ ԹՅՈՒ Ն

Ը.00.01.-□Ընդհանուր տնտեսագիտություն □
մասնագիտությունը տնտեսագիտություն թեկնածուի գիտական
աստիճանի համար

Գիտական ղեկավար՝
տնտեսագիտություն դոկտոր, պրոֆեսոր
ՀՈՎՍԵՓ ԻՎԱՆԻ ԱՂԱՋԱՆՅԱՆ

ԵՐԵՎԱՆ 2016

ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆ

ՆԵՐԱԾՈՒԹՅՈՒՆ.....	2
ԳԼՈՒԽ 1: ՊԵՏԱԿԱՆ ՊԱՐՏՔԻ ԵՎ ՊԵՏՈՒԹՅԱՆ ՊԱՐՏՔԱՅԻՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ՏԵՍԱՄԵԹՈԴԱԿԱՆ ՀԻՄՔԵՐԸ	10
1.1. Պետական պարտքի և պարտքային քաղաքականության տեսություն և զարգացման հիմնախնդիրները	10
1.2. Պետության պարտքային ֆինանսավորման հայեցակարգերը	29
1.3. Պարտքը և պարտքային ու հարկաբյուրեղային քաղաքականության ունեցրի երկարաժամկետային ունեցողությունը	42
1.4. Պետական պարտքի կառավարումը որպես մակրոտնտեսական քաղաքականության առանձին ուղղություն	55
ԳԼՈՒԽ 2: ՊԵՏԱԿԱՆ ՊԱՐՏՔԻ ԵՎ ՊԵՏՈՒԹՅԱՆ ՊԱՐՏՔԱՅԻՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆԸ	70
2.1. Պետական պարտքի բեռը աշխարհում: 21-րդ դարի մարտահրավերները	70
2.2. Հայաստանի պետական պարտքի բեռի կուտակման փուլերը, տնտեսական գործունեությունը և մարտահրավերները	77
2.3. Հայաստանի արտաքին և ներքին պետական պարտքը և պետական պարտքի կառավարման հիմնախնդիրները	101
ԳԼՈՒԽ 3: ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՊԱՐՏՔԱՅԻՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ԱՁԴԵՑՈՒԹՅՈՒՆԸ ՏՆՏԵՍՈՒԹՅԱՆ ՎՐԱԵՎ ԲԱՐԵԼԱԿՄԱՆ ՈՒՂԻՆԵՐԸ	111
3.1. Պարտքային քաղաքականության հայեցակարգերի դրսևորման առանձնահատկությունները Հայաստանում	112
3.2. Հայաստանի պետական պարտքի կայունություն և վերլուծությունը և կառավարման ռիսկերը	118
3.3. Հայաստանի պետական պարտքի ազդեցությունը տնտեսական աճի վրա.....	140
3.3.1. Երկարաժամկետ ազդեցություն: Մակրոտնտեսական սահմանային արդյունքների և հատույցների գնահատում	140
3.3.1.1. Միջազգային փորձ	141
3.3.1.2. Ոլորտային արտաքին վարկերի ազդեցության գնահատում	155
3.3.1.3. Պետական ներդրումների ազդեցության գնահատում	167
3.3.2. Կարճաժամկետ ազդեցություն: Պետական բյուջեի ծախսերի բազմարկիչներ	173
3.4. Հայաստանի կառավարության պարտքային քաղաքականության բարելավման ուղիները	176
ԵԶՐԱԿԱՑՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ ԵՎ ԱՌԱՋԱՐԿՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ	186
ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ՑԱՆԿ	198
ՀԱՎԵԼՎԱԾՆԵՐ	1-9

ՆԵՐԱԾՈՒԹՅՈՒՆ

Ատենախոսության թեմայի արդիականությունը: Տնտեսագիտական գրականության մեջ պետական պարտքի և պետության պարտքային քաղաքականության վերաբերյալ ուսումնասիրությունները բավական այժմեական են: Ներկայումս տնտեսագիտական աշխարհում պետության կողմից պարտքի ներգրավման հարցի շուրջ չկամիասնական տեսակետ, և տնտեսագիտական տարբեր դպրոցներ տարբեր կերպ են մեկնաբանում այդ երևույթը, ազգային տնտեսությունների, պետության կարողությունների վրա դրա ազդեցության ուղիները և հնարավոր հետևանքները: Այս, կարծես հավերժ բանավեճը շարունակվում է բավական երկար տարիներ, իսկ պարտք վերցնող պետությունների թիվն այդ ընթացքում միայն ավելանում է, պարտքի ծավալներն էլ՝ բազմապատկվում:

Ներկայումս պետության կողմից պարտք ներգրավելու պրակտիկան շատ տարածված է, և շատ քչերի մոտ է հարց ծագում, թե ի վերջո, ինչ նպատակով է այն ներգրավվում: Աշխարհում դժվար կլինի գտնել մի այնպիսի երկիր, որն ապրում է առանց պարտքի ներգրավման: Ավելին, բազմաթիվ են դեպքերը, երբ երկրի կառավարությանը կոնկրետ ժամանակահատվածում լրացուցիչ ֆինանսական միջոցներ պետք չեն, սակայն նա շարունակում է փոխառություններ ներգրավել:

Աշխարհի տարբեր երկրներում տարբեր են պարտքի ծավալները: Բազմաթիվ են դեպքերը, երբ երկրները, ունենալով պարտքի փոքր ծավալներ, բախվել են իրացվելիության և վճարունակության կամ, այլ կերպ ասած, պարտքի կայունության լուրջ խնդիրների և նույնիսկ անվճարունակություն (դեֆոլտ) են հայտարարել: Իսկ մյուս կողմից եղել են և կան այնպիսի երկրներ, որոնք նույնիսկ պարտքի բավական մեծ ծավալների պայմաններում խնդիրներ չեն ունենում և կարողանում են զարգանալ աճի բարձր տեմպերով: Սա թույլ է տալիս եզրակացնելու, որ պարտքի ծավալները դեռևս ամբողջական պատկերացում չեն տալիս երկրի պարտքային իրավիճակի վերաբերյալ և այստեղ կարևորվում է, թե պետությունը ինչպես է ներգրավում և որքան արդյունավետ է կառավարում պետական պարտքը, այսինքն, թե ինչպիսի պարտքային քաղաքականություն է իրականացնում:

Վերևում արծարծված հարցերը թույլ են տալիս եզրակացնելու, որ տնտեսագիտական ուսումնասիրությունների այս ոլորտում դեռևս բազմաթիվ են այն խնդիրները, որոնք պետք է հետազոտվեն և

համապատասխան լուծումներ ստանան: Առկա բազմաթիվ խնդիրներից հատկապես մեծ կարևորություն է ստացել տնտեսական աճի վրա պարտքային քաղաքականության ազդեցության և պետական պարտքի արդյունավետության ուսումնասիրությունը, որոնց գծով տնտեսագիտական գրականության մեջ բավական շատ են բաց մնացած հարցերը և ենթակա են քննական և մանրազնի ուսումնասիրության:

Այդ հարցերը տնտեսագիտական ուսումնասիրությունների թերևս ամենախնդրահարույցներից են, որոնք անհանգստացնում են ինչպես անկախ հետազոտություններով զբաղվող տնտեսագետներին, այնպես էլ կառավարություններին, որոնք իրենց հերթին, հաճախ բազմաթիվ օբյեկտիվ և սուբյեկտիվ պատճառներով խուսափում են դրանց մասին պարզաբանումներից և գնահատականներ տալուց: Բայց մի բան հստակ է, 21-րդ դարում աշխարհը պատմության մեջ համեմատաբար խաղաղ ժամանակաշրջանում աչքի է ընկնում պետական պարտքի մեծ կուտակումներով և այն, հատկապես 2009թ. ճգնաժամից հետո, դարձել է համաշխարհային մարտահրավեր այնպիսի ժամանակաշրջանում, երբ ամբողջ աշխարհը լի է բազմաթիվ տնտեսական և քաղաքական ռիսկերով ու մարտահրավերներով: Այս պայմանները առաջին պլան են մղում պետական պարտքի արդյունավետության հիմնահարցերը:

Դրանք առավել քան արդիական են Հայաստանի համար, քանի որ, լինելով վերոնշյալ զարգացումների ներսում, փոքր-բաց տնտեսությունը բնորոշ առանձնահատկություններով պայմանավորված, իր վրա անմիջական զգում է աշխարհում և մասնավորապես տարածաշրջանում տեղի ունեցող իրադարձությունների խորը ազդեցությունը: 2009թ. ճգնաժամը բացահայտեց Հայաստանի տնտեսության թուլը և խոցելի կողմերը, իսկ հակաճգնաժամային քաղաքականության գործիքների շարքում առաջին տեղում կանգնեց հենց պետական պարտքը: Եվ հենց հակաճգնաժամային միջոցառումների հետևանքով պետական պարտքի բեռը ավելի քան կրկնապատկվեց և շարունակում է աճել մինչ օրս: Ներկայումս այն հասել է այնպիսի մակարդակի, որն արդեն իսկ սահմանափակում է հարկաբյուջետային քաղաքականության հնարավորությունները, իսկ համաշխարհային, տարածաշրջանային տնտեսական անկայուն և ռիսկերով լի հեռանկարների պայմաններում այսպիսի միտումների պահպանումը մեծ ռիսկեր է ստեղծում ՀՀ կառավարության համար:

Այս պայմաններում մինչ օրս Հայաստանում բացակայում են պետական պարտքի արդյունավետության և տնտեսության վրա դրա ազդեցության ամբողջական գնահատականները և վերլուծությունները: Ավելին, դրանց անդրադարձ չեն կատարվում նաև պարտքային և հարկաբյուջետային քաղաքականություններն արտացոլող պաշտոնական փաստաթղթերում:

Եվ ժամանակի հրամայական դարձած այսպիսի հարցերի քննական ուսումնասիրությունն ու Հայաստանի պարտքային քաղաքականության բարելավմանն ուղղված այս ատենախոսական աշխատանքի արդիականությունը կասկած չի հարուցում:

Հետազոտության նպատակը և խնդիրները: Ատենախոսության թեմայի նպատակն է ուսումնասիրել ՀՀ տնտեսական աճի, պարտքային քաղաքականության և պետական պարտքի ծավալների միջև կապերը, գնահատել տնտեսական աճի վրա դրանց ազդեցությունը և առաջարկել պարտքային քաղաքականության բարելավման ուղիներ: Ելնելով նպատակից՝ ատենախոսության մեջ առաջադրվել և լուծվել են հետևյալ հիմնական խնդիրները.

- ուսումնասիրել պետական պարտքին և պարտքային քաղաքականությանը առնչվող տնտեսագիտական տեսությունները,
- ուսումնասիրել պետական պարտքի բեռը բնութագրող ցուցանիշների համակարգը,
- ուսումնասիրել պետական պարտքի կայունության վերլուծության փորձը և մեթոդաբանությունը,
- ուսումնասիրել պետական պարտքի կառավարման ռիսկերի գնահատման փորձը և մեթոդաբանությունը,
- ուսումնասիրել պետական պարտքի բեռի միտումներն աշխարհում և բացահայտել հիմնական մարտահրավերները,
- ուսումնասիրել և վերլուծել ՀՀ պետական պարտքի և պարտքային քաղաքականության հիմնական միտումները և բացահայտել հիմնական ռիսկերն ու մարտահրավերները,
- գնահատել ՀՀ պետական պարտքի կայունությունը և կառավարման ռիսկերը,
- ուսումնասիրել տնտեսության վրա պետական պարտքի ազդեցության գնահատման միջազգային փորձը,

➤ գնահատել ՅՅ տնտեսական աճի վրա պետական պարտքի ազդեցությունը:

Յետազոտության օբյեկտը և առարկան: Յետազոտության օբյեկտը պետական պարտքը և պետության պարտքային քաղաքականությունն են:

Յետազոտության առարկան պետական պարտքի, պետության պարտքային քաղաքականության և տնտեսական աճի փոխառնչություններն ու դրանց միջև դրսևորվող կապերն ու փոխազդեցություններն են:

Յետազոտության մեթոդաբանական, տեսական և տեղեկատվական հիմքերը: Յետազոտության ընթացքում կիրառվել են գիտական ճանաչողության (արտածման և մակածման, արստրահման, վերլուծության և համադրման և այլն) մեթոդներ: Կիրառվել են նաև վիճակագրական, մաթեմատիկական, համեմատական և գործոնային վերլուծության, համակարգային, երևույթների և գործընթացների գրաֆիկական մեկնաբանման, էկոնոմետրիկ մոդելավորման մեթոդները: Յետազոտության տեսական հիմք են հանդիսացել հայրենական և արտասահմանյան մասնագիտական գրականությունը, տնտեսագետ-գիտնականների աշխատանքները, ՅՅ օրենքները, ՅՅ կառավարության որոշումները և այլ իրավական ակտեր, ՅՅ Կենտրոնական բանկի, ՅՅ Ֆինանսների նախարարության, ՅՅ Ազգային վիճակագրական ծառայության, Արժույթի միջազգային հիմնադրամի, Յամաշխարհային բանկի և այլ միջազգային կառույցների կողմից հրատարակված զեկուլյցները, հոդվածները և աշխատանքային փաստաթղթերը: Տեղեկատվական հիմք են հանդիսացել վերոնշյալ մարմինների պաշտոնական տեղեկագրերը, վիճակագրական տվյալների բազաները և պաշտոնական կայքերը:

Արեւնախոսության գիտական նորույթը: Այս արեւնախոսական աշխատանքի գիտական նորույթը կայանում է հետևյալում.

➤ Պետական պարտքի տեսությունների և հետազոտությունների համակողմանի վերլուծությամբ առանձնացվել են պետության պարտքային քաղաքականության հիմնարար հայեցակարգերը և բացահայտվել Յայաստանին բնորոշ հիմնախնդիրները, ինչպես նաև գնահատվել են տարբեր տարիների ՅՅ կառուցվածքային առաջնային պակասորդները և դրանց հիման վրա ուսումնասիրվել

դիսկրեցիոն հարկաբյուջետային քաղաքականության փոփոխությանն են:

- ՀՀ պետական պարտքի բեռի դինամիկայի գնահատմամբ և դրա կառուցվածքի ուսումնասիրմամբ բացահայտվել են պետական պարտքի բեռի կուտակման տնտեսական գործոնները և հիմնական մակրոտնտեսական ռիսկերը, հաշվարկվել են պետական պարտք/ՀՆԱ-ի փոփոխության վրա տնտեսական աճի, իրական տոկոսադրույքի, իրական փոխարժեքի և պետական բյուջեի առաջնային պակասուրդի ազդեցության չափերը:
- Արժույթի միջազգային հիմնադրամի և Համաշխարհային բանկի կողմից մշակված մեթոդաբանության ամբողջականացվել է ՀՀ պետական պարտքի կայունության վերլուծությանն և գնահատվել են միջնաժամկետ հորիզոնում պետական պարտքի բեռի մակրոտնտեսական ռիսկերը:
- Հայաստանի տնտեսության վրա պետական պարտքի ազդեցությունը և դրա արդյունավետությունը բացահայտելու նպատակով գնահատվել են ըստ տնտեսության ոլորտների պետական պարտքի բեռի բաշխվածության կարևորությունը և էկոնոմետրիկ մոդելավորման միջոցով տնտեսական աճի վրա ոլորտային արտաքին վարկերի ու պետական ներդրումների երկարաժամկետ ազդեցությունները:
- Առաջարկվել է բազային պայմանների, տնտեսության վրա ազդեցության և արդյունավետության գնահատականների, առաջնահերթությունների սահմանման, արդյունավետության և երկարաժամկետ տնտեսական աճի խթանման վրա հիմնված պետության պարտքային քաղաքականության իրականացման մեխանիզմ և ՀՀ-ում դրագործնական ներդրման մոտեցումներ:

Հետազոտության գործնական նշանակությունը: Հետազոտության արդյունքները կարող են կիրառվել ինչպես պարտքային, այնպես էլ հարկաբյուջետային և դրամավարկային քաղաքականությունների մշակման և իրականացման գործընթացում: Հետազոտության արդյունքները կարող են օգտագործվել նաև այս ոլորտի հետազոտություններով զբաղվող մասնագետների կողմից: Հետազոտության նյութերը կարող են օգտագործվել որպես

ուսումնական նյութեր բուհերում համապատասխան տեսական և գործնական դասընթացների ընթացքում:

Ատենախոսության արդյունքների փորձարկումը և հրապարակումները: Հետազոտության հիմնական դրույթները քննարկվել են ՀՀ ֆինանսների նախարարության մակրոտնտեսական քաղաքականության և պետական պարտքի կառավարման վարչության ներքին մասնագետների հետ: Հետազոտության արդյունքների մի մասը ներկայումս էլ կիրառվում է ՀՀ ֆինանսների նախարարության կողմից: Հետազոտության արդյունքները քննարկվել են նաև Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի Տնտեսագիտության տեսության ամբիոնում և ներկայացվել «Գիտելիք, նորաստեղծություն և զարգացում» (2015թ.) ՀՊՏՀ գիտաժողովում: Հետազոտության հիմնական արդյունքները և դրույթները հրապարակվել են գիտական 4 հոդվածներում:

Ատենախոսության կառուցվածքը և համառոտ նկարագրությունը: Ատենախոսության կառուցվածքը բխում է հետազոտության նպատակից և խնդիրներից: Այն բաղկացած է ներածությունից, երեք գլուխներից, եզրակացություններից և առաջարկություններից, օգտագործված գրականության ցանկից և հավելվածներից:

Առաջին գլխում ուսումնասիրվել են պետական պարտքի և պարտքային քաղաքականության վերաբերյալ հիմնական տեսությունները, տնտեսագիտական տարբեր դպրոցներ ներկայացնող տնտեսագետների հայացքները, պետության պարտքային քաղաքականության հիմնարար հայեցակարգերը, պետական պարտքի կայունության վերլուծություն և կառավարման ռիսկերի գնահատման մեթոդաբանական մոտեցումները:

Երկրորդ գլխում վերլուծվել են աշխարհում պետական պարտքի բեռի հիմնական միտումները, առկա մարտահրավերները, ՀՀ պետական պարտքի բեռի կուտակման փուլերը և տնտեսական գործոնները, այդ բեռը բնութագրող տարբեր ցուցանիշների միտումները, ՀՀ արտաքին և ներքին պետական պարտքերի տարբեր ասպեկտները բնութագրող ցուցանիշների և պարտքային քաղաքականության միտումները:

Երրորդ գլխում ուսումնասիրվել են պարտքային քաղաքականության հայեցակարգերի դրսևորման առանձնահատկությունները ՀՀ-ում, գնահատվել պետական պարտքի

կայ ունու թյ ունը, կառավարման ռիսկերը, Էկոնոմետրիկ մոդելների միջոցով գնահատվել ՅՅ տնտեսական աճի վրա պետական պարտքի ազդեցությունը և առաջարկվել ՅՅ պարտքային քաղաքականության բարելավման ուղիներ և պարտքային արդյունավետ քաղաքականության իրականացման նոր մեխանիզմ:

Եզրակացությունների և առաջարկությունների մեջ շարադրվել են աստենախոսության ուսումնասիրություններից և գնահատականներից բխող հիմնական եզրահանգումները և առաջարկությունները:

Աստենախոսության վերջում համախմբված ձևով բերվել է օգտագործված գրականության ցանկը: Իսկ հավելվածներում ներկայացվել են աստենախոսության վերլուծությունների և մոդելների մեջ կիրառված տվյալները, որոշ գծապատկերներ, մոդելների և կատարված վիճակագրական թեստերի արդյունքները:

ԳԼՈՒԽ 1: ՊԵՏԱԿԱՆ ՊԱՐՏՔԻ ԵՎ ՊԵՏՈՒ ԹՅԱՆ ՊԱՐՏՔԱՅԻՆ ԲԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒ ԹՅԱՆ ՏԵՍԱՄԵԹՈՂԱԿԱՆ ՀԻՄՔԵՐԸ

«Այն պետությունը, որ պարտքեր չունի, կամ շատ քիչ է մտահոգվում իր ապագայի մասին, կամ էլ չափազանց շատ է պահանջում իր ներկայից:»

Լորենց Շտայն

«Եթե ես քեզ մեկ ֆունտեմ պարտք, ես խնդիր ունեմ, բայց եթե պարտք եմ մեկ միլիոն, խնդիրը քունն է:»

Ջոն Մ. Քեյնս

1.1. Պետական պարտքի և պարտքային քաղաքականության տեսություն և գարգացման հիմնախնդիրները

Պետական պարտքը, պետության պարտքային քաղաքականությունը և դրանց վերաբերող ուսումնասիրությունները, լինելով տնտեսագիտության բավական դինամիկ զարգացող ոլորտներ, միշտ եղել են և մնում են տնտեսագիտական տարբեր դպրոցների և ակադեմիական աշխարհի ու շարժումների կենտրոնում: Այնպիսի հարցեր, ինչպիսիք են՝ ի՞նչ է իրենից ներկայացնում պարտքը, արդյո՞ք լավ է, թե վատ պարտք վերցնելը և պարտքով ապրելը, ինչպե՞ս է վերցված պարտքը ազդում հասարակության, նրա տարբեր սերունդների և պետության ու դրանց վարքագծի վրա, որո՞նք են պետական պարտքի այլընտրանքները, որո՞նք են պետական պարտքի տնտեսական, սոցիալական, քաղաքական և այլ հետևանքները, և բազմաթիվ հարցեր հետաքրքրել, հետաքրքրում և անկասկած կհետաքրքրեն գրեթե բոլոր տնտեսագետներին:

Գոյություն ունեն պարտքի տարբեր սահմանումներ:

Ազգային պարտքը, որը հայտնի է նաև պետական պարտք անվանմամբ, ժամանակի որոշակի պահի դրությամբ կառավարության պարտավորությունների հանրագումարն է¹: Պետական պարտքը պետության կողմից անցյալում չմարված և դեռևս չվճարված պարտքի պաշարն է²:

¹ Baumol W. J., Blinder A. S., Economics.Principles and Policy, South-Western, Cengage Learning, 2011, p. 687.

² Seater J., Concise Encyclopedia of Economics, <http://www.econlib.org/library/Enc/GovernmentDebtandDeficits.html>

Պետական պարտքը պետական արժեթղթերի տերերի՝ երկրի կառավարության պարտքի ընդհանուր չափն է, որը հավասար է անցյալ բյուջե տային պակասուրդի գումարին (հանած բյուջե տային ավելցուկը): Այսինքն՝ պետական պարտքը կառավարության ընդհանուր պարտավորություններն են պետական արժեթղթերի սեփականատերերի հանդեպ: Պետական պարտքը պաշար է և ձևավորվում է բյուջեի պակասուրդները և ավելցուկներից³:

Համախառն պարտքը կամ համախառն պարտքային պարտավորությունները բաղկացած են բոլոր այն պարտավորություններից, որոնք պարտքի գործիքներ են: Պարտքի գործիքը սահմանվում է որպես ֆինանսական պահանջ, որը պարտապանից պահանջում է տոկոսների և մայր գումարների վճարումներ պարտադրողը ապագայում ժամանակի որոշակի պահին⁴: Ժամանակի ցանկացած պահին համախառն արտաքին պարտքը այն փաստացի ընթացիկ և ոչ պայմանական պարտավորությունների չմարված պաշարն է, որը պարտապանից պահանջում է տոկոսների և մայր գումարների վճարումներ պարտադրողը ապագայում ժամանակի որոշակի պահի և որը տվյալ տնտեսության ռեզիդենտների պարտավորությունն է ոչ ռեզիդենտներին⁵:

Ըստ «Պետական պարտքի մասին» ՀՀ օրենքի՝ պետական պարտքը ՀՀ անուսից և ՀՀ Կենտրոնական բանկի (այսուհետ՝ ԿԲ) անուսից (բացառությամբ ռեզիդենտների հանդեպ ԿԲ-ի առկա պարտքային պարտավորությունների) ստանձնված և որոշակի պահի դրությամբ առկա պարտքային պարտավորությունների հանրագումարն է: Ներքին պետական պարտքը ՀՀ անուսից կառավարության լիազոր մարմնի կողմից ՀՀ ռեզիդենտների հանդեպ փոխառության կամ վարկային պայմանագրերի հիման վրա ստանձնված և որոշակի պահի դրությամբ առկա պարտքային պարտավորությունների հանրագումարն է: Իսկ արտաքին պետական պարտքը՝ ՀՀ անուսից և ԿԲ անուսից ՀՀ ոչ ռեզիդենտների եւ օտարերկրյա պետությունների հանդեպ ստանձնված

³ Այս պարբերության սահմանումների աղբյուրը՝ **Կիրակոսյան Ե., Ղուլչյան Հ., Տիգրանյան Ի.**, Տնտեսագիտական բացատրական բառարան, Երևան: Տնտեսագետ, 1999, էջ 342:

⁴ **International Monetary Fund**, Public Sector Debt Statistics: Guide for Compilers and Users, 2013, p. 3.

⁵ **International Monetary Fund**, External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users, 2014, p. 5.

և որոշակի պահի դրույթն ամբողջապես պարտադրույթն են ներկայացնում մարտի 6⁶:

Տնտեսագիտական գրականության մեջ պետության պարտքային քաղաքականության սահմանման, որպես այդպիսին, չենք հանդիպում: Հիմնականում հանդիպում ենք այդ քաղաքականության առանցքային օղակներից մեկի՝ պետական պարտքի կառավարման քաղաքականության սահմանումներին (տես՝ Գլուխ 1, Հարց 1.4.): Մեր ուսումնասիրության ներքին պետության պարտքային քաղաքականությունն ասելով կհասկանանք պետական պարտքի ներգրավման, օգտագործման և կառավարման քաղաքականությունների ամբողջությունը, որոնք իրականացվում են այդ գործընթացներում ներգրավված տարբեր մարմինների⁷ կողմից: Ըստ էության, պարտքային քաղաքականությունը ներառում է հարկաբյուջետային քաղաքականության որոշ տարրեր և պետական պարտքի կառավարումը, որոնց բնութագրիչներին մանրամասն կանդրադառնանք հետագա շարադրանքներում:

Պարտքի վերաբերյալ գրեթե բոլոր սահմանումները պարտքի վերաբերյալ մասնակի պատկերացում են տալիս կամ բնութագրում են այդ երևույթը որոշակի սահմանափակ տեսանկյունից: Իրականում պարտքը բազմակողմանի և բազմաբովանդակ երևույթ է, որի առանձին ասպեկտները մանրամասն ուսումնասիրության առարկա են: Ինչպես ցանկացած տնտեսական երևույթի, այնպես էլ պետական պարտքի վերաբերյալ ամբողջական և համակարգային պատկերացում կազմելու նպատակով, իրենց ուրույն դերն ունեն պետական պարտքին նվիրված տեսությունները, որոնց վրա ահռելի ազդեցություն են թողել ինչպես տվյալ տնտեսագիտական դպրոցի հիմնարար գաղափարները, այնպես էլ ժամանակի պրակտիկ կյանքի զարգացումները: Եվ միայն այդ տեսություններին քննական ու բազմակողմանի ուսումնասիրությունը թույլ կտա վերհանել պետական պարտքի և պարտքային քաղաքականության առանձնահատկությունները, դրանց դերը պետական պարտքին նվիրված տնտեսագիտական մտքի զարգացման գործում, ինչպես նաև թերի կողմերն ու բացթողումները, և այդ ամենի

⁶ Աղբյուրը՝ «Պետական պարտքի մասին» ՀՀ օրենք, հոդված 2:

⁷ Այդ մարմիններին և դրանց գործառույթներին կանդրադառնանք ՀՀ օրինակով Գլուխ 3-ի Հարց 3.4.-ում:

ամփոփման միջոցով՝ ընդգծել պարտքի տեսության զարգացման հիմնական առաջնահերթությունները:

Պետք է նշել նաև, որ թեև պետական պարտքը ծագել է պետության գործառույթների ձևավորման վաղ շրջանում և սկսած անտիկ ժամանակաշրջաններից եղել է աշխարհի գրեթե բոլոր պետությունների առանձնահատուկ գծերից մեկը, այնուամենայնիվ պետական պարտքի գծով ուսումնասիրությունների առավել խորն ու համակողմանի զարգացումը, անկասկած, տեղի է ունեցել շուկայական հարաբերությունների կայացման, ամրապնդմանն ու զարգացմանը զուգընթաց:

Պարտքի վերաբերյալ ուսումնասիրություններ կատարող առաջին տնտեսագետներից էր անգլիացի Դավիդ Յոունը, ով դեռևս երեք դար առաջ իր բացասական տեսակետներն էր հայտնում պարտք վերցնող իշխանությունների հանդեպ: Նագտնում էր, որ իշխանությունները ոչ արդյունավետ են վարվում վերցված պարտքի հետև դրա արդյունքում եզրակացնում, որ օկամ ազգը կոչնչացնի պետական վարկը, կամ պետական վարկը կոչնչացնի ազգին⁸: Իհարկե, Յոունի մոտեցումը շատ ծայրահեղ էր, քանի որ պարտքը ոչ մի ազգի չի ոչնչացրել, չնայած հայտնի են դեպքեր, որ այն մեծ վնասներ է հասցրել երկրներին:

Պարտքի վերաբերյալ բացասական վերաբերմունք ուներ նաև Ադամ Սմիթը: 1776թ-ին հրատարակած օժողովորդների հարստության բնույթի ու պատճառների մասին օ հիմնարար աշխատության մի ամբողջ բաժին Սմիթը նվիրել է պետական պարտքին առնչվող խնդիրների վերլուծությանը (Գիրք V)⁹: Սմիթը գտնում էր, որ պետությունը անարդյունավետ է ազգային հարստության ստեղծման, տնտեսվարող սուբյեկտների և առանձին անհատների անհատական ազատության երաշխավորման գործում: Եթե վատնող պետությանը թույլ տրվի պետական բյուջեի պակասուրդը ծածկել արդյունաբերողներից և առևտրականներից վերցված վարկերի հաշվին, ապա փոքր կապիտալով հասարակությունը կկորցնի իր եկամուտները, որոնք հակառակ դեպքում կարող էին վերածվել արտադրողական ներդրումների: Պետությունը վատ կառավարիչ է ի տարբերություն մասնավոր

⁸ Hume D., Writings on economics, Edited and introduced by E. Rotuein, New Jersey, 2007, p.93.

⁹ Smith A., An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, 1776, Book Five, pp. 502-526, http://www.ifaarchive.com/pdf/smith_-_an_inquiry_into_the_nature_and_causes_of_the_wealth_of_nations%5B1%5D.pdf.

հատվածի, այդ պատճառով չի կարելի պետությանը պարտք տալ: Սակայն միաժամանակ Սմիթը ընդգծում էր, որ «...Վաճառականը կամ փոխատու է փողը փոխառության տալով պետությանը՝ լրացուցիչ փող է ստեղծում և դրա հետևանքով ավելացնում, այլ ոչ թե նվազեցնում է իր կապիտալը»¹⁰: Այս միտքը հասկապես վերաբերում էր ներքին պարտքին:

Ադամ Սմիթը կիսում էր Դավիդ Յոունի այն միտքը, որ դեմ էր մերկանտիլիստական տնտեսագետների մոտ ձևավորված այն կարծիքին, ըստ որի ներքին պարտքի գծով տոկոսների վճարման դեպքում հասարակությանը աջ ձեռքով վճարում է ձախձեռքին, փողը երկրից դուրս չի գալիս և ազգը չի աղքատանում: Սմիթը գտնում էր, որ իրականում այլ երևույթ է տեղի ունենում: Երբ մասնավոր հատվածը պետությանը փոխառության տրված փողի դիմաց բարձր տոկոսներ է ստանում, նրանց մոտ ձևավորվում է նոր կապիտալ: Բայց այդ նոր կապիտալը նոր է վարկավորողների համար, այլ ոչ թե ազգի: Այսինքն՝ պետության կողմից ներգրավված պարտքը ոչ ինչ չի փոխարինում, այլ մեկի ձեռքից փոխանցվում է մյուսին, հետևաբար երկիրը ավելի աղքատ է դառնում: Բայց Սմիթի այս տեսակետը այդքան էլ միանշանակ չէ, քանի որ նույնիսկ իր ժամանակներում միշտ չէր, որ պետությանը անարդյունավետ էր օգտագործում հասարակությանից վերցված կապիտալը կամ ինչ պես նաեւ անվանում՝ «ոչնչացնում կապիտալը»:

Ինչ վերաբերում է արտաքին պարտքին, ապա Սմիթը գտնում էր, որ արտաքին պարտքի մարումները նվազեցնում են ազգային հարստությունը, քանի որ դրանք դուրս են գալիս երկրի սահմաններից: Այնպես, որ արտաքին և ներքին պարտքը միանման են տնտեսության վրա ազդեցության տեսանկյունից:

Դավիթ Ռիկարդոն ընդհանուր առմամբ կիսում էր Սմիթի կարծիքը: Սակայն նա նաև իր ուսումնասիրություններում անդրադարձ էր կատարում պարտքի դրական կողմերին: Ռիկարդոն գտնում էր, որ պարտքի գծով տոկոսային ծախսերը, որոնք ապագայում կվերածվեն ներքին տրանսֆերտների, բեռ չեն հանդիսանա ապագա սերունդների համար, հենվելով այն գաղափարի վրա, որ հասարակության անդամները ռացիոնալ մտածողներ են և իրենց վարքագիծը պլանավորելիս հաշվի են առնում, որ ներկայումս պետության կողմից պարտքի ներգրավումը ապագայում հանգեցնելու է հարկերի բարձրացման: Եվ դա է պատճառը,

¹⁰ Նույն տեղում:

որ տնտեսության վրա ազդեցության տեսանկյունից պետական պարտքը և հարկերը համարժեք են¹¹: Սակայն Ռիկարդոյի տեսության եզրահանգումն այն է, որ պարտքը չի բավարարում հասարակության հետաքրքրությունները:

Ճուշտացնելով հարաբերությունների ծագման և զարգացման վաղ շրջանում այսպիսի մոտեցումները հասկանալի էին և ակնհայտ, քանի որ վերոնշյալ հեղինակները իրենց ուսումնասիրությունների ժամանակ տեսնում էին, թե պետությունը ինչպիսի վատնողական և անարտադրողական ծախսեր է կատարում, և նրանք հիմնական չարիքը տեսնում էին ոչ թե պարտքի մեջ, այլ դրա հետևանքով կապիտալի ոչնչացման մեջ: Եվ հենց դա էր պատճառը, որ նրանք առաջարկում էին ունենալ հավասարակշռված բյուջե ինչպես տնտեսության աճի շրջանում, այնպես էլ անկման շրջանում և նույնիսկ պատերազմների ժամանակ:

Սակայն վաղ շրջանում ձևավորված տեսակետներին առաջինը դեմ դուրս եկավ Թոմաս Մալթուսը: Նա, ինչպես և ավելի ուշ Ջոն Մեյնարդ Թեյնսը¹² դասականների նման առաջարկի ինքնակարգավորմանը չէր հավատում և միաժամանակ վախենում էր պահանջարկի դեֆիցիտից: Եվ հենց այստեղ էր նատեսնում պետության պարտքային ֆինանսավորման կարևոր դերը և գրում էր. «Այն մարդիկ, ովքեր ապրում են տոկոսներով, մեծ դեր են խաղում ռեսուրսների բաշխման և այսպիսի արդյունավետ պահանջարկի ստեղծման գործում, որն անհրաժեշտ խթան է տալիս արտադրությանը»¹³:

Հաջորդ տեսաբանը, որը դեմ էր վաղ շրջանում ձևավորված պարտքի՝ որպես կապիտալի ոչնչացման գործոն գաղափարին, Ջոն Սոյնլարտ Միլն էր: Նա իր ուսումնասիրություններում պարտքը բաժանում էր «վատ» և «լավ» խբերի: Պարտքը վատն է, երբ այն արտադրությունից դուրս է հանում անհրաժեշտ ռեսուրսները և հանգեցնում աշխատավարձի նվազեցման: Սակայն պտք չէ վատ երևույթ տեսնել այն պարտքի մեջ, որը ներգրավվում է արտասահմանյան այսպիսի միջոցներից և որոնք երբեք չէին օգտագործվելու, կամ օգտագործվելու էին

¹¹ **Ricardo D.**, On the Principles of Political Economy and Taxation, Library of Economics and Liberty, Chapters 15, 16, 17, 1821, <http://www.econlib.org/library/Ricardo/ricP.html#>.

¹² Հետագա շարադրանքներում ավելի մանրամասն անդրադարձ կկատարվի նաև Ջ.Մ. Թեյնսի գաղափարներին:

¹³ **Malthus T. R.**, An Essay on the Principle of Population, Book III, Chapter VII, John Murray, London 1826, <http://www.econlib.org/library/Malthus/malPlong18.html#Bk.III,Ch.VII>.

անարտադրողական նպատակներով: Վերջիններս էլ հենց դասվում են
□լ ավ□ պարտքերի շարքին¹⁴:

Միլից հետո դասականների հետաքրքրությունը պարտքի նկատմամբ
թուլացավ: Պատճառն այն էր, որ ժամանակի տնտեսագիտության բնօրրան
հանդիսացող Մեծ Բրիտանիայում 1850-1914 թթ. պետական պարտքը
կայունացավ: Պետական պարտքի դասական տեսությունը ձևավորվեց
միայն 19-րդ դարի վերջին 20 տարիներին, որում իրենց մեծ ավանդն
ունեցան այնպիսի տնտեսագետներ, ինչպիսիք են ամերիկացի Յենրի
Ադամսը, անգլիացի Չարլզ Բաստեբլը և ֆրանսիացի Պիեր Պոլյա
Լերուա-Բոլյեն: Վերջիններս ուսումնասիրություններից պարտքի
առավել ամբողջական և համակողմանի վերլուծություն կատարել է
Լերուա-Բոլյեն: Այդ իսկ պատճառով մենք կանգ կառնենք հենց նրա
հայացքների¹⁵ վերլուծության վրա:

Լերուա-Բոլյեն իր վերլուծությունը տանում էր երկու
այլ ընտրանքային ճանապարհներով: Նա նշում էր, որ պետական պարտքի
առաջին հետևանքը քաղաքացիների հարկումն է, որը հետագայում
բաշխվում է կապիտալի սեփականատերերի միջև: Այս դեպքում
հասարակական հարստությունը չի փոխվում և ազգը չի աղքատանում,
քանի որ քաղաքացիների մի մասը՝ կապիտալի սեփականատերերը
ստանում են տոկոսներ այլ քաղաքացիներից՝ հարկատուներից:
Այնուհետև Լերուա-Բոլյեն ներկայացնում է այն դեպքը, երբ
պետության վարկավորումը տեղի չի ունենում, այլ կերպ ասած՝
պետությունը պարտք չի վերցնում: Այս դեպքում հարկատուները հարկ
չեն վճարում, իսկ կապիտալի սեփականատերերը այլ տեղ են ներդնում
իրենց կապիտալը և ստանում տոկոսներ, որոնք մոտավորապես հավասար
են պետական արժեթղթերի եկամտաբերությանը: Այս դեպքում ազգը
ավելի հարուստ է դառնում, քանի որ հարկատուները այլևս չեն
վճարում հարկեր, որոնք պետք է ստանային կապիտալի
սեփականատերերը: Այս տեղից կարելի է եզրակացնել, որ ըստ հեղինակի
պարտքի բացակայության դեպքում յուրաքանչյուր կողմի (հարկատու
և կապիտալի սեփականատեր) մոտմնում է այնքան գումար, որը պարտքի
առկայության դեպքում կպատկաներ միայն մի կողմին:

¹⁴ Mill J. S., Principles of Political Economy, Book 5, Chapter 7,
<http://socserv.mcmaster.ca/econ/ugcm/3ll3/mill/prin/book5/bk5ch07>.

¹⁵ Հանդիպում ենք հետևյալ աշխատության մեջ՝ Buchanan J., Public Principles of Public Debt. A
Defence and Restatement, liberty fund, Indianapolis 1999, pp. 84-87:

Վերոնշյալ տեսակետը հանդիպում է նաև Ադամ Սմիթի մոտ, սակայն ի տարբերություն նրա Լեթուա-Բոլյեն գտնում էր, որ պարտքը կարող է լինել անվնաս, եթե կապիտալի սեփականատերերից վերցվող կապիտալ նուղղվի այնպիսի հասարակական բարիքների ստեղծմանը, ինչպիսին են ճանապարհները, ջրային ցանցերը, նավահանգիստները, կամուրջները և այլն: Ի տարբերություն վաղ դասականների Լեթուա-Բոլյեն խուսափեց երկու կարևոր սխալներից: Առաջին՝ նա տարանջատեց ազդեցության երկու կարևոր ուղիները՝ պարտքի ծագման և վարկերի միջոցով \$ինանսավորվող ծախսերի ազդեցությունը: Եվ երկրորդ հերթին վաղ դասականների նկատմամբ Լեթուա-Բոլյեն ի առավելությունն այն է, որ նա իր ուսումնասիրությունը կատարեց այլընտրանքների վերլուծության ճանապարհով:

Չնայած վերջին շրջանի դասականների հայացքները բավական մեծ ազդեցություն ունեցան պետությունների կողմից վարվող քաղաքականությունների վրա, սակայն դասական տեսությունը դադարեց գործել երկու համաշխարհային պատերազմների և 1929-1933թթ. Մեծ դեպրեսիայի արդյունքում, քանի որ դասականների ստեղծած □շուկայական \$ուկամենտալ իզմի□ հիմքի վրա գործող տնտեսական համակարգերը հայտնվեցին անել անելի վիճակում: Եվ հենց այստեղ իր խոսքն ասաց տնտեսագիտության մյուս հզոր ուղղության հիմնադիր անգլիացի Ջոն Մեյնարդ Թեյսը: Նա տնտեսագիտության մեջ սկիզբ դրեց □նոր ուղղափառություն□ ուղղվածությանը, որը հետագայում զարգացվեց նրա հետևորդների՝ □նոր տնտեսագետների□ կողմից:

1936թ. լույս տեսավ Թեյսի □Չբազվածություն, տոկոսի և փողի ընդհանուր տեսություն□¹⁶ հիմնարար աշխատությունը, որտեղ նա հակադրվեց դասական տեսությանը: Նրա կարծիքով.

- □Սեյի օրենքը□ չի գործում՝ տնտեսության շարժիչ ուժը պահանջարկն է, այլ ոչ թե առաջարկը,
- Գործազրկությունը կանոն է, այլ ոչ թե բացառություն:
- Որպեսզի գործազրկությունը հաղթահարվի, պետությունը պետք է խթանի ամբողջական պահանջարկը:
- Ամբողջական պահանջարկը խթանելու համար պետությունը պետք է \$ինանսավորի հասարակական աշխատանքները և խրախուսի

¹⁶ **Keynes J. M.**, The General Theory of Employment, Interest and Money, Macmillan Cambridge University Press, 1936.

հասարակական բարիքների ստեղծման ուղղությամբ ներդրումները՝
□դեն նետելով□ պետական բյուջեի հավասարակշռության կանոնը:

- Պետք է հավասարակշռել տնտեսությանը, այլ ոչ թե պետական բյուջեն:

- Պակասորդն անհրաժեշտ է հանդուրժել, այլ ոչ թե գովաբանել:

Քեյնսի դերը նշանակալի և անգնահատելի է նաև պետական պարտքի տեսության զարգացման գործում: Թեև Քեյնսը իր հիմնարար աշխատության մեջ առանձին ուսումնասիրությունն չի նվիրել պետական պարտքին, սակայն նրա հիմնարար գաղափարները ակնհայտորեն ընդգծում են պետական պարտքի կարևոր դերը պետության կայունացնող քաղաքականության գործում:

Տնտեսության պակասորդային ֆինանսավորման քեյնսյան գաղափարներն այնուհետև զարգացվեցին նրա հետևորդների կողմից: Առավել ուշագրավ են Պ. Սամուելսոնի, Ջ. Գելբրեյթի, Ս. Յարիսի հետազոտությունները: Ջ. Գելբրեյթը, մասնավորապես, իր հայտնի □Նոր ինդուստրիալ հասարակություն□ աշխատության մեջ, արժանին մատուցելով Քեյնսին, գրում է. □Պահանջարկի կարգավորումը, որպես պետական քաղաքականություն ճանաչման արժանացավ 30-ական թվականներին: Այդ քաղաքականությունը վճռականորեն պաշտպանում էր Ջոն Մեյնարդ Քեյնսը... Այդ քաղաքականությունը արակտիկ իրագործեց Ռուզվելտի կառավարությունը□: Եվ այնուհետև. □...Պետական ծախսերի բավարարմաշտաբները - բավարար պետական հատվածը - ամբողջական պահանջարկի կարգավորման հիմք են ծառայում: Բավարար պետական ծախսերի առկայության դեպքում համեմատաբար հեշտ է կարգավորել պահանջարկը, դրանց բացակայության դեպքում, այդպիսի կարգավորումն անհնարին է□:¹⁷

Քեյնսի և նրա հետևորդների ուսումնասիրություններում հստակ ընդգծվում է մի գաղափար՝ տնտեսական գործընթացներին պետության կողմից ակտիվ միջամտություն: Քեյնսականները դրական վերաբերմունք էին դրսևորում նաև երկրների միջև վարկավորման գործընթացներին և հատկապես արդյունավետ էին համարում զարգացած երկրների կողմից զարգացող երկրներին վարկավորելը: Այդպիսի

¹⁷ **Մարգարյան Ա.**, Պետական պարտքի կառավարման տեսության զարգացման հիմնախնդիրը, ՀՊՏՀ □Բանբեր□, 2007թ., N2, էջ 56:

վարկավորումը բերում է զարգացող երկրներում շուկայական ինստիտուտների կայացմանը և տնտեսական աճին:

Պետական պարտքի վերաբերյալ Քեյնսի հայացքները առավել ամփոփ ձևով ներկայացվում են նրա հեռորդներից ականավոր տնտեսագետ Աբբա Լեբների ուսումնասիրություններում, մասնավորապես՝ «Տոկոսադրույքի տեսություն» աշխատության¹⁸ մեջ: Նա իր ուսումնասիրություններում, ամփոփելով Քեյնսի և նրա հեռորդների գաղափարները, հակադրվեց դասականներին պետական պարտքի հետևանքների մասին երեք կարևոր հիմնախնդիրների շուրջ:

1. Արդյո՞ք պարտքի առաջացումը նշանակում է պարտքի բեռի առաջացում ապագա սերունդների համար: Ինչպես արդեն նշեցինք դասականների հայացքները վերլուծելիս, դասականները գտնում էին, որ, այո, պարտքի բեռը փոխանցվում է ապագա սերունդներին: Սակայն Քեյնսականները նշում էին, որ պետական պարտքի ներգրավումը իրենից ներկայացնում է երկքայլ գործարք: Ներկայումս մասնավոր հատվածից վերցված ռեսուրսները ապագայում վերադարձվում են: Իսկ հարկերի դեպքում քայլը մեկն է՝ ներկայումս անհատույց հոսք դեպի պետական բյուջե: Ազգային պարտքը բեռ է ժառանգների համար: Եթե ժառանգները ստիպված լինեն մարել պարտքը, ապա այն ստացողները կհանդիսանան այնուհետև ժառանգները, որոնք կապեն վճարման պահին:

2. Արդյո՞ք պետական և մասնավոր պարտքերը միանման են և 3. արդյո՞ք դրանց միջև կա ընդգծված տարբերություն: Դասականները գտնում էին, որ դրանք միանման են, սակայն միաժամանակ ընդգծում, որ մասնավոր պարտքը ավելի լավն է, քանի որ մասնավոր հատվածը ռեսուրսներն ավելի արտադրողական է օգտագործում: Քեյնսականները, ընդհակառակը, պնդում էին, որ պետական ֆինանսներն ու մասնավոր ֆինանսները ընդհանրապես նման չեն, հատկապես եթե դիտարկվում է ներքին պարտքը: Մասնավոր վարկառուի համար տոկոսները բեռ են հանդիսանում, քանի որ դրա արդյունքում կրճատվում են նրա սպառումն ու խնայողությունները: Այս տեսանկյունից մասնավոր պարտքը նման է արտաքին պետական պարտքին: Սակայն ներքին պետական պարտքի դեպքում իրավիճակն այլ է, քանի որ ոչ մի իրական եկամուտ դուրս չի հոսում երկրից: Մասնավոր հատվածը

¹⁸ **Lerner A.**, Interest Theory: Supply and demand for loans or supply and demand for cash?, Review of Economic Studies, 1944.

վարկ վերցնելիս իր դրամական հոսքերը պլանավորում է այնպես, որպեսզի ապագայում չսնանկանա: Բայց պետության դեպքում, որքան էլ մեծ լինի նրա ներքին պարտքը, սնանկությունը հիմնականում բացառվում է:

Պարտքի մեծությունը նույնպես կարևոր չէ ներքին պետական պարտքի դեպքում, քանի որ այն իրենից ներկայացնում է պահանջների և պարտավորությունների մեկ միասնական համակարգ: Հարկատուները ունեն պահանջներ պետության նկատմամբ, որոնք ապագայում պետք է բավարարվեն պետության կողմից՝ նրանցից վերցված կապիտալի մարումների տեսքով, որի համար պետությունը վերոնշյալ պահանջներին հավասար հարկերի տեսքով գումարներ է գանձում նույն հարկատուներից: Իսկ մասնավոր պարտքը իրենից ներկայացնում է միայն պարտավորությունների համակարգ, իսկ պահանջատերերը ապրում են այլ երկրներում:

Արդեն 1970-ական թթ. նկատվում էր, որ քեյնսյան տեսությունը կիսելու է դասական տեսության ճակատագիրը, քանի որ այդ ժամանակաշրջանում տնտեսության պետական կարգավորման և, մասնավորապես, հարկաբյուջեի քաղաքականության դեղատոմսերն այլևս արդյունավետ չէին: Ճիշտ է քեյնսականների մոտեցումները մինչև 1980-ական թթ. գերիշխեցին պետական պարտքի տեսության մեջ, սակայն մինչ այդ ի հայտ եկան այդ մոտեցումները քննադատող լուրջ և հիմնավոր տեսություններ, որոնք իրենց կարևոր դերն ունեցան պարտքի տեսության զարգացման գործում: Այս ժամանակաշրջանում ձևավորվեցին ռացիոնալ սպասումների տեսությունը, մոնետարիզմը, աշխուժացված նորդասական տեսությունը, հետագայում նաև հասարակական ընտրության տեսությունը և այլ տեսություններ: Այս շրջանը տնտեսագիտության մեջ հերթական հեղաշրջումն էր հետևյալ կարգախոսով՝ «ամեն ինչ որոշում է շուկան»: Անհրաժեշտ է նշել նաև, որ ձևավորված ուղղությունները ամբողջովին դեմ չէին Քեյնսի հայացքներին, որովհետև Քեյնսը իր հիմնարար գաղափարներով տնտեսագիտությանը որակապես նոր մակարդակի բարձրացրեց: Պարզապես Քեյնսի հետևորդների կողմից նրա գաղափարների հիման վրա մշակված մոդելներն այդ ժամանակաշրջանում անգործ էին: Սակայն հարկ է նշել,

որ քեյնսը , միաժամանակ լինելով նաև մաթեմատիկ, երբեք փորձ չկատարեց մոդելավորել իր տեսությունը:

Առաջին տնտեսագետը, ով քննադատեց Լեոներին և դեմ դուրս եկավ քեյնսականներին, «հասարակական ընտրության տեսության» մեջ լուրջ ներդրում ունեցած ակնավոր տնտեսագետ Ջեյմս Բյուքենենն էր: Պետական պարտքին նվիրված իր հայտնի՝ «Հասարակական պարտքի հասարակական սզբունքները: Պաշտպանություն և վերածնակերպում» աշխատության¹⁹ մեջ նա լրջագույն փորձ կատարեց քննադատելու քեյնսականների մոտեցումները՝ առավել հիմնավոր ձևով ներկայացնելով դասականների հայացքները:

Բյուքենենը նախ քննադատեց «նոր տնտեսագետներին» ինտելեկտուալ արմատները մոռանալու մեջ: Նա նշում էր, որ դասականները գիտեին, օրինակ, մասնավոր և պետական պարտքերի «նմանության սխալի» մասին, որոնք հիմնավորում էին քեյնսականները: Եվ միայն մանրամասն վերլուծելուց հետո հասկացան, որ իրականում պարտքի այդ երկու տեսակները նման են: Այնուհետև նա սկսեց վերլուծել վերևում ներկայացված երեք կարևոր հարցերի վերաբերյալ «նոր տնտեսագետների» պատասխանները: Սակայն պետք է նշել նաև, որ Բյուքենենը, մեր կարծիքով, մի վրիպում թույլ տվեց՝ իր վերլուծություններում նորից հիմնվելով դասականների սահմանափակ ենթադրությունների վրա: Նա նույնպես ենթադրում էր, որ տնտեսությունը գործում է լրիվ զբաղվածության պայմաններում, փոխառու միջոցներն օգտագործվում են իրական հատվածում, այլ ոչ թե ինֆլյացիայի կարգավորման նպատակով, պետական ծախսերն այնքան փոքր են, որ չեն կարող ազդել տոկոսադրույքի կամ գների մակարդակի վրա, իսկ պարտքի միջոցով ներգրավվող միջոցները խաթարում են մասնավոր կապիտալի կուտակման գործընթացը և այլն: Նա համամիտ էր դասականների այն կարծիքի հետ, որ պարտքի իրական բեռը փոխանցվում է ապագա սերունդներին և գտնում էր, որ Ռիկարդոյի համարժեքությունը պահպանվում է, բայց միայն նրա կողմից կատարված ենթադրությունների համակարգում, իսկ դրանք, ըստ նրա, շատ սահմանափակ են:

¹⁹ **Buchanan J.**, Public Principles of Public Debt. A Defence and Restatement, liberty fund, Indianapolis 1999.

Մարտահրավեր նետելով քեյնսականներին՝ Բյուքենենը գտնում էր, որ պետական և մասնավոր պարտքերը իրենց բոլոր հիմնական գծերով նման են և որ քեյնսականները պարտքի այդ երկու տեսակները վերլուծելիս սխալ մեթոդաբանությու են ընտրել, քանի որ նրանք այլ հավասար պայմաններում են վերլուծել պարտքի առկայության և պարտքի բացակայության իրավիճակները: Իսկ այդ սահմանափակումների արդյունքում սխալ տեսակետ է ձևավորվել, որ տոկոսային ծախսերը ներքին տրանսֆերտներ են (աջ ձեռքը վճարում է ձախ ձեռքին): Իրականում, ըստ Բյուքենենի, տոկոսային ծախսերը ենթադրում են գումարի փոխանցում այն անձանց, որոնք տարբերվում են պարտապանից:

Ըստ Բյուքենենի պետական և մասնավոր պարտքերի հարաբերակցության հարցում ճիշտ պատասխանն այն է, որ երկու դեպքում էլ փոխառությունը պետք է դիտարկել որպես փոխշահավետ գործարք, որը նման է շուկայական տնտեսության մեջ տեղի ունեցող մյուս գործարքներին: Այս դեպքում փոխառուն ստանում է ռեսուրսները տնօրինելու իրավունք ներկա ժամանակաշրջանում, իսկ փոխատուն՝ ապագայում: Տոկոսների վճարումն անհրաժեշտ է ներկա և ապագա կապիտալի արժեքները ներկա արժեքի բերելու, այսինքն՝ համարելի դարձնելու համար այնպես, ինչպես ռեսուրսները կարող են օգտագործվել տարբեր ժամանակաշրջաններում իրական եկամուտ ստեղծելու նպատակով:

Այսպես, Բյուքենենը բավական լուրջ քայլ կատարեց ընդդեմ քեյնսականների, բայց դա կարելի է բնութագրել այսպես՝ փակը դաշտում ռազմիկ չէ: Բայց անհրաժեշտ է նշել, որ նրա աշխատությունը դարձավ պետական պարտքի դասական տեսության թերևս ամենալավ տեսական հետազոտությունը:

Պարտքի տեսության զարգացման գործում իր մեծ ավանդն ունեցավ նաև նորդասական տնտեսագետ Ռոբերտ Բարրոն: Նա նոր շունչ տվեց դասական տնտեսագիտությանը հենց քեյնսյան տնտեսագիտության ճգնաժամի շրջանում՝ 1980-ական թթ.: Բարրոն նորովի վերլուծեց Ռիկարդոյի համարժեքությունը և ավելի հեռուն գնալով՝ վերհանեց այն պատճառները, որոնց դեպքում Ռիկարդոյի համարժեքությունը տեղի չի ունենում: Պետության բյուջետային սահմանափակման և մասնավոր սպառողների վարքագիծը պայմանավորող գործոնների

վերլուծության մեջ նա Ռիկարդոյի համարժեքությունը դիտարկեց որպես տրամաբանական քայլերի հաջորդականություն: Ըստ նրա պակասուրդի պարտքային ֆինանսավորումը փոխում է ժամանակի մեջ հարկերի բաշխումը, բայց հարկերի ներկաարժեքը չի փոխվում:

Այնուհետև Բարրոն անդրադարձավ մասնավոր սպառողների վարքագիծը պայմանավորող գործոններին: Նա նշում էր, որ սպառողները մահկանացու են, իսկ պետությունը իր պարտքով անմահ է: Այս դեպքում հարց է առաջանում, թե ինչպես պետք է բաշխել ռեսուրսները ժամանակի մեջ այնպես, որ դրանք հայտնվեն այն սերունդների ձեռքում, ովքեր պետք է վճարեն պարտքի դիմաց: Այստեղ Բարրոն հենվում է «միջժամանակային ալտրուիզմի» գաղափարի վրա, ըստ որի՝ ներկայիս ռացիոնալ սպառողները մտածում են նաև ապագա սերունդների մասին և իրենց ռեսուրսները (փողը, արժեթղթերը, անշարժ գույքը և այլն) ժառանգում են: Եվ այս միջժամանակային տրանսերտները լուծում են վերոնշյալ հարցը՝ մահկանացու սպառողներին վերածելով մեկ միասնական անմահ ընտանիքի:

Կատարելով վերոնշյալ քայլերը Բարրոն եկավ այն եզրահանգման, որ եթե պետությունը որոշում է ֆինանսավորել իր ծախսերը հարկերի կամ պետական արժեթղթերի թողարկման միջոցով, ապա ռացիոնալ սպառողներն անտարբեր են այդ գործողությունների հանդեպ, քանի որ դա չի ազդում նրանց «անմահ ընտանիքի» ռեսուրսների գուտ ներկա արժեքի վրա: Այլ կերպ ասած ռացիոնալ սպառողները ճշգրտում են իրենց ինայ ողություններն այնպես, որպեսզի փոխհատուցեն պետական ինայ ողությունների փոփոխությունը՝ Պետական ինայ ողություններ (↑↓) + Մասնավոր ինայ ողություններ (↓↑) = Ներքին Ներդրումներ:

Չե տևաքար Ռիկարդոյի համարժեքությունը կարելի է ձևակերպել հետևյալ կերպ՝ պետական բյուջեի պակասուրդը չի ազդում ամբողջական պահանջարկի վրա: Այսինքն՝ մասնավորի ռացիոնալ վարքագիծը չեղարկում է պետության, տնտեսությունը խթանելու, հնարավորությունը: Բայց Բարրոն այդքան միամիտ չգտնվեց և հիմնավորեց նաև, որ պետական բյուջեի պակասուրդի միջոցով, այնուամենայնիվ, հնարավոր է ազդել տնտեսության վրա: Դա կարող է տեղի ունենալ այն դեպքում, երբ սպառողները ամբողջությամբ չխնայեն հարկերի իջեցման հետևանքով առաջացած տնտեսումը: Այս դեպքում սպառումը կավելանա, որը կազդի փողի իրական պաշարի

պահանջարկի բարձրացման վրա, վերջինս կհանգեցնի փողի շուկայում տոկոսադրույքի բարձրացման, որն էլ կբերի ներդրումների նվազման²⁰:

Պարտքի տեսուչյան զարգացման մեջ առավել մեծ ներդրում ունեցան Ռիկարդոյի եզրահանգումների դեմ Բարրոյի տեսակետները, որոնք նա արտահայտեց ավելի ուշ լույս տեսած աշխատություններում: Առաջին հերթին Բարրոն նշում էր, որ մարդիկ հավերժ չեն ապրում, հետևաբար չեն անհանգստանում հարկերի մասին իրենց մահից հետո: Երկրորդ, մասնավոր կապիտալի շուկան անկատար է, և դիսկոնտավորման դրույքները տարբեր են մասնավորի և պետության համար: Երրորդ, ապագա հարկերն ու եկամուտները անկանխատեսելի են, այլ կերպ՝ ապագան անորոշ է: Չորրորդ, հարկերը չեն վճարվում մեկ միասնական գումարով, քանի որ դրանք կախված են հարկերից, ծախսերից, հարստությանից և այլն: Յինգերորդ, Ռիկարդոյի ենթադրությունը լրիվ զբաղվածության վերաբերյալ սխալ է²¹:

Ի հարկե Բարրոյի տեսակետները հիմնավոր էին, բայց դրանց ավելի շուտ կարելի է վերագրել պարտքի տեսուչյան հիշեցման և համակարգման բնույթ, քանի որ քեյնսականները նույնպես անդրադարձել էին Ռիկարդոյի համարժեքության հիմնական թերություններին:

Քեյնսյան տեսուչյան ճգնաժամի ընթացքում մեծ տարածում գտան հատկապես Միլտոն Ֆրիդմենի՝ դեռևս 1960-ական թթ. մշակված մոնետարիստական ուսմունքի հիմնարար գաղափարները: Մոնետարիստների տեսանկյունից պետական ծախսերի պարտքային ֆինանսավորումը դուրս է մղում մասնավոր ներդրումները: Դա հանգեցնում է նաև տոկոսադրույքների բարձրացման և արտասահմանյան կապիտալի ներհոսքի, որի հետևանքով ազգային արժույթն արժևորվում է և դա էլ հանգեցնում է առևտրային հաշվեկշռի վատթարացման: Իսկ եթե կառավարությունը կիրառում է փողի էմիսիայի ճանապարհը, ապա դատանում է ինֆլյացիայի:

Ընդհանրապես մոնետարիստները առաջ էին քաշում ինֆլյացիայի հարկաբյուջե տային տեսությունը: Նրանք ընդգծում էին, որ տնտեսությունը հնարավոր չէ կայունացնել հարկաբյուջե տային

²⁰ Barro R., Are Government Bonds Net Wealth? Journal of Political Economy, 1974, N 6, pp. 1095-1117.

²¹ Barro R., The Ricardian Approach to Budget Deficits, Journal of Economic Perspectives, 1989, N2, p. 40.

քաղաքականության միջոցով, իսկ առավել ռադիկալ մոնետարիստները նույնիսկ դեմ էին պետական պարտքի ներգրավմանը:

Այսպիսով կարող ենք եզրակացնել, որ պետական պարտքի տեսաբանները բաժանվում են երկու խմբի, որոնցից առաջինը պարտքի նկատմամբ բացասական, իսկ երկրորդը՝ դրական վերաբերմունք ունի: Սակայն միաժամանակ, ամփոփելով պարտքի տեսության զարգացման վերլուծությունը՝ կարելի է առանձնացնել չորս հիմնական ուղղություններ.

1. **Վաղ դասական:** Հյուսիս, Սմիթը, Ռիկարդոն գտնում էին, որ պարտք վերցնելն արդյունավետ է, քանի որ այն, հզորացնելով պետությանը, ոչնչացնում է կապիտալը:

2. **Ուշ դասական և նոր դասական:** Մալթուսը, Միլը գտնում էին, որ պարտքը միշտ է, որ արդյունավետ է, եթե պետությունը ներգրավի այնպիսի ռեսուրսներ, որոնք հնարավոր է արդյունավետ օգտագործվեն: Իսկ ավելի ուշ Ադամսը, Բաստեբլը, Լերուա-Բոլյեն հանգեցին այն եզրակացության, որ պարտքը կարող է օգուտ բերել հասարակությանը, եթե պետության կողմից ներգրավված միջոցներն ուղղվեն ներդրումներին: Իսկ նոր դասական Բարրոն ցույց տվեց, որ տնտեսությունն անտարբեր է, թե պետությունն ինչպես է ֆինանսավորում իր ծախսերը:

3. **Քեյնսյան (կայունացման տեսություն):** Քեյնսը, Լերները, Սամուելսոնը, Գելբրեյթը, Հարիսը առաջ էին քաշում պետական բյուջեի պակասուրդի կայունացման տեսությունը և գտնում, որ պետությունը հարկաբյուջետային քաղաքականության միջոցով պետք է ակտիվ միջամտի տնտեսական գործընթացներին և կարգավորի տնտեսությունը, իսկ պարտքը երկարաժամկետում պետական ֆինանսներին և տնտեսությանը վնաս չի կարող հասցնել:

4. **Այլ տեսություններ:** Բյուքենենն իր մոտեցումներով մոտեցավ ուշ դասականներին: Իսկ Ֆրիդմենը և մոնետարիստները ընդհանրապես մերժում էին հարկաբյուջետային քաղաքականությունը՝ որպես տնտեսության կայունացման գործիք:

Ըստ էության Ռոբերտ Բարրոի կողմից Ռիկարդոյի համարժեքության նորովի վերլուծությունից հետո մինչ օրերս ակադեմիական աշխարհում դեռևս չի հայտնվել պարտքի վերաբերյալ սկզբունքային նոր մոտեցում:

Պետական պարտքի տեսության վերոնշյալ ուսումնասիրությունը թույլ տվեց բացահայտել պարտքի վերաբերյալ՝ տնտեսագիտական տարբեր դարոցների կողմից ձևավորված վերաբերմունքի զարգացման ընթացքը: Բայց, թերևս, թերի կլիներ պարտքի տեսությանը միայն այս մասով ուսումնասիրելը, քանզի կարևոր է նաև այն, թե վերոնշյալ տեսաբաններն ինչպիսի մոտեցումներ են առաջադրել պետության պարտքային քաղաքականության համար: Յարկ է նշել, որ մինչ 1980-ական թթ. պարտքային քաղաքականությունը, ըստ էության առանձին չի դիտարկվել, այլ դիտարկվել է հարկաբյուջետային քաղաքականության համատեքստում: Եվ պատահական չէ, որ վերոնշյալ տեսաբանները առաջարկել են հենց մոտեցումներ հարկաբյուջետային քաղաքականության համար, որոնք անմիջական առնչություն ունեն պետական պարտքի հետ:

Պետության կողմից վարվող քաղաքականության վերաբերյալ դասականների մոտեցումները խմբավորվում են մեկ միասնական հայեցակարգում, որը տնտեսագիտական գրականության մեջ հայտնի է առողջ \$ինանսներ անվանմամբ: Առողջ \$ինանսներ կարելի է բնութագրել 7 հիմնական կանոններով²².

Կանոն 1: Անհրաժեշտ է ունենալ հավասարակշռված բյուջե:

Կանոն 2: Բյուջեի ավելցուկները անհրաժեշտ է կուտակել հատուկ \$ոնդերում արտակարգ իրավիճակներում (պատերազմներ, բնական աղետներ) օգտագործել ու նպատակով:

Կանոն 3: Ծախսերի \$ինանսավորման աղբյուրներն որոշելիս անհրաժեշտ է հաշվի առնել անհրաժեշտ ծախսերի ծավալը և դրանց ժամկետայնությունը: Այսինքն՝ եթե տվյալ տարում անհրաժեշտություն է առաջացել \$ինանսավորել անհրաժեշտ մեկանգամյա ծախսերի որոշակի մեծ ծավալ, ապա կարելի է պարտք ներգրավել և հարկային համակարգի վրա լրացուցիչ ճնշում չգործադրել: Բայց եթե նախատեսվում են երկարաժամկետ մեծ ծախսեր \$ինանսավորել, ապա անհրաժեշտ է հենց սկզբից բարձրացնել հարկային դրույքաչափերը:

Կանոն 4: Ծախսերի \$ինանսավորման աղբյուրներն որոշելիս անհրաժեշտ է հաշվի առնել ծախսերի բնույթը ըստ պետական բյուջեի

²² Bastable Ch., Public Finance, Macmillan and Co., Limited. 1917, <http://www.econlib.org/library/Bastable/bastbPF.html>.

ծախսերի տնտեսագիտական դասակարգման՝ ընթացիկ և կապիտալ (կամ ոչ ֆինանսական ակտիվների գծով) ծախսեր: Այս կանոնը ժամանակի ընթացքում վերածվեց պետական ֆինանսների Ոսկե կանոնի, ըստ որի ընթացիկ ծախսերն անհրաժեշտ է ֆինանսավորել հարկերի հաշվին, իսկ կապիտալ ծախսերը պարտքի հաշվին: Այլ կերպ ասած պետական պարտքն անհրաժեշտ է ներգրավել միայն պետական ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման նպատակով:

Կանոն 5: Պատերազմական իրավիճակների ժամանակի հայտեկող հսկայածավալ ծախսերն հարկ է ֆինանսավորել փողի էմիսիայի միջոցով: Սակայն այս կանոնը կարող է կիրառվել միայն այն երկրներում, որոնք ազատփոխարկելի արժույթ ունեն:

Կանոն 6: Ճգնաժամի ժամանակ նույնպես ծախսերն անհրաժեշտ է ֆինանսավորել փողի էմիսիայի ճանապարհով: Այս դեպքում, ի տարբերություն պարտքի ներգրավման, պետությունը լրացուցիչ բեռ չի ստեղծում տնտեսության համար: Իսկ սենյորաժի միջոցով փողի էմիսիայի ծախսերն ամբողջությամբ ծածկվում են:

Կանոն 7: Բարձր ինֆլյացիայի ժամանակաշրջանում անհրաժեշտ է թողարկել բարձր եկամտաբերությամբ պետական արժեթղթեր, որի նպատակն է ներքաշել բանկային համակարգի լրացուցիչ իրացվելիությունը:

Այժմ անդրադառնանք պակասուրդի կայունացնող տնտեսության կողմից հարկաբյուջե տային քաղաքականության համար առաջարկվող դրույթների վերլուծությանը: Քեյնսը և նրա հետևորդները դեմ էին պետական բյուջեի երկարաժամկետ պակասուրդին և կարևորում էին երկարաժամկետում դրա վերացման անհրաժեշտությունը, այսինքն՝ աստիճանաբար պետք է գնալ դեպի առողջ ֆինանսներ: Սակայն Լերները առաջ քաշեց նոր մոտեցում, ըստ որի, պետությունը պետք է առաջնորդվի ոչ թե առողջ ֆինանսների, այլ Ֆուկսիոնալ ֆինանսների կանոններով: Նա առաջարկեց Ֆուկսիոնալ ֆինանսների երեք հիմնական սկզբունքներ²³.

1. Հավաքել և ծախսել հարկերն այնպես, որ պեսզի արտադրությունն աճի լրիվ զբաղվածության և ինֆլյացիայի բացակայության պայմաններում (և ոչ թե եկամուտների ավելացման կամ պակասուրդի վերացման նպատակով):

²³ **Алехин Б.И.**, Государственный долг, Москва 2007, стр. 65.

2. Ներգրավել և տալ փող միայն մարդկանց ձեռքում փողի և պետական արժեթղթերի հարաբերակցությունը փոխելու, այլ ոչ թե միջոցներ ներգրավելու կամ պարտքը մարելու նպատակով:

3. Փող տալել կամ վերացնել միայն վերոնշյալ երկու սկզբունքների համակարգման նպատակով:

Լերները գտնում էր, որ «Ֆուկսիոնալ ֆինանսների» միջոցով հաղթահարվում են տնտեսության վրա հարկաբյուջետային քաղաքականության հնարավոր բացասական ազդեցության վտանգները: Նագտնում էր, որ պետական բյուջեի պակասուրդը ոչ թե ռեսուրսների մի սերունդից փոխանցում է մյուս սերունդին, այլ վերաբաշխում է գնողունակությունը տվյալ սերնդի ներսում: Ըստ Լերների առաջին սկզբունքը հաղթահարում է այն վտանգը, թե պարտքային ֆինանսավորումը կամրապնդի ինֆլյացիան: Իսկ երկրորդ սկզբունքը հաղթահարում է այն վտանգը, թե պետությունը վարկային շուկայից դուրս կմղի մասնավոր ներդրողներին:

Լերներն ընդգծում էր, որ պետության գործունեության ծավալներն ու կառուցվածքը հարկ է օգտագործել գործազրկության, ինֆլյացիայի և արտադրական հզորությունների թերժանրաբեռնվածության դեմ պայքարելու նպատակով: Իսկ աճող պակասուրդն ու պարտքը վնասներ չեն հասցնի պետությանը, եթե այն գործի «Ֆուկսիոնալ ֆինանսների» սկզբունքներով: Եվ այս գործողությունները պետությանը երկարաժամկետում թույլ կտան հասնել բյուջեի հավասարակշռության:

Լերները, չնայած իր հսկայածավալ վերլուծություններին, չկարողացավ շրջանցել պարտքի բեռի և պակասուրդի վնասների վերաբերյալ բանավեճերը: Նա չէր կիսում մի կողմից այն տեսակետը, որ բյուջեի պակասուրդը հանգեցնում է տոկոսադրույքի բարձրացման, ամրապնդում է ինֆլյացիան, արտամղում մասնավոր ներդրումները և որ պարտքի բեռը փոխանցվում է ապագա սերունդներին, մյուս կողմից՝ այն տեսակետը, որ եթե պետությունը հետևի «Ոսկե կանոնին», ապա խնդիրը համեմատաբար կթեթևանա:

Լերների տեսակետները ցնցեցին նաև Քեյնսին և նրա մյուս հետևորդներին: Բայց հետագայում սկսեցին սատարել նրան, քանի որ Լերների տեսակետներն, ըստ էության, վերացնում էին պարտքային ֆինանսավորման երկու կարևոր գաղափարական արգելքներ՝ «առողջ

Ֆինանսների օժանդակ կանոնը (հավասարակշռել բյուջեն) և արտամղման էֆեկտը: Բացի դրանից Լեռների բացասական վերաբերմունքը պարտքի բեռի՝ ապագա սերունդներին փոխանցման գաղափարին հիմնավորում էր, թե ինչու պետությունը չպետք է անպատասխանատու քայլերի գնապարտք վերցնելիս:

Չնայած տեսաբանները պարտքին առնչվող հիմնախնդիրների բազմաթիվ հիմնավոր ուսումնասիրություններ են կատարել, այնուամենայնիվ, ինչպես ցանկացած տեսություն, պարտքին նվիրված տեսությունները չէին կարող կատարյալ լինել և պարտքին առնչվող բազմաթիվ կարևոր հարցեր չեն ուսումնասիրվել կամ թերի են ուսումնասիրվել այդ տեսությունների շրջանակներում: Տեսությունները չեն անդրադարձել այնպիսի կարևոր հարցերի, ինչպիսին են. արդյոք կուտակվող հսկայական պարտքը կայուն է, ինչպես գնահատել պետական պարտքի ազդեցությունը պետության և նրա հարկաբյուջետային կայունության և տնտեսության վրա, ինչպիսի ցուցանիշների համակարգի կիրառմամբ կարելի է գնահատել պարտքի բեռը, արդյոք կա այնպիսի սահման, որից այն կողմ պարտքը սկսում է բացասական ազդեցություն թողնել տնտեսության վրա, որոնք են տնտեսության վրա պետական պարտքի ազդեցության փոխանցման հնարավոր այլ ուղիները, արդյոք անհրաժեշտ է կառավարել պարտքը, ինչ է պարտքի կառավարումը և այլ հարցեր: Այս հարցերի ուսումնասիրությանը կանդրադառնանք հետագա շարադրանքներում:

1.2. Պետության պարտքային ֆինանսավորման հայեցակարգերը

Ինչպես ցույց տվեցին պարտքի տեսության զարգացման հիմնախնդիրների վերլուծությունները, տնտեսագիտության տեսաբանները միակարծիք չեն պետության պարտքային ֆինանսավորման և ընդհանուր առմամբ պարտքի դերի վերաբերյալ իրենց մոտեցումներում: Իհարկե, անմտություն կլինի պնդել, թե այս կամ այն տեսակետը միանշանակ առավելություն ունի մյուսի

նկատմամբ և ամբողջությամբ արտացոլում է իրական զարգացումները: Եվ այստեղ մի շատ կարևոր հարց է առաջանում. □Եթե պետական պարտքը վատ կամ բացասական երևույթ է, այդ դեպքում ի՞նչ պատճառներով են առաջնորդվում երկրների կառավարությունները, երբ ներգրավում են հսկայածավալ պարտքեր□: Չէ որ պետական պարտքը թե զարգացած, թե զարգացող երկրներում շուկայական տնտեսության զարգացման բոլոր փուլերում եղել է պետական բյուջեի \$ինանսավորման կարևոր և առանցքային աղբյուրներից մեկը: Այլ կերպ ասած իրականում կան պատճառներ, որոնք առավելություն են տալիս պետական պարտքին հարկերի և փողի էմիսիայի նկատմամբ:

Վերոնշյալ կարևոր հարցին պատասխանելու համար անհրաժեշտ է պետական պարտքի տեսությունն ից տեղափոխվել իրական աշխարհ, որտեղ տնտեսական քաղաքականությունն իրականացնողները ոչ թե տեսաբաններ են, այլ կառավարությունը՝ իր նախարարություններով և համապատասխան մասնագետներով: Կառավարությունը իր տնտեսական քաղաքականության իրականացման ընթացքում կարող է բախվել ռեսուրսների անբավարարության խնդրին, որը հաղթահարելու համար նա պետք է կատարի որոշակի քայլեր: Այստեղ կարևորվում է հետևյալ հնարավոր քայլերի համեմատական վերլուծությունը. 1.կրճատել ծախսերը, 2.բարձրացնել հարկերի դրույքաչափերը կամ սահմանել նոր հարկեր, 3.օտարել պետական սեփականությունն հանդիսացող օբյեկտները, 4.իրականացնել փողի էմիսիա, 5.ներգրավել պարտք ներքին և արտաքին շուկաներից:

Այս տեսանկյունից բավական համակարգված մոտեցում է առաջարկում Մարգարյանը: Նա իր հոդվածում, վերլուծելով վերոնշյալ քայլերից առաջին չորսի թերությունները, ընդգծում է.□Միանգամայն այլ է իրավիճակը, երբ կառավարությունն իր ծախսերի գերազանցումը եկամուտներից փորձում է ծածկել փոխառությունների միջոցով: Հասարակությունը այսպիսի որոշումն ընկալում է որպես կառավարության կողմից ներկայացված փոխշահավետ համագործակցության առաջարկ□²⁴: Այս գաղափարը հեղինակը հիմնավորում է՝ անդրադառնալով նախ սոցիալական և քաղաքական գործոններին, ինչպես նաև հարկերի խեղաթյուրող

²⁴ **Մարգարյան Ա.**, Պետական պարտքի ներգրավման հիմնախնդիրները, ՀՊՏՀ □Բանբեր□, 2007թ., N3, էջ 30:

Էֆեկտին, ժամանակի մեջ հարկային դրույքաչափերի համահարթեցման պարադիգմին, և իարժեք ֆինանսական շուկա ունենալու կարևորությունը և պարտքի ներգրավման, մասնավորապես՝ եկամուտների բաշխման կամ հարկաբյուջե տային, տնտեսական կայունության ապահովման և տնտեսական խթանման, հանրային ռեսուրսների բաշխման օպտիմալացման նպատակներին:

Այժմ անդրադառնանք վերոնշյալ հինգ հնարավոր քայլերի համեմատական վերլուծությանը այլ տեսանկյունից՝ փորձելով դրանք ներկայացնել «առողջ ֆինանսների» և «ֆունկցիոնալ ֆինանսների» սկզբունքների համակարգման միջոցով: Այս առումով կարևորում ենք վերլուծել պարտքի և պարտքային ֆինանսավորման առավելություններն ընդգծող հետևյալ ութ հիմնական պրակտիկ տնտեսական հայեցակարգերը, որոնք դրսևորվել են և շարունակվում են դրսևորվել շուկայական հարաբերությունների զարգացման ընթացքում.

1. հարկաբյուջե տային պահպանողականություն,
2. ավելցուկային հարկային բեռ,
3. պետական ֆինանսների «Ոսկե կանոն» և «Կայուն ներդրման կանոն»,
4. պետական փոխառությունների փողի էմիսիայի փոխարեն,
5. կարճաժամկետ կայունացում,
6. կառուցվածքային պակասորդի հայեցակարգ,
7. չկայացած ֆինանսական շուկա,
8. հասարակական ընտրություն և հարկաբյուջե տային պատրանք:

Հարկաբյուջե տային պահպանողականություն: Առաջին հայեցակարգը ենթադրում է «առողջ ֆինանսների» առաջին երկու կանոնների (խաղաղ ժամանակ հավասարակշռել բյուջեն և, ավելին, ունենալ ավելցուկային բյուջե, ավելցուկային միջոցները կուտակել հատուկ ֆոնդերում) կիրառություն կամ ինչպես Ադամ Սմիթն էր ասում՝ «ոչինչ բացի հարկերից»: Սակայն պետությունները երբևէ չեն կիսել դասական տնտեսյան այդպիսի պահպանողական մոտեցումները: Նույնիսկ Սմիթի ժամանակաշրջանում Մեծ Բրիտանիան, որն ուներ բուռն զարգացող տնտեսություն, երբևէ այդքան պահպանողական քաղաքականություն չէր իրականացնում: Իսկ եթե դրան ավելացնենք նաև ԱՄՆ-ի և Եվրոպայի մյուս հարուստ

երկրների փորձը, ապա այդ ժամանակաշրջանում ավելի շուտ կանոն էր համարվում հարկաբյուջե տային պահպանողականության վերոնշյալ երկու կանոնների անտեսումը, քանի որ առաջին համաշխարհային պատերազմի և հետագայում արդեն Մեծ ճգնաժամի տարիներին այդ երկրները բազմիցս ունեցան և ավելցուկներ, և պակասուրդներ: 21-րդ դարում նույնպես դժվար է հանդիպել այնպիսի երկրի, ով խստորեն դրսևորում է հարկաբյուջե տային պահպանողականություն: Իսկ ո՞րն է դրա պատճառը:

Իրականում առողջ \$ինանսները դեռևս առողջ տնտեսություն են նշանակում: Բյուջեի հավասարակշռությունը կառավարություններին թույլ չի տալիս իրականացնել հակացիկլային քաղաքականություն: Տնտեսության անկման շրջանում հարկային մուտքերը կրճատվում են, իսկ ծախսերը և, հատկապես սոցիալական՝ աճում: Այս պայմաններում բյուջեի հավասարակշռության կանոնին համաձայն պետությունը պետք է բարձրացնի հարկային դրույքաչափերը և նվազեցնի ծախսերը, որն ավելի կխորացնի տնտեսական անկումը: Իսկ աճի փուլում հակառակ գործողությունները կարող են տանել տնտեսության «գերտաքացման»: Այս խնդիրների հաղթահարման \$ոնի վրա ծագում է մեկ այլ՝ կառուցվածքային պակասուրդի հայեցակարգը, որին կանդորառնանք հետագա շարադրանքներում:

Բյուջեի հավասարակշռման մյուս ծանրակշիռ թերությունն այն է, որ այդ մոտեցումը սահմանափակում է կառավարության երկարաժամկետ ներդրումները: Բյուջեի հավասարակշռությունը ենթադրում է, որ կապիտալ ծախսերը պետք է \$ինանսավորվեն հարկերի հաշվին, որն էլ թույլ չի տալիս ներդրումային նախագծերի վրա կատարվող ծախսերը բաշխել ներկա և ապագա սերունդների հարկատուների միջև և այդ նախագծի արդյունքներից օգտվելու են ապագա սերունդները: Այս ամենի հետևանքով կառավարությունները կարող են կորցնել իրենց հետաքրքրությունը պետական ներդրումների հանդեպ:

Ի տարբերություն առաջին կանոնի, երկրորդ կանոնը միանշանակ բացասական չի ընդունվում կառավարությունների կողմից, քանի որ, ինչպես ցույց է տալիս երկրների փորձը, հատուկ \$ոնդերը միշտ էլ կիրառվել են հատկապես այն երկրներում, որոնք հարուստ են բնական

ռեսուրսներով: Հատուկ ֆոնդերի ստեղծման առավել ությունն այն է, որ այն օրենքի ուժով ստիպում է կառավարություններին գումարներ կուտակել, որը հետագայում թույլ կտա օգտագործել այդ միջոցներն արտակարգ իրավիճակներում: Սակայն այդ ֆոնդերը ունենան էական թերություններ, ինչպիսիք են՝ պահպանման մեծ ծախսերը, միջոցների ոչ նպատակային օգտագործումը, մասնավոր հատվածի բացասական արձագանքը, քանի որ մի կողմից այդ ֆոնդերը համալրվում են մասնավոր հատվածի վրա լրացուցիչ բեռ դնելու հաշվին, մյուս կողմից բնակչությունը չի հասկանում, թե ինչու հնարավոր չէ այդ ավելցուկների միջոցով նվազեցնել հարկերը կամ ավելացնել ծախսերը:

Ավելցուկային հարկային բեռ: Այս հայեցակարգը ենթադրում է առողջ ֆինանսների երրորդ և հինգերորդ կանոնների (արտակարգ ծախսերը ֆինանսավորել փոխառությունների հաշվին, պատերազմները ֆինանսավորել փողի էմիսիայի հաշվին, եթե երկիրն ունի ազատ փոխարկելի արժույթ) կիրառություն: Պատերազմական ժամանակաշրջանում հարկաբյուջետային ճնշումը բավական մեծ է լինում, իսկ այստեղ օգնության կարող են գալ միայն փոխառությունները: Երկրորդ համաշխարհային և հետագայում սառը պատերազմի տարիներին հենց ներգրավված փոխառությունների միջոցով աշխարհի առաջատար երկրներում կուտակվեցին հսկայական պարտքեր: Բայց առանց այդ փոխառությունների, հաղթած երկրները դժվար թե կարողանային լուրջ հաջողությունների հասնել պատերազմում, այսինքն՝ փոխառությունները մեծ ազդեցություն ունեցան ռազմական իրադարձությունների ելքի վրա: Փոխառությունների այս դերի հիմնավորման հիմքում ընկած է կարևոր տրամաբանություն, որով այդ տարիներին առաջնորդվեցին բազմաթիվ երկրներ: Խոսքը հետևյալ կարևոր հարցի մասին է. «Ինչու՞ պատերազմի հսկայական հարկային բեռը գցել ներկա սերունդների ուսերին»: Պատերազմում հաղթանակի օգուտները հիմնականում քաղում են ապագա սերունդները, հետևաբար տրամաբանական է, ներկայիս պատերազմի բեռը կիսել ապագա սերունդների հետ:

Երկրորդ համաշխարհային պատերազմի տարիներին երկրները օգտվում էին նաև վերոնշյալ հինգերորդ կանոնից՝ միաժամանակ իրականացնելով և փողի էմիսիա, և այսպես կոչված «թաքնված փողի

Էմիսիա»: ԿԲ-երը առևտրային բանկերից գնելով պետական արժեթղթեր՝ անուղղակի ճանապարհով փողի Էմիսիա էին կատարում ռազմական ծախսերը հոգալու նպատակով:

Հետագայում երրորդ կանոնը զարգացվեց նորդասական տնտեսագետների կողմից: Նրանք սկսեցին մատնանշել հարկերին առնչվող այնպիսի բացասական երևույթների մասին, ինչպիսին են ավելցուկային հարկային բեռը և հարկերի խեղաթյուրող Էֆեկտը: Հարկերի բարձր դրույքաչափերի պայմաններում ավելանում են հարկերից խուսափելու դեպքերը, նվազում է հարկերի հավաքագրման աստիճանը, նվազում են աշխատելու խթանները, մասնավոր հատվածում ընկնում է ռեսուրսների օգտագործման արդյունավետությունը, ավելանում են վարչարարության հետկապված ծախսերը և այլն: Այստեղ լուծումը խեղաթյուրող Էֆեկտը նվազագույնի հասցնելն է: Նորդասականներ Բարրոն, Լուկասը, Ստոկին առաջարկում են հարկային դրույքաչափերի համահարթեցման գաղափարը, որի բովանդակությունը հետևյալն է. «Ժամանակի մեջ դրույքաչափերը պետք է լինեն հարաբերականորեն կայուն, քանի որ խեղաթյուրող Էֆեկտը աճում է ավելի արագ, քան դրույքաչափերը²⁵»: Սակայն այստեղ կարևոր է նաև տնտեսությունում տեղի ունեցող ցնցումների բնույթի վերլուծությունը: Եթե տեղի են ունենում ժամանակավոր ցնցումներ՝ պայմանավորված ավտոմատ կայունարարների փոփոխության, բնական և տեխնոլոգիական աղետների և այլ արտակարգ իրավիճակների պատճառով, ապա այս իրավիճակներում առաջացող պետական բյուջեի պակասորդն անհրաժեշտ է ֆինանսավորել փոխառությունների ներգրավման ճանապարհով: Եթե այս դեպքերում պետությունը գնա հարկերի դրույքաչափերի ժամանակավոր բարձրացումների և հետագայում իջեցումների ճանապարհով, ապա նա կխեղաթյուրի տնտեսական գործունեությունը, քանի որ մի կողմից՝ տնտեսվարողները կարող են դժվար հարմարվել փոփոխվող իրավիճակներին, իսկ մյուս կողմից՝ հարկային քաղաքականության որոշումները, պայմանավորված մեծ ներքին լագով, կարող են ոչ ճիշտ արձագանքել փոփոխվող իրավիճակներին:

²⁵ **Մարգարյան Ա.**, Պետական պարտքի ներգրավման հիմնախնդիրները, ՀՊՏՀ □Բանբեր□, 2007թ., N3, էջ 32:

Իսկ եթե տեղի ունենան մշտական և երկարաժամկետ ցնցումներ, ապա այս դեպքում անհրաժեշտ է իրականացնել հարկերի դրույքաչափերի բարձրացում:

Մեկ այլ լուծում է առաջարկում առաջարկի տնտեսագիտության ակադեմիկոս Լեոնարդո Բերկայացուցիչ Արթուր Լաֆֆերը՝ ներկայացնելով Լաֆֆերի կորի գաղափարը: Լաֆֆերի կորը ցույց է տալիս հարկային դրույքաչափերի և պետական բյուջեի հարկային մուտքերի միջև եղած կապը: Այդ գաղափարի տրամաբանությունն այն է, որ հարկեր անհիմն ձևով չպետք է բարձրացնել, և գոյություն ունի հարկային դրույքաչափերի օպտիմալ սահման, որը գերազանցելու դեպքում այլևս հնարավոր չի լինի ապահովել հարկերի առավելագույն մուտք պետական բյուջե, քանի որ այդ դեպքում խեղաթյուրվում է տնտեսական գործունեությունը:

Պետական ֆինանսների □Ոսկե կանոն□ և □կայուն ներդրման կանոն□: Պետության պարտքային ֆինանսավորման օգտին ներկայացվող հաջորդ փաստարկը հիմնված է երկու դասական գաղափարների վրա՝ պարտքի բեռը փոխանցվում է ապագա սերունդներին և հարկերը վճարում են նրանք, ում օգուտ են բերում պետության ծախսերը: Այլ խոսքերով՝ ապագա սերունդները պետք է վճարեն ներկայի ծախսերի այն մասի դիմաց, որոնք ապագայում օգուտ են բերելու հենց իրենց: Ըստ էության խոսքը կապիտալ ծախսերի մասին է: Տնտեսագետները դեռևս անցած դարի 30-ական թվականներից առաջարկեցին պետական ծախսերը դասակարգել ընթացիկ և կապիտալ ծախսերի: Ընդ որում, նրանք ընդգծում էին, որ ընթացիկ ծախսերն անհրաժեշտ է ծածկել հարկերի, իսկ կապիտալ ծախսերը փոխառությունների հաշվին: Այս սկզբունքին Ռիչարդ Մասգրեյվն անվանում էր «վճարիր և օգտվիր»²⁶, որը բխում էր հարկերի գանձման այն սկզբունքից, որ «վճարում է նա, ում օգտակար է», և սերունդների միջև ծախսերը բաշխելու համար անհրաժեշտ է պարտքային ֆինանսավորում:

Վերոնշյալ սկզբունքների վրա է հիմնված □Ոսկե կանոնը□, որի կենտրոնական գաղափարն է՝ ներգրավել փոխառություններ ներդրում կատարելու նպատակով: Այս կանոնը ենթադրում է երկու բյուջեների գոյություն՝ ընթացիկ և կապիտալ: Ընդ որում ընթացիկ բյուջեն պետք

²⁶ **Musgrave R.**, The Theory of Public Finance. A Study in Public Economy, McGraw Hill Book Company, 1959, pp. 36-37.

Է Լ ի ն ի հավասարակշռված, իսկ Լ ավագույն դեպքում ավելցուկային, որը թույլ է տալիս պետությանը ներգրաված փոխառու միջոցներն ուղղել արտադրողական ներդրումներին: Այս մոտեցումը բարձրացնում է նաև բյուջետային ծախսերի իրականացման արդյունավետությունը և թափանցիկությունը:

□ Կայուն ներդրման կանոնը □ ենթադրում է, որ պարտքի տնտեսական բեռը, այսինքն՝ ՀՆԱ նկատմամբ պետական պարտքի հարաբերակցությունը պետք է պահպանել որոշակի կայուն և խելամիտ սահմաններում²⁷, որը մի կողմից չի խաթարի հարկաբյուջետային կայունությունը, մյուս կողմից չի վտանգի երկարաժամկետ տնտեսական աճը:

Պետական փոխառությունների փողի Էմիսիայի փոխարեն: Վերևում նշվեց փողի Էմիսիայի և դրա թաքնված տարբերակի մասին: Իհարկե, փողի Էմիսիան ծախսերը ֆինանսավորելու ամենահեշտ, բայց միաժամանակ ամենաքննադատվող ճանապարհն է: Փողի Էմիսիայի հետևանքով առաջանում է սենյորատ, որը թույլ է տալիս Լրացուցիչ եկամուտ ստանալ առանց մասնավոր հատվածի անհանգստացնելու: Քեյնսը փողի Էմիսիան տրամաբանական և պրակտիկ քայլ էր համարում, բայց ոչ թե որպես հարկերի այլընտրանք, այլ գործիք, որը թույլ է տալիս տոկոսադրություններն իջեցնել մինչև Լրիվ զբաղվածությանը համապատասխանող սահման:

Սակայն մեկ այլ ճանաչված տեսություն՝ փողի քանակական տեսությունը հիմնավորում է, որ փողի քանակի ավելացումը հանգեցնում է ինֆլյացիայի, իսկ երկարաժամկետում այդ ազդեցությունը դրսևորվում է 1:1 հարաբերակցությամբ: Իսկ ինֆլյացիան նվազեցնում է ինչպես պետության կողմից ներգրաված փոխառությունների գնողունակությունը, այնպես էլ պետական արժեթղթերի և փոխառությունների սեփականատերերի իրական եկամտաբերությունը, և նաև վնասում է ողջ հասարակությանը: Իսկ պետական պարտքը ծախսերի ֆինանսավորման ոչ ինֆլյացիոն ուղի է:

Կարճաժամկետ կայունացում: Կայունացման համատեքստում հարկաբյուջետային քաղաքականության պատմությունը, ինչպես արդեն նշել ենք, բաժանվում է երկու մասի՝ մինչ քեյնսը և քեյնսից հետո: Եվ հենց տնտեսագիտության մեջ քեյնսյան հեղափոխությունը

²⁷ Мэнкью Н., Тейлор М., Макроэкономика, 2-е издание, Москва 2013, стр. 550.

Նոր երանգ տվեց հարկաբյուջետային քաղաքականության կայունացման գործառույթին: Քեյսայան մոտեցումները, ըստ էության, թույլ տվեցին ազատվել «առողջ ֆինանսների» բնորոշ այնպիսի նեղ հայեցակարգից, ինչպիսին բյուջեի հավասարակշռությունն է: Առաջ քաշվեց նոր՝ ամբողջ տնտեսության հավասարակշռման հայեցակարգը: Քեյսականները գտնում էին, որ բյուջեի հավասարակշռության կանոնը առասպել է, քանի որ առանձին անհատին բնորոշ այդպիսի վարքագիծը սխալ է վերագրել պետությանը: Պատճառն այն է, որ այն թույլ չի տալիս պետությանը ճիշտ արձագանքել տնտեսական տատանումներին, այսինքն՝ վարել հակացիկլային քաղաքականություն, որի կարիքն ունեին կառավարությունները հենց Մեծ ճգնաժամի, երկրորդ համաշխարհային պատերազմի և հետպատերազմական ժամանակաշրջանում: Եվ օգտագործելով քեյսայան մոտեցումները նրանք կարողացան կայունացնել իրենց տնտեսությունները:

Բյուջեի կայունացման գործառույթի իրականացման տեսանկյունից հատկապես մեծ դերակատարում ունի պարտքային ֆինանսավորումը: Պարտքի մեջ ապագա սերունդների համար սպառնալիքներ պետք չէ տեսնել, քանի որ այն այնքան օգուտ է բերել ու նրանց, որքան ապագա հարկերի հնարավոր բարձրացումն է:

Կառուցվածքային ավասուրդի հայեցակարգ: Նախորդ հայեցակարգի հետ անմիջական կապ ունի կառուցվածքային պակասուրդի հայեցակարգը, որն համեմատաբար նոր մոտեցում է տնտեսագիտության մեջ: Մինչ այս մոտեցումը հարկաբյուջետային քաղաքականության վերաբերյալ որոշումներ կայացնելիս տնտեսագետները հիմնականում հենվում էին բյուջեի բացարձակ ցուցանիշների վերլուծության վրա և պարտքի ու պակասուրդի ֆիզիկական մեծ ծավալները հաճախ էին անհագստացնում տնտեսագետներին: Սակայն ճիշտ չէ պնդել, որ այդ ցուցանիշների մեծ ծավալները բացասական երևույթ են նկարագրում:

Ըստ ամերիկյան հեղինակավոր տնտեսագետ Բոմոլի, միևնույն ֆիսկալ ծրագիրը, կախված տնտեսության վիճակից, կարող է հանգեցնել ինչպես պակասուրդի, այնպես էլ հավելուրդի առաջացման: Ըստ հեղինակի, այս փաստի թերի ըմբռնումն է, որ հանգեցնում է այնպիսի մտայնության ձևավորմանը, թե, իբր, ավելի մեծ պակասուրդը միշտ էլ

նշանակում է ավելի ընդլայնողական ֆիսկալ քաղաքականություն: Սակայն, բուրոռովին էլ միշտ չէ, որ այդ պնդումը ճիշտ է²⁸: Վերոնշյալը հիմնավորելու համար օգնության է գալիս կառուցվածքային պակասուրդի հայեցակարգը: Իսկ ֆրանսիացի տնտեսագետ Բլանշարը առաջարկում է օգտագործել ցիկլայնորեն ճշգրտված պակասուրդի հայեցակարգը²⁹:

Ընդհանուր առմամբ բյուջեի հաշվեկշիռը (OB) (պակասուրդ/հավելուրդ) կարելի է ներկայացնել որպես երկու հիմնական բաղադրիչների հանրագումար՝ ցիկլիկ հաշվեկշիռ (CB) և ցիկլայնորեն ճշգրտված հաշվեկշիռ (CAB)՝ $OB = CB + CAB$:

Ցիկլիկ հաշվեկշիռը իր մեջ ընդգրկում է եկամուտների և ծախսերի այնպիսի տեսակները, որոնք փոփոխվում են տնտեսական ցիկլին համընթաց՝ անկախ հարկաբյուջետային քաղաքականությունից (օրինակ՝ ավտոմատ կայունարարները): Ցիկլայնորեն ճշգրտված հաշվեկշիռը իրենից ներկայացնում է ցիկլայնորեն ճշգրտված եկամուտների և ցիկլայնորեն ճշգրտված ծախսերի տարբերությունը: Իսկ վերջիններս իրենցից ներակայացնում է եկամուտների և ծախսերի այն մեծությունները, որոնք կարող էին ստացվել և ծախսվել, եթե տնտեսությունը գտնվեր լրիվ զբաղածության իրավիճակում: Այս ցուցանիշները հաշվարկվում են՝ փաստացի եկամուտներն ու ծախսերը ճշգրտելով պոտենցիալ և փաստացի ՀՆԱ-ների (համախառն ներքին արդյունք) պոտենցիալ ՀՆԱ-ների նկատմամբ եկամուտների ու ծախսերի ճկունության գործակիցներով ճշգրտված հարաբերակցությամբ: Ճկունության գործակիցները գնահատվում են ռեգրեսիոն վերլուծության միջոցով, իսկ պոտենցիալ ՀՆԱ-ները՝ Էկոնոմետրիկ ֆիլտրերի միջոցով (Hodric Prescott, Band-Pass, Kalman): Ընդ որում գնահատականները կատարվում են և՛ ագրեգացված եղանակով՝ հաշվարկների մեջ ընդգրկելով միայն ընդհանուր եկամուտներն ու ծախսերը, և՛ ապաագրեգացված եղանակով՝ ընդգրկելով եկամուտների և ծախսերի առանձին տարատեսակները³⁰:

²⁸ **Baumol W. J., Blinder A. S.**, Economics.Principles and Policy, South-Western, Cengage Learning, 2011, p. 689.

²⁹ **Бланшар О.**, Макроэкономика, Москва 2010, стр. 594.

³⁰ **Bornhorst F., Dobrescu G., Fedelino A., Gottschalk J., Nakata T.**, When and How to Adjust Beyond the Business Cycle? A Guide to Structural Fiscal Balances, IMF Technical Notes and Manuals TNM/11/02; April 11, 2011.

Կառուցվածքային հաշվեկշիռը, ըստ էության, հանդիսանում է ցիկլայնորեն ճշգրտված հաշվեկշռի՝ հարկաբյուջետային վիճակը գնահատող ավելի ընդգրկուն տարատեսակ, քանի որ վերջինիս չափը գնահատելու համար ցիկլայնորեն ճշգրտված հաշվեկշիռը հետագա ճշգրտման է ենթարկվում տնտեսությանը նույնպես ակտիվների և առանձին ապրանքատեսակների գների կտրուկ փոփոխությանն ենթին համընթաց:

Կառուցվածքային պակասուրդի գնահատումը թույլ է տալիս ավելի ճիշտ վերլուծել հարկաբյուջետային քաղաքականության՝ տնտեսական տատանումներից անկախ փոփոխությանն ենթը: Այսինքն՝ այն արտացոլում է դիսկրեցիոն հարկաբյուջետային քաղաքականությունը: Այս ցուցանիշի գնահատումը կարևոր է նաև պետական պարտքի տեսանկյունից: Այստեղ գլխավոր եզրահանգումն հետևյալն է. □բյուջեի պակասուրդները, որոնք առաջանում են տնտեսական անկման շրջանում՝ դրա բացասական հետևանքները չեզոքացնելու և կարճաժամկետ հատվածում, ամբողջական պահանջարկի միջոցով, այլ տնտեսության աշխուժացումը խթանելու նպատակով, չեն կարող հիմնավորված ձևով գնահատվել որպես պարտքային բեռ գալիք սերունդների համար³¹: Իսկ այն պարտքը, որը կուտակվում է կառուցվածքային պակասուրդների միջոցով, պետք է մտահոգի կառավարություններին, և այստեղ է հենց կարևորվում պարտքի խելամիտև արդյունավետ քաղաքականության դերը:

Չկայացած ֆինանսական շուկա Չարգացած և կայացած ֆինանսական շուկան ցանկացած երկրի տնտեսական կայունության երաշխիքներից մեկն է: Սակայն այդպիսի շուկա ունենալը բավական մեծ ջանքեր ու ժամանակ է պահանջում: Ներկայումս աշխարհում քիչ են երկրները, որտեղ ֆինանսական շուկաները կայացած են: Եվ հենց այստեղ է կարևորվում պետական արժեթղթերի դերը: Միայն պետական արժեթղթերն են օժտված ներդրողներին գումարների վերադարձման պետական երաշխիքով: Իսկ երաշխիքն այն է, որ միայն պետությանը կարող է բարձրացնել հարկերը և իրականացնել փողի էմիսիա իր պարտավորությունների կատարման նպատակով: Դա է պատճառը, որ պետական արժեթղթերը համարվում են ոչ ռիսկային եկամտաբերությամբ ակտիվներ: Դրանք հիմք են հանդիսանում այլ

³¹ **Մարգարյան Ա.**, Պետական պարտքի ներգրավման երկու կարևոր սկզբունքների մասին, ՀՊՏՀ □Բանբեր□, 2008թ., N1, էջ 78:

գործիքների գնանշումների, ինչպես նաև ֆինանսական շուկայում
ռեսուրսների արդյունավետ օգտագործման համար:

Պետական արժեթղթերի միջոցով ֆինանսական շուկաների
կայացումը ձեռնտու է բոլոր մասնակիցներին: Առաջին հերթին դա
անհրաժեշտ է հենց պետությանը, քանի որ զարգացած շուկայի
առկայության դեպքում պետությանը կարող է առանց մեծ
դժվարությունների տեղափոխվել պարտավորումներ և ներգրավել
պետական ծախսերի ֆինանսավորման համար անհրաժեշտ ռեսուրսներ:
Երկրորդ, այն անհրաժեշտ է ԿԲ-ին, քանի որ այդ դեպքում ԿԲ կարող է
առավել արդյունավետ կերպով իրականացնել իր դրամավարկային
քաղաքականությունը՝ ավելի հեշտ վերահսկելով տնտեսության մեջ
փողի քանակությունը: Եվ երրորդ, այն անհրաժեշտ է ֆինանսական
շուկայում այնպիսի ներդրողների, ինչպես առևտրային բանկերը,
կենսաթոշակային ֆոնդերը, ապահովագրական ընկերությունները և
այլ մասնակիցներ:

Չասարակական ընտրություն և հարկաբյուջետային պատանք:

Վերոնշյալ հայեցակարգերը մեծ դերակատարում ունեն պարտքային
քաղաքականության արդյունավետ ուղղությունների մշակման և
իրականացման գործում, սակայն դրանք ունեն մի ընդգծված
թերություն: Այդ հայեցակարգերը հաշվի չեն առնում այն, որ
տնտեսությունը իրականում ղեկավարում են ոչ թե
տնտեսագետները, այլ քաղաքական գործիչները, ուստի կարևորվում է
հենց քաղաքական համակարգում վարքագծի փոփոխությունների
պատճառների ուսումնասիրությունը: Այս բացը գալիս է լրացնելու
հասարակական ընտրության տեսությունը: Չարկաբյուջետային
քաղաքականության հարցերի ուսումնասիրությամբ այս տեսության
մեջ աչքի են ընկնում հատկապես Ջեյմս Բյուքենենը և Գորդոն
Տուլոկը: Այս տեսությունը բյուջետային գործընթացը վերլուծում
է որպես մի շուկա, որտեղ միմյանց հետ մրցում են քաղաքական
գործիչները ընտրողների ձայների համար՝ առաջարկելով նրանց
պետական ծախսերի ֆինանսավորման տարբեր ծրագրեր:

Ընտրողները այս կամ այն ծրագրին նախապատվություն տալիս
ելնում են իրենց անձնական, եսասիրական շահերից՝ գնահատելով
հարկերի և պետական պարտքի ազդեցությունը սեփական դրամապանակի
վրա: Ընտրողները հիմնականում նախապատվությունը տալիս են

պետական պարտքին, քանի որ մտածում են հիմնականում ներկա իրավիճակի մասին: Նրանք շարժվում են հետևյալ տրամաբանությամբ. հարկերը պարտավորեցնում են վճարել, սակայն պետությանը փոխառություն տրամադրելը պարտադիր չէ: Այս երևույթի մասին Բյուքենենը հայտնում է հետևյալ տեսակետը. «Եթե անհատը պետական ծախսերից իր համար որոշակի ընթացիկ օգուտ է ակնկալում, ապա նա միշտ նախընտրում է պարտքային ֆինանսավորումը: Ուստի ընտրական գործընթացներից, որոնք մարմնավորվում են դեմոկրատական ինստիտուտներում, չի կարելի սպասել ճիշտ որոշումներ, ինչպիսին էլ որ լինեն ճշմարտության չափանիշները»³²:

Ճիշտ որոշումներ չեն ընդունվում, որովհետև միջին ընտրողը երևույթի միայն մի կողմի՝ օգուտների մասին է մտածում, սակայն հնարավոր են նաև կորուստներ: Այսինքն՝ միջին ընտրողը գտնվում է հարկաբյուջե տային պատրանքի ներքո: Միջին ընտրողը դժվար թե պատկերացնի, որ պարտքը հետաձգված հարկ է: Եթե նույնիսկ պատկերացնում է, ապա չի կարող ճշգրիտ հաշվարկել ապագա հարկային բեռը և հիմնականում թերագնահատում է անկատար տեղեկատվության և հարկային համակարգը սխալ պատկերացնելու պատճառով: Հարկաբյուջե տային պատրանքն է այն հիմնական պատճառը, որ հաճախ քաղաքական գործիչները, օգտվելով այդ իրավիճակից, բյուջեն հաստատում են համեմատաբար մեծ պակասուրդով և պարտքով:

Պետության հարկաբյուջե տային և պարտքային քաղաքականության վերոնշյալ հայեցակարգերի վերլուծությունը թույլ է տալիս միասնական համակարգված մոտեցում ձևավորել պարտքային ֆինանսավորման երևույթի նկատմամբ: Դրանցից յուրաքանչյուրը իր ուրույն դերն ունի պետության պարտքային քաղաքականության ձևավորման գործում: Դրանք թույլ են տալիս կատարել նաև միշտ կարևոր եզրակացություն, որ պետական պարտքի տնտեսության վրա ազդեցության հնարավոր դրական և բացասական ազդեցությունների ռիսկերը հավասարակշռելու և դրանց հետևանքները արդյունավետ կառավարելու նպատակով կարևոր է պետության կողմից արդյունավետ և համակարգված պարտքային քաղաքականության մշակումն ու

³² **Buchanan J.**, Public Principles of Public Debt. A Defence and Restatement, liberty fund, Indianapolis 1999, p. 120.

իրականացումը, որը հաշվի կառնի այդ հայեցակարգերի հիմնական դրույթները:

1.3. Պարտքը և պարտքային ու հարկաբյուջետային քաղաքականությունների երկարաժամկետային ու նույնպիսի

Տեսությունների և պարտքային քաղաքականության մեթոդականական հայեցակարգերի ու սուբստանցիվությունը թույլ տվեց պատասխանել պետական պարտքին առնչվող բազմաթիվ հարցերի: Սակայն 1980-ականները պետական պարտքի վերաբերյալ պատկերացումների նոր ժամանակաշրջանի սկիզբը դրեցին: Այդ տարիներին շատ երկրներ, հատկապես ասիական և լատինամերիկյան, բախվեցին եկամուտների կտրուկ անկման խնդրին: Ճգնաժամն այդ երկրներում շարունակվեց ավելի քան մեկ տասնամյակ, որն իր ուժգնությամբ համեմատվում էր 1930-ականների Մեծ ճգնաժամի հետ: Այդ ճգնաժամում հայտնված երկրներին բնորոշ էր մեկ ընդհանուր գիծ՝ արտաքին պարտքի մեծ ծավալներ³³: Այդ զարգացումները ստիպեցին տնտեսագետներին առավել ծանրակշիռ վերաբերմունք ցուցաբերել պետական պարտքին: Իհարկե մինչ այդ նույնպես երկրները բախվել են ճգնաժամերի, սակայն դրանք հիմնականում տեղական բնույթ ունեին, իսկ 80-ականների ճգնաժամն ավելի ընդգրկուն էր: Տնտեսագետների անհանգստության հիմնական պատճառը կուտակված մեծ արտաքին պարտքերն էին: Իսկ այդ կուտակումների պատճառները իսկապես անհանգստացնող էին: Եթե մինչ այդ պետական պարտքերը կուտակվել էին պատերազմների ու դրանց հետևանքները վերացնելու պատճառով, ապա 20-րդ դարի կեսից դրանք սկսեցին կուտակվել համեմատաբար խաղաղ և տնտեսությունների համար կայուն շրջանում: Պարտքի մեծացման գլխավոր պատճառը դարձավ զարգացման մոդելի փոփոխությունը³⁴: Առաջին շրջանում դա կապված էր գաղութների անկախացման և սառը պատերազմում այս կամ այն կողմի

³³ Сакс Дж. Д., Ларрен Ф. Б., Макроэкономика. Глобальный подход, М., Дело, 1996, стр. 751.

³⁴ Մարգարյան Ա., Քյոնիգսկոմպարիսոն Ա., Պարտքային ճգնաժամերի հիմնախնդրի շուրջ, □ Յայաստան. Ֆինանսներ և Էկոնոմիկա □ ամսագիր, 2006թ., N3, էջ 58:

հաջողությամբ, իսկ ԽՍՀՄ փլուզումից հետո՝ շուկայական տնտեսական համակարգին անցման հետ:

Յենց այս տարիներին էլ մակրոտնտեսական վերլուծությամբ հայտնվեցին պարտքին առնչվող ուսումնասիրությունների նոր ուղղությամբ՝ պարտքային ճգնաժամեր, պետական պարտքի կայունություն և հարկաբյուջետային կայունություն:

Պարտքի և հարկաբյուջետային կայունության ուսումնասիրությունները հանդիպում են հիմնականում նոր քայնային դարոցի ակնավոր ներկայացուցիչներ՝ Ֆրանսիացի Օլիվիեր Բլանշարի և ամերիկացիներ Ստենլի Ֆիշերի, Գրեգորի Մենքյունի, Ջեֆրի Սաքսի աշխատություններում: Պարտքի կայունության առավել համակարգված մոտեցումներ են առաջարկում Արժույթի միջազգային հիմնադրամը (այսուհետ՝ ԱՄՀ) և Համաշխարհային բանկը (այսուհետ՝ ՀԲ): Նրանք համատեղ մշակված մեթոդաբանություններ են առաջարկում ցածր եկամուտ ունեցող երկրների (low-income countries) և համաշխարհային ֆինանսական շուկաներին հասանելիություն ունեցող՝ բոլոր զարգացած և միջարք զարգացող երկրների (market-access countries) համար³⁵: Այս մեթոդաբանությանը և մեր կողմից դրա որոշակի ձևափոխություններին առավել մանրամասն կանդիդատներ երրորդ գլխում Հայաստանի համար պարտքի կայունությունը վերլուծելիս:

Տարածված տեսակետի համաձայն պարտքի տնտեսական կայունությունը՝ վճարունակության, իրացվելիության հանրագումարը և եկամուտների ու ծախսերի հաշվեկշռում անիրատեսական մեծ ճշգրտումների բացակայությունն է: Այլ կերպ ասած այն երկրի կարողությունն է առանց վերաձևակերպման, ժամկետների խախտման և առանց տնտեսական աճը սահմանափակելու ամբողջությամբ կատարել իր ընթացիկ և ապագա պարտքային պարտավորությունները:

Ընդհանրապես պարտքի կայունության գաղափարը յուրահատուկ է բոլոր տնտեսական գործակալներին, այդ թվում նաև պետությանը:

³⁵ <https://www.imf.org/external/pubs/ft/dsa/>, <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/TOPICS/EXTDEBTDEPT/0,,contentMDK:20261804~menuPK:4876135~pagePK:64166689~piPK:64166646~theSitePK:469043,00.html>

Այս տեղ կայունության գաղափարը հանգում է միջժամանակային վճարունակության պայմանին.

Նախնական պարտք + Ապագայում առաջնային ծախսերի հոսք = Ապագայում եկամտի հոսք

Առաջնային ծախսեր = Ծախսեր – Տոկոսային ծախսեր

Ըստ այս պայմանի պետությունը, բիզնեսը կամ անհատը վճարունակ են, եթե նրանք կարողանում են մարել իրենց պարտքը ապագա եկամուտների կամ ավելցուկների միջոցով: Այսինքն՝ տնտեսական գործակալները չպետք է անընդհատ վերաֆինանսավորեն իրենց պարտքը նոր ներդրողներ ներգրավելու հաշվին, որը կարող է ստեղծել այսպես կոչված «ֆինանսական բուրգ» (այս մոտեցումը հայտնի է նաև «Պոնցիի սխեմա» անվանմամբ), այլ պետք է ձգտեն ստեղծել ավելցուկ, որը թույլ կտա մարել պարտքը: Իսկ այդ բուրգերը, ինչպես հայտնի է, շատ անկայուն են և կարող են փլուզվել՝ հանգեցնելով անվճարունակության:

Միջժամանակային բյուջետային սահմանափակման պայմանը հայտնի է որպես պարտքի կայունության **ակադեմիական մոտեցում**, ըստ որի պարտքը կայուն է, եթե ապագա առաջնային հաշվեկշիռների ներկարժեքը ծածկում է պարտքի ներկա պաշարը: Սակայն այս տեսակետը ամբողջական պատկերացում չի տալիս պարտքի կայունության վերաբերյալ և թերի է, քանի որ հենվում է պարտքի բացարձակ ցուցանիշների վրա: Պարտքի կայունությունը ամբողջական պատկերացնելու նպատակով անհրաժեշտ է ներկայացնել նաև երկու այլ հիմնարար մոտեցումներ.

Պրակտիկ մոտեցում: Պարտքը կայուն է, եթե կանխատեսվող պարտքի հարաբերական ցուցանիշը կայուն է կամ նվազում է՝ միաժամանակ լինելով համեմատաբար ցածր մակարդակի վրա: Այս տեսակետը թույլ է տալիս ընդգծել մի կարևոր գաղափար. պարտքի կայունության տեսանկյունից կարևոր է ոչ թե պարտքի բացարձակ, այլ հարաբերական ցուցանիշները, և որ պարտքային ճգնաժամից խուսափելու համար կարևոր նշանակություն ունի պարտք/պարտքի մարման կարողությունը հարաբերակցությունը: Այսինքն, կայուն լինելու համար պարտքը չի կարող աճել ավելի արագ, քան եկամուտները և պարտքի մարման կարողությունը: Պրակտիկ մոտեցման մյուս կարևոր ասպեկտն այն է, որ պետք է ընդունել տնտեսությունների ցնցման ենթարկվելու հանգամանքը: Այսինքն, եթե պարտքի հարաբերական ցուցանիշները

նվազում են, բայց դեռևս բարձր են, կարող են անկայունության պատճառ դառնալ :

Այս մոտեցմանն առավել ությունը նախորդից նաև այն է, որ դրանով առաջնորդվելիս մի կողմից կառավարությունը գիտակցում է, որ չպետք է թույլ տալ պարտքի տոկոսադրույքի գերազանցում տնտեսական աճի (պարտքի մարման կարողություն) նկատմամբ, մյուս կողմից եթե պարտք/ՅԱ հարաբերակցությունը երկարաժամկետում կայուն է կամ նվազում է, վճարունակության պայմանը ինքնաբերաբար բավարարվում է:

Տնտեսական քաղաքականության մոտեցում: Պարտքը կայուն է, եթե երկիրը (կամ իր կառավարությունը) ապագայում ստիպված չի լինի անվճարունակություն հայտարարել, վերաբանակցել կամ վերակառուցել իր պարտքը, կամ իր քաղաքականության մեջ կատարել անիրատեսական մեծ ճշգրտումներ: Ինչպես պարքի կայունության պրակտիկ մոտեցումն առավել ություն ունեցող ակադեմիական մոտեցման նկատմամբ, այնպես էլ տնտեսական քաղաքականության մոտեցումն առավել ություն ունի պրակտիկ մոտեցման նկատմամբ: Այս մոտեցումը, բացի նախորդի ժամանակ նշված առավել ություններից, կառավարությանը մի կողմից թույլ է տալիս խուսափել պարտքի վերաբանակցություններից և վերակառուցումներից, մյուս կողմից գիտակցել, որ պարտքը սխալ կառավարելու դեպքում անհրաժեշտ է լինելու խոշոր կրճատումներ կատարել պետական ծախսերում:

Ինչպես արդեն նշել ենք պարտքի կայունության տեսանկյունից կարևորվում է նաև իրացվելիությունը: Իսկ ի՞նչ է **իրացվելի ությունը**: Կառավարությունը, անկախ նրանից, որ բավարարել է իր վճարունակության պայմանը, համարվում է իրացվելի, եթե նրա իրացվելի ակտիվները կամ հասանելի ֆինանսավորումը բավարար են մարելու կամ վերաֆինանսավորելու իր այն պարտավորությունները, որոնց մարման ժամկետը լրացել է: Իսկ իրացվելիությունը գնահատելու համար կարևորվում են ռիսկայնությունը գնահատող այնպիսի գործոնների ուսումնասիրությունը, ինչպիսիք են³⁶ ֆինանսական շուկաների կողմից պետության ընկալումը, որը գնահատվում է միջազգային վարկանշային գործակալությունների

³⁶ Ռիսկերի հիմնական տեսակներին և դրանց բնութագրող ցուցանիշներին ավելի մանրամասն կանդիդատանք հաջորդ հարցի ուսումնասիրության շրջանակներում:

(Fitch, Moodys, S&P) կողմից պետության ներքին տրվող գնահատականներով, պարտքի մարման գրաֆիկը, պարտքի արժույթային կառուցվածքը, իրացվելի ակտիվների հասանելիությունը, պարտքի կառուցվածքն ըստ ռեզիդենտության հիմքի (ռեզիդենտ և ոչ ռեզիդենտ վարկատուների կշիռները ընդհանուր պարտքում):

Երբեմն դժվարություն է առաջանում միմյանցից տարանջատել անվճարունակության և անիրացվելիության իրավիճակները: Իրացվելիությունը հաճախ կարող է վճարունակության հիմքում ընկած խնդիրների ախտանիշը լինել, քանի որ, օրինակ, երբեմն վարկատուները հրաժարվում են միջոցներ տրամադրել կառավարությունների իրենց պարտքերը վերաֆինանսավորելու համար վճարունակության խնդիրների պատճառով: Մյուս կողմից էլ իրացվելիության խնդիրները կարող են վճարունակության խնդիրներ առաջացնել, քանի որ դրանք կարող են հանգեցնել բարձր տոկոսադրույթների և ճնշումներ առաջացնել փոխարժեքի վրա:

Վճարունակության և իրացվելիության այս փոխկապակցվածությունը առաջ է բերում ևս մեկ կարևոր գաղափար: **Դա խոցելիությունն է:** Երբ խոսում ենք պարտքի կայունության մասին, խոցելիությունը բնութագրվում է որպես իրացվելիության և վճարունակության պայմանների խախտման ռիսկ, որի դեպքում վարկառուն կարող է բախվել ճգնաժամի:

Վճարունակության և իրացվելիության վերաբերյալ առավել ամբողջական պատկերացում կազմելու համար օգնության են գալիս պարտքի բեռի գնահատման ցուցանիշները, որոնց դիտարկային ուսումնասիրությունը ժամանակի ընթացքում առանցքային դեր ունի պարտքի կայունության վերլուծության ժամանակ: Պարտքի բեռի ցուցանիշները դրանք պարտքի պաշարի, պարտքի սպասարկման ծավալների և պարտքի մարման կարողությունը բնութագրող ցուցանիշների հարաբերակցություններն արտացոլող ցուցանիշներն են: Պարտքի մարման կարողությունը բնութագրող ցուցանիշներ են համարվում ՅՆԱ-ն, արտահանումը և հարկաբյուջե տային եկամուտները:

Պարտքի պաշարը ժամանակի որոշակի պահի դրությամբ կուտակված պարտքի ծավալն է: Պարտքի սպասարկումը (Debt Service - DS) պարտքի տոկոսավճարների (Interest) և պարտքի մայր գումարի մարումների կամ պարտքի ամորտիզացիայի (Amortization) հանրագումարն է՝ $DS = Interest +$

Amortization: Իսկ պարտքի ամորտիզացիան միջնաժամկետ և երկարաժամկետ պարտքի մարման ենթակա մայր գումարների և մարման ենթակա կարճաժամկետ պարտքի հանրագումարն է:

Պարտքի բեռը բնութագրող ցուցանիշ է հանդիսանում նաև համախառն ֆինանսավորման պահանջը (Gross financing needs – GFN): Համախառն ֆինանսավորման պահանջը ֆինանսավորման այն ծավալն է, որն անհրաժեշտ է պետական բյուջեի պակասուրդը և պարտքի ամորտիզացիան ծածկելու համար՝ $GFN = Deficit + Amortization$ կամ $GFN = Primary\ deficit + Debt\ Service$, որտեղ $Primary\ deficit = Deficit - Interest$:

Վճարունակությունը բնութագրող ցուցանիշներ են համարվում պարտքի պաշարի և պարտքի մարման կարողության ցուցանիշների հարաբերակցությունը՝ պարտք (պարտքի ներկա արժեք)/ՀՆԱ, պարտք (պարտքի ներկա արժեք)/արտահանում, պարտք (պարտքի ներկա արժեք)/եկամուտներ, իսկ իրացվելիությունը բնութագրվում է պարտքի սպասարկման և պարտքը մարելու կարողության ցուցանիշների հարաբերակցությամբ և համախառն ֆինանսավորման պահանջի միջոցով:

Պարտքի բեռի գնահատման համար սահմանվում են նաև ցուցանիշների շեմեր, որոնց գերազանցելու դեպքում պարտքի կայունությունը կարող է խաթարվել: Ըստ ԱՄՆ և ՀԲ մեթոդաբանության պարտքի բեռի կողմնորոշիչ շեմերը կախված են ՀԲ կողմից երկրին տրվող CPIA (country policy and institutional assessment) ինդեքսից, որով գնահատվում է պետության քաղաքականությունների և ինստիտուտների որակը: Այդ շեմերը հետևյալն են³⁷.

Այդ ուսակ 1: Պետական պարտքի շեմերը

Քաղաքականությունների և ինստիտուտների որակը (CPIA)	և	Համախառն պետական պարտքի ներկա արժեքի տեսակարար կշիռը ՀՆԱ-ում (%)
Թույլ (CPIA<3.25)		38
Միջին (3.25<CPIA<3.75)		56
Ուժեղ (CPIA>3.75)		74

Այդ ուսակ 2: Պետական ու պետության կողմից երաշխավորված (ՊՊԵ) արտաքին պարտքի շեմերը

Քաղաքականությունների և ինստիտուտների որակը	ՊՊԵ արտաքին պարտքի ներկա արժեքի կշիռ	ՊՊԵ արտաքին պարտքի սպասարկման կշիռ
--	--------------------------------------	------------------------------------

³⁷ International Monetary Fund, Staff Guidance Note on the Application of the Joint Bank-Fund Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries, November 5, 2013.

(CPIA)	ՀՆԱ	Արտահանում	Եկամուտներ	Արտահանում	Եկամուտներ
Թույլ (CPIA<3.25)	30	100	200	15	18
Միջին (3.25<CPIA<3.75)	40	150	250	20	20
Ուժեղ (CPIA>3.75)	50	200	300	25	22

Ընդ որում այն երկրները, որոնց տնտեսությունները մեծ կախվածություն ունեն արտերկրից ներհոսող տրանսֆերտներից, որի վառ օրինակն է նաև Հայաստանը, կարող են կիրառել նաև արտաքին պարտքի հետևյալ շեմերը.

Աղյուսակ 3: ՊՊԵ արտաքին պարտքի շեմերը տրանսֆերտներով

Քաղաքականության և ինստիտուտների որակը (CPIA)	ՊՊԵ արտաքին պարտքի ներկատեղի կշիռ			ՊՊԵ արտաքին պարտքի սպասարկման կշիռ	
	ՀՆԱ+ Տրանսֆերտներ	Արտահանում + Տրանսֆերտներ	Եկամուտներ	Արտահանում+ Տրանսֆերտներ	Եկամուտներ
Թույլ (CPIA<3.25)	30 --> 27	100 --> 80	200	15 --> 12	18
Միջին (3.25<CPIA<3.75)	40 --> 36	150 --> 120	250	20 --> 16	20
Ուժեղ (CPIA>3.75)	50 --> 45	200 --> 160	300	25 --> 20	22

ԱՄՆ-ը և ՀԲ-ը առաջարկում են նաև պետական պարտքի առանձին շեմեր համաշխարհային ֆինանսական շուկաներին հասանելիություն ունեցող՝ բուրգարգացած և մի շարք զարգացող երկրների (market-access countries) համար³⁸.

Աղյուսակ 4: Պետական պարտքի շեմեր

	Պարտք/ՀՆԱ (%)	Համախառն ֆինանսավորման սահման/ՀՆԱ (%)
Զարգացող երկրներ	50 - 70	10 - 15
Զարգացած երկրներ	60 - 85	15- 20

Եվրամիության երկրները Մասստրիխտի պայմանագրով պետական պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշի վերին սահման են ընտրել 60 տոկոսը: Հայաստանի համար նույնպես «Պետական պարտքի մասին» ՀՀ օրենքով սահմանվում է, որ պետական պարտքը տվյալ տարվա դեկտեմբերի 31-ի դրությամբ չպետք է գերազանցի ՀՀ նախորդ տարվա համախառն ներքին արդյունքի 60 տոկոսը: Եթե պետական պարտքը տվյալ տարվա դեկտեմբերի 31-ի դրությամբ գերազանցում է ՀՀ նախորդ տարվա

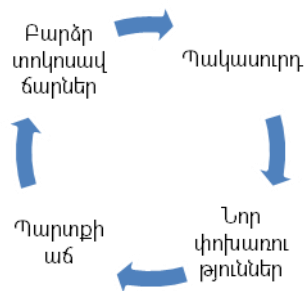
³⁸ International Monetary Fund, Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries, May 9, 2013.

համախառն ներքին արդյունքի 50 տոկոսը, ապա հաջորդ տարվա պետական բյուջեի պակասուրդը չպետք է գերազանցի համախառն ներքին արդյունքի վերջին երեք տարիների ծավալների միջին ցուցանիշի 3 տոկոսը: Այժմ անդրադառնանք պետական պարտքի կայունության վերլուծությանը՝ դիտարկելով այն փակ և բաց տնտեսության ունենորի համար քայլերի հետևյալ հաջորդականությամբ.

1. պետական պարտքի շարժման օրենքի դուրսբերում,
2. վճարունակության պայմանի դուրսբերում,
3. պարտքի կայունացում:

Ինչպես արդեն նշել ենք նախորդ հարցերի ուսումնասիրության ժամանակ, պետական բյուջեի պակասուրդը կարելի է ֆինանսավորել մի շարք աղբյուրներից, այդ թվում նաև պետական պարտքի ներգրավման միջոցով: Այդ դեպքում պակասուրդը և պարտքը հայտնվում են այսպես կոչված «արատավոր շրջանի» մեջ: Վերջինիս տրամաբանությունն այն է, որ մեծ պակասուրդը հանգեցնում է նոր փոխառությունների ներգրավման, վերջինս էլ պարտքի աճի, իսկ վերջինս էլ իր հերթին հանգեցնում է տոկոսավճարների աճի, հետևաբար՝ նոր պակասուրդի:

Գծապատկեր 1: Պետական պարտքի և բյուջեի պակասուրդի արատավոր շրջան



Պետական պարտքի և պետական բյուջեի պակասուրդի միջև կապի վերոնշյալ տրամաբանությունը կարելի է ներկայացնել պետության բյուջե տային սահմանափակման հետևյալ հավասարման միջոցով.

Պարտքի ընթացիկ պաշար = Պարտքի նախկին պաշար + Պակասուրդ + Այլ հոսքեր + Փոխարժեքի ճշգրտում

Այլ հոսքերը ներառում են ակտիվների գնումները և այն տարրերը, որոնք պետական ծախսերի մեջ ընդգրկված չեն (բանկերի վերակապիտալացում, պետական ձեռնարկությունների պարտք), և ֆինանսավորման ոչ պարտքային աղբյուրները (ակտիվների այնպիսի

վաճառք, ինչպիսին մասնավորեցումն է, սենյորաժ): Փակ տնտեսության դեպքում ենթադրվում է, որ պարտքը թողարկվում է միայն ներքին արժույթով, ուստի այս դեպքում փոխարժեքի ճշգրտման ազդեցությունը բացակայում է:

Կատարենք հետևյալ նշանակումները՝ D_t – պարտքի պաշար, I_t – տոկոսավճար, R_t – պետական եկամուտներ, G_t – պետական առաջնային (ոչ տոկոսային) ծախսեր, PB_t – պետական բյուջեի առաջնային (ոչ տոկոսային) ավելցուկ, i_t – անվանական տոկոսադրույք, r_t – իրական տոկոսադրույք, π_t – ինֆլյացիա, $P_t Y_t$ – անվանական ՅՆԱ, g_t – իրական ՅՆԱ աճ: Ընդ որում, $D_t = D_{t-1} + \Delta D_t$, $I_t = i_t * D_{t-1}$, $PB_t = R_t - G_t$, $(1 + i_t) = (1 + \pi_t) * (1 + r_t)$, $P_t Y_t = (1 + \pi_t) * (1 + g_t) * P_{t-1} Y_{t-1}$:

Հաշվի առնելով վերոնշյալ նշանակումները պետության բյուջե տային սահմանափակման հավասարումը կարելի է ներկայացնել հետևյալ տեսքով³⁹.

$$G_t + i_t D_{t-1} - R_t + OT_t = D_t - D_{t-1} \quad (1)$$

Ենթադրելով, որ այլ հոսքերը հավասար են 0-ի՝ վերոնշյալ հավասարումից կարելի դուրս բերել պարտքի դինամիկայի հավասարումը կամ պարտքի շարժման օրենքը.

$$D_t = (1 + i_t) D_{t-1} - PB_t \quad (2)$$

Օգտագործելով ստացված մեկ ժամանակաշրջանի համար բյուջե տային սահմանափակման հավասարումը՝ կարող ենք ստանալ միջժամանակային բյուջե տային սահմանափակման հավասարումը, որը թույլ կտա ստանալ վճարունակության պայմանը: Երկու տարիների համար բյուջե տային սահմանափակումը կարելի է ներկայացնել հետևյալ ձևով.

$$D_2 = (1 + i) D_1 - PB_2 = (1 + i)((1 + i) D_0 - PB_1) - PB_2$$

$$D_2 = (1 + i)^2 D_0 - (1 + i) PB_1 - PB_2 \quad (3)$$

Իսկ եթե տարիների քանակը շատ է ($t = N$), ապա միջժամանակային բյուջե տային սահմանափակումը կստանա հետևյալ տեսքը.

³⁹ Այս և այս հարցում ներկայացված մնացած բոլոր հավասարումների աղբյուրը՝ **International Monetary Fund**, Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries, 2013, p. 39-41 և հեղինակի կողմից հավասարումների որոշ ձևափոխություններ:

$$D_N = (1+i)^N D_0 - \sum_{j=1}^N (1+i)^{N-j} PB_j \quad (4)$$

Այս տեղից էլ կարելի է դուրս բերել վճարունակության պայմանը՝ վերոնշյալ հավասարման երկու կողմը հարաբերելով $(1+i_t)^N$ արտահայտության վրան D_0 -ն տեղափոխելով հավասարման մյուս կողմ.

$$D_0 = \sum_{j=1}^N \left(\frac{1}{1+i}\right)^j PB_j + \left(\frac{1}{1+i}\right)^N D_N \quad (5)$$

Ինչպես արդեն նշել ենք, պետությանը վճարունակ է համարվում, եթե նրա պարտքի պաշարը ծածկվում է ապագա առաջնային ավելցուկների հաշվին: Այս տեղ օգնության է գալիս տրանսվերսալության (Պոնցիի սխեմայի բացակայություն) պայմանը.

$$\lim_{N \rightarrow \infty} \left(\frac{1}{1+i}\right)^N D_N = 0 \quad (6)$$

Այս պայմանը կանխում է պետության կողմից պարտքի անընդհատ թողարկումը, առանց երբևէ մարելու նախկինում կուտակված պարտքի մայր գումարներն ու տոկոսները:

Ըստ էության վերոնշյալ դուրսբերումները թույլ տվեցին մաթեմատիկորեն ստանալ պարտքի կայունության ակադեմիական մոտեցումը: Պրակտիկ մոտեցման ակզբունքները մաթեմատիկորեն ստանալու նպատակով օգնության են գալիս հիմնական մակրոտնտեսական ցուցանիշները:

Օգտագործելով (2) հավասարումը, և այդ հավասարման երկու կողմերը հարաբերելով պետության՝ պարտքը մարելու կարողության, այսինքն՝ անվանական ՅՆԱ-վրա՝ կստանանք պարտք/ՅՆԱ ցուցանիշի դինամիկայի հավասարումը կամ շարժման օրենքը.

$$\frac{D_t}{P_t Y_t} = \frac{(1+i_t)}{(1+\pi_t)(1+g_t)} \frac{D_{t-1}}{P_{t-1} Y_{t-1}} - \frac{PB_t}{P_t Y_t} \quad (7)$$

որտեղ անվանական ՅՆԱ-ն՝ $P_t Y_t = (1+\pi_t) * (1+g_t) * P_{t-1} Y_{t-1}$:

Օգտագործելով իրական տոկոսադրույքի $(1+r_t) = \frac{(1+i_t)}{(1+\pi_t)}$

հավասարումը և հարաբերական ցուցանիշներն արտացոլելով փոքրատառերով՝ պարտքի շարժման օրենքը կարելի է ներկայացնել հետևյալ տեսքով.

$$d_t = \frac{(1+r_t)}{(1+g_t)} d_{t-1} - pb_t \quad (8)$$

Ստացված հավասարումից էլ կարելի է դուրս բերել նաև պարտքի փոփոխության հավասարումը.

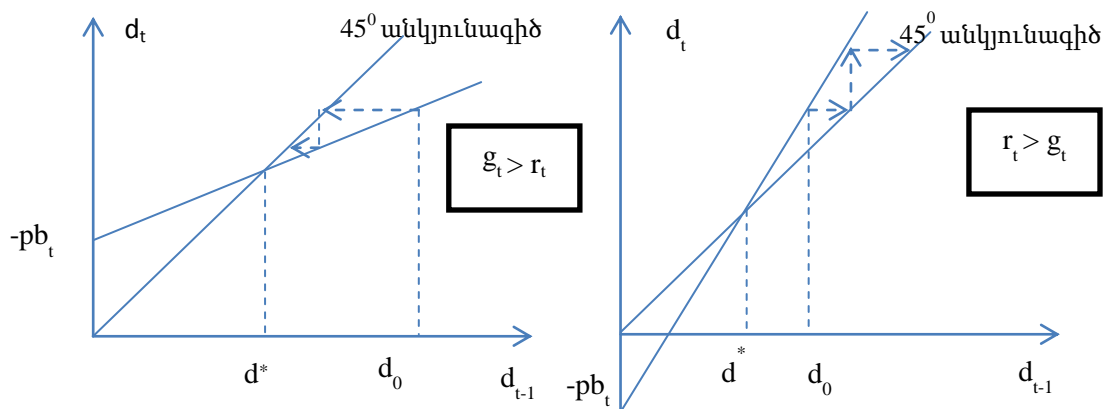
$$d_t - d_{t-1} = \frac{(r_t - g_t)}{(1 + g_t)} d_{t-1} - pb_t \quad (9)$$

Այս հավասարման աջ մասի առաջին արտահայտությունը կոչվում է պարտքի ավտոմատ դինամիկա, որն արտացոլում է մակրոտնտեսական ցուցանիշների փոփոխության մեջ պայմանավորված պարտքի դինամիկան:

Պարտքի շարժման օրենքի հիմքում տնտեսագիտական կարևոր տրամաբանությունն է ընկած, որը թույլ է տալիս կատարել պարտքի գործոնային վերլուծություն, այսինքն՝ թե հիմնական մակրոտնտեսական ցուցանիշներն ինչպես են ազդում պարտք/ՆԱ ցուցանիշի ձևավորման վրա: Այսպես, ըստ հավասարման, պարտքի բարձր նախնական պաշարը և բարձր իրական տոկոսադրույքը հանգեցնում են բարձր պարտք/ՆԱ ցուցանիշի, իսկ մեծ առաջնային հաշվեկշիռն ու բարձր տնտեսական աճը հանգեցնում են ցածր պարտք/ՆԱ ցուցանիշի:

Պարտքի շարժման օրենքը թույլ է տալիս նաև հասկանալ, թե որ տնտեսական իրավիճակում պարտքը կարող է ունենալ բարենպաստ կամ կայուն, իսկ որ դեպքերում՝ անբարենպաստ կամ անկայուն դինամիկա: Այսպես, տրված առաջնային հաշվեկշիռի պայմաններում պարտքի դինամիկան կայուն է, եթե տնտեսական աճը մեծ է իրական տոկոսադրույքից ($r_t < g_t$), իսկ հակառակ դեպքում ($r_t > g_t$), պարտքը կարող է անկայուն աճել, որի դեպքում պետությունը կբախվի պարտքի կայունության հիմնախնդրին:

Գծապատկեր 2: Պարտքի կայուն և անկայուն դինամիկաները



Քանի որ պետական պարտքը վերցնում է կառավարությունը, ուստի նա էլ պետք է ապահովի պարտքի կայունությունը: Եվ այստեղ հարց է առաջանում, թե ինչպես կառավարությունը կարող է կայունացնել

պարտքը: Վերոնշյալ հավասարումների տրամաբանությամբ կառավարությունը կարող է կայունացնել պարտքը, եթե կարողանա պարտքի փոփոխությունը ($d_t - d_{t-1}$) հավասարեցնել 0-ի, որը նշանակում է, որ պարտքը կկայունանա, եթե պետական բյուջեի առաջնային հաշվեկշիռը հավասարվի պարտքի ավտոմատ (մակրոտնտեսական ցուցանիշներով պայմանավորվող) դինամիկային.

$$pb_t^* = \frac{(r_t - g_t)}{(1 + g_t)} d_{t-1} \quad (10)$$

Առաջնային հաշվեկշիռի այս տեսակին անվանում են պարտքը կայունացնող առաջնային հաշվեկշիռ, որն ուղիղ կապի մեջ է գտնվում իրական տոկոսադրույք- տնտեսական աճ տարբերության և պարտքի նախնական պաշարի հետ, ինչը նշանակում է, որ որքան մեծ է այդ տարբերությունն ու պարտքի նախկին պաշարը, այնքան պետական բյուջեի ավելի մեծ ավելցուկ անհրաժեշտ կլինի աճող պարտքը կայունացնելու համար: Իսկ այդպիսի մեծ ճշգրտումները երբեմն կարող են անհնար դառնալ՝ հանգեցնելով պարտքային ճգնաժամերի:

Այս դուրսբերումները ևս մեկ անգամ հիմնավորում են պարտքի խելամիտ կառավարման կարևորությունը՝ ընդձեռնով նաև, որ դրա հետ մեկտեղ կարևոր է այդ քաղաքականությունը կոորդինացնել խելամիտ և արդյունավետ հարկաբյուջետային քաղաքականության հետ:

Այժմ, ընդլայնելով վերլուծությունը, անդրադառնանք բաց տնտեսության դեպքին, որտեղ կառավարությունը փոխառություններ է ներգրավում ինչպես ներքին տնտեսությունից, այնպես էլ արտաքին աշխարհից՝ միջազգային կազմակերպություններից, այլ երկրների կառավարություններից, ոչ ռեզիդենտ բանկերից և այլ ոչ ռեզիդենտներից: Կատարենք հետևյալ նշանակումները՝ D_t^D - ներքին պարտքի պաշար, D_t^F - արտաքին պարտքի պաշար, 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 մակարդակ, a_{t-1} - արտաքին պարտքի տեսակարար կշիռ: Այս դեպքում պետական պարտքը կարելի է ներկայացնել հետևյալ հավասարման միջոցով.

$$D_t = D_t^D + e_t D_t^F \quad (11)$$

Բաց տնտեսության համար բյուջե տային սահմանափակման հավասարումը կստանահետևյալ տեսքը.

$$D_t^D + e_t D_t^F = (1 + i_t^d) D_{t-1}^d + (1 + i_t^f) e_t D_{t-1}^f - PB_t + OT_t \quad (12)$$

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

$$D_t = (1 + i_t^d)(1 - a_{t-1}) D_{t-1} + (1 + i_t^f) a_{t-1} (1 + \varepsilon_t) D_{t-1} - PB_t + OT_t \quad (13)$$

Հավասարման երկու կողմերը հարաբերելով անվանական ՅՆԱ-ի վրա՝ կստանանք պարտքի շարժման օրենքը.

$$d_t = \frac{1 + i_t^w + a_{t-1} \varepsilon_t (1 + i_t^f)}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} d_{t-1} - pb_t + ot_t \quad (14)$$

Այն կարելի է ներկայացնել նաև հետևյալ տեսքով.

$$d_t = \frac{(1 + r_t^d)}{(1 + g_t)} d_{t-1}^d + \frac{(1 + i_t^f)(1 + \varepsilon_t)}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} d_{t-1}^f - pb_t + ot_t \quad (15)$$

Պարտքի փոփոխությունը կուսենահետևյալ տեսքը.

$$d_t - d_{t-1} = \frac{i_t^w - \pi_t(1 + g_t) - g_t + a_{t-1} \varepsilon_t (1 + i_t^f)}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} d_{t-1} - pb_t + ot_t \quad (16)$$

Իսկ գործուսային վերլուծության տեսանկյունից պարտքի փոփոխությունը որոշակի ձևափոխություններից հետո կարելի է ներկայացնել հետևյալ հավասարման տեսքով.

$$d_t - d_{t-1} = \frac{i_t^w - \pi_t(1 + g_t)}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} d_{t-1} - \frac{g_t}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} d_{t-1} + \frac{a_{t-1} \varepsilon_t (1 + i_t^f)}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} d_{t-1} - pb_t + ot_t \quad (17)$$

Որտեղ աջ մասի առաջին արտահայտությունը իրենից ներկայացնում է պարտքի փոփոխությանը իրական արդյունավետ տոկոսադրույքի նպաստման չափը, երկրորդ արտահայտությունը՝ իրական ՅՆԱ աճի նպաստման չափը, երրորդը՝ փոխարժեքի արժեզրկման նպաստման չափը: Այստեղից կարելի է եզրակացնել, որ իրական արդյունավետ տոկոսադրույքի աճը և իրական փոխարժեքի արժեզրկումը հանգեցնում են պարտք/ՅՆԱ ցուցանիշի աճին, իսկ բարձր տնտեսական աճն ու մեծ առաջնային հաշվեկշիռը՝ այդ ցուցանիշի նվազմանը:

Քանի որ անհրաժեշտ է կայունացնել պարտքը, ուստի անհրաժեշտ է դուրս բերել պարտքը կայունացնող առաջնային հաշվեկշիռի

հավասարումը, որը ստացվում է պարտքի փոփոխությունը 0-ի հավասարեցնելու միջոցով.

$$pb_t^* = \frac{r_t^w - g_t + a_{t-1}\varepsilon_t^*(1+i_t^f)}{(1+g_t)}d_{t-1} + ot_t \quad (18)$$

որտեղ՝ $r^w = ar^f(1-a)r^d$, $(1+\varepsilon^*) = \frac{(1+\varepsilon)(1+\pi^*)}{(1+\pi)}$: Այստեղից կարելի է եզրակացնել, որ անհրաժեշտ առաջնային հաշվեկշիռը մեծ է այն դեպքերում, երբ մեծ է իրական տոկոսադրույք-տնտեսական աճ տարբերությունը, երբ արտարժույթով մեծ պարտք ունեցող երկրներում տեղի է ունենում փոխարժեքի արժեզրկում, և երբ այլ հոսքերը (օրինակ՝ ֆինանսական հատվածի առողջացման միջոցները, մասնավոր կենսաթոշակային ֆոնդերի պետականացումը և այլն) նպաստում են պարտքի աճին:

1.4. Պետական պարտքի կառավարումը որպես մակրոտնտեսական քաղաքականության առանձին ուղղություն

Ինչպես նշել ենք նախորդ հարցերի ուսումնասիրության ժամանակ, պարտքին և պարտքային քաղաքականությանն առնչվող հարցերը մինչ 80-ականները ուսումնասիրվում էին ընդհանուր տնտեսության և հարկաբյուջետային քաղաքականության շրջանակներում: Սակայն 80-90-ականների համաշխարհային զարգացումները սկիզբ դրեցին նաև պետական պարտքի կառավարման քաղաքականությանը՝ որպես մակրոտնտեսական քաղաքականության առանձին ուղղություն:

Պատճառն այն էր, որ մինչ այդ բավական երկար ժամանակ իշխում էր «Ռիկարդոյի համարժեքություն» հայեցակարգը, որն ըստ էության մերժում է պարտքի կառավարման անհրաժեշտությունը: Սակայն զարգացումները ցույց տվեցին, որ այդ հայեցակարգով առաջնորդվող երկրները 80-ականների վերջին կուտակեցին մեծ թվով պարտքեր՝ պարտքի կառավարման համար պատասխանատու կառույցների բացակայության պայմաններում: Եվ ճգնաժամերի ժամանակաշրջանը ստիպեց երկրներին ստեղծել համապատասխան կառույցներ և մշակել համապատասխան պարտքի կառավարման քաղաքականություններ: Այս

շրջանում տնտեսագիտության մեջ առաջ քաշվեցին երկու կարևոր հարցեր.

1. Ինչու՞ է անհրաժեշտ կառավարել պետական պարտքը:
2. Ի՞նչ է պետական պարտքի կառավարումը:

Պետական պարտքի կառավարումը և պարտքի կայունության վերլուծությունը ժամանակակից տնտեսագիտության մեջ իրենցից ներկայացնում են որպես փոխկապված ամբողջական համակարգ: Եթե հարկաբյուջե տային քաղաքականությունը որոշում է պարտքի մակարդակը, ապա պարտքի կայունության վերլուծությունը որոշում է, թե արդյոք պարտքի այդ մակարդակը կայուն է և երկարաժամկետում չի խաթարի նաև հարկաբյուջե տային կայունությունը: Իսկ պարտքի կառավարումը, որը ուսումնասիրությունների համեմատաբար նոր ոլորտ է տնտեսագիտության մեջ, կենտրոնանում է պարտքի որակական ասպեկտների վրա՝ կառավարելով նրա կառուցվածքը:

Պետական պարտքի կառավարումը միջոցառումների ամբողջությունն է, որոնք ուղղված են պարտքի ծավալի և կառուցվածքի կարգավորմանը, նոր փոխառությունների ներգրավմանը և պայմանների որոշմանը, պետական փոխառությունների շուկայի կարգավորմանը, պարտքային խնդիրների հակաճգնաժամային կառավարման միջոցառումների իրականացմանը, պարտքի մարմանը և սպասարկմանը, պետական երաշխիքների տրամադրման պայմանների որոշմանը, փոխառումների արդյունավետ օգտագործման նկատմամբ հսկողության իրականացմանը⁴⁰:

Պետական պարտքի կառավարումը պարտքի կառավարման ռազմավարության մշակման, հաստատման և իրականացման գործընթաց է, որի նպատակն է միջնաժամկետում և երկարաժամկետում բարձրացնել անհրաժեշտ ֆինանսավորման մակարդակը նվազագույն ծախսերով, որը համահունչ է ռիսկի խելամիտ մակարդակին⁴¹:

Պետական պարտքի կառավարումը պարտքի կառավարման ռազմավարության մշակման, հաստատման և իրականացման գործընթաց է, որի նպատակն է ապահովել կառավարության ֆինանսավորումը, ռիսկի,

⁴⁰ **Вавилов Ю. Я.**, Государственный долг, Москва Перспектива 2007, с. 217.

⁴¹ **IMF and World Bank**, Revised Guidelines for Public Debt Management, April 2014, p. 11.

ծախսի գծով և այլ նպատակների, ինչպիսին է պարտքի ներքին շուկայի զարգացման նպատակների իրականացումը⁴²:

Պետական պարտքի կառավարումը ցանկացած պետության տնտեսական քաղաքականության անբաժանելի և կարևոր ուղղություններից մեկն է: Այն թույլ է տալիս մշակել պետական պարտքի ձևավորված պորտֆելի բնութագրիչները՝ հաշվի առնելով միջնաժամկետ և երկարաժամկետ նպատակները: Այն թույլ է տալիս վերլուծել և ուսումնասիրել կառավարության ֆինանսավորման պահանջը բավարարելուն ուղղված պարտքի ներգրավման տարբեր ռազմավարությունների ծախսերն ու ռիսկերը:

Ճիշտ է 80-ականների զարգացումները թույլ տվեցին հիմնավորել պարտքի կառավարման անհրաժեշտությունը՝ որպես մակրոտնտեսական քաղաքականության առանձին ուղղություն, սակայն մինչ օրս պարտքի կառավարումը ընդհանուր մակրոտնտեսական վերլուծությունների մեջ ներառելու փորձերը քիչ են հանդիպում տնտեսագիտական գրականության մեջ: Պարտքի կառավարման վերաբերյալ գրականությունը հիմնականում զարգացել է որպես հարկաբյուջեային և դրամավարկային քաղաքականությունների աջակցություն⁴³: Օրինակ՝ Բարրոն ընդգծում էր պարտքի կառավարման դերը ժամանակի ընթացքում հարկերի դրույքաչափերի համահարթեցման գործում⁴⁴, իսկ Կալվոն և Գվիդոտին ընդգծում են նրա դերը որպես արդյունավետ դրամավարկային քաղաքականության իրականացման գործոն⁴⁵: Եվ իզուր չէ, որ երկրների մի մասում կառավարությունները ժամանակի ընթացքում պարտքի կառավարման գրասենյակները մտցրել են ԿԲ-երի կազմի մեջ, մյուս մասում՝ ֆինանսների նախարարությունների կազմի մեջ, իսկ այլ մասերում՝ առանձնացվել են որպես առանձին պետական մարմիններ կամ մասնավոր գրասենյակներ:

Սակայն ներկայումս տնտեսագիտական աշխարհում և քաղաքական գործիչների շրջանում հստակ կոնսենսուս է ձևավորվել, որ պարտքի

⁴² **IMF and World Bank**, Guidelines for Public Debt Management, March 2001, p. 2.

⁴³ Գրականության զարգացման օգտակար վերլուծություններ են հանդիպում Միսսալի (Missale 1997), Լեոնգի (Leong 1999) և Կրիստալի (Chrystal 1999) աշխատություններում (տես գրականության ցանկ):

⁴⁴ **Barro R.**, Notes on Optimal Debt Management, 1999, v2 (2, Nov), 282-290.

⁴⁵ **Guillermo C., Guidotti P.**, Indexation and Maturity of Government Bonds: An Exploratory Model, in Rudi Dornbusch, and M. Draghi, (eds.). *Capital Markets and Debt Management*; Cambridge University Press, 1990.

կառավարումը պետք է դիտարկել որպես մակրոտնտեսական քաղաքականության առանձին ուղղություն, որն ունի իր հստակ ձևակերպված նպատակները և այդ նպատակներին հասնելու գործիքները:

Հարկաբյուջետային քաղաքականության համար հիմնական նպատակն է հասնել պետական բյուջեի հաշվեկշռի (հիմնական թիրախը առաջնային հաշվեկշռն) այն խելամիտ մակարդակին, որը թույլ կտա կայունացնել տնտեսությունը՝ միաժամանակ չխաթարելով պետական պարտքի և հարկաբյուջետային կայունությունը: Իսկ հարկերի և ծախսերի կառուցվածքի կառավարումը հանդես են գալիս որպես նպատակներին հասնելու գործիքներ: Դրամավարկային քաղաքականության նպատակներ են գների, փոխարժեքի, ֆինանսական կայունությունը, որոնք թույլ են տալիս պահպանել տնտեսության կայունությունը, ինչպես նաև տնտեսական աճը: Այս դեպքում որպես թիրախներ հանդես են գալիս գնաճը, տոկոսադրույքները, փողի ազդեցատները և փոխարժեքը, որոնք կառավարվում են բաց շուկայական գործառնությունների և ոչ-շուկայան կարգավորման գործիքների, օրինակ՝ պահուստային նորմատիվների, միջոցով: Իսկ պարտքի կառավարման նպատակը⁴⁶ կառավարության ֆինանսավորման պահանջների բավարարումը և վճարման պարտավորությունների ապահովումն է հնարավոր նվազագույն ծախսերով և խելամիտ ռիսկերով: Որպես գործիքներ հանդես են գալիս կարճաժամկետ և երկարաժամկետ պարտքերը և դրանց կառուցվածքի կառավարումը: Պարտքի կառավարումն առանձին դիտարկելու կարևորությունը պայմանավորված է մյուս երկու մակրոտնտեսական՝ հարկաբյուջետային և դրամավարկային քաղաքականություններին հակակշիռ ձևավորելու անհրաժեշտությամբ: Այստեղ գործ ենք ունենում վերոնշյալ մակրոտնտեսական երեք քաղաքականությունների նպատակների երկընտրանքների⁴⁷ (trade-offs) հետ, որոնց հիմքում ընկած է հետևյալ տնտեսագիտական ճշմարտությունն ու տրամաբանությունը. □նախընտրության ցանկացած գործընթաց բախվում է երկընտրանքի խնդրին, քանի որ

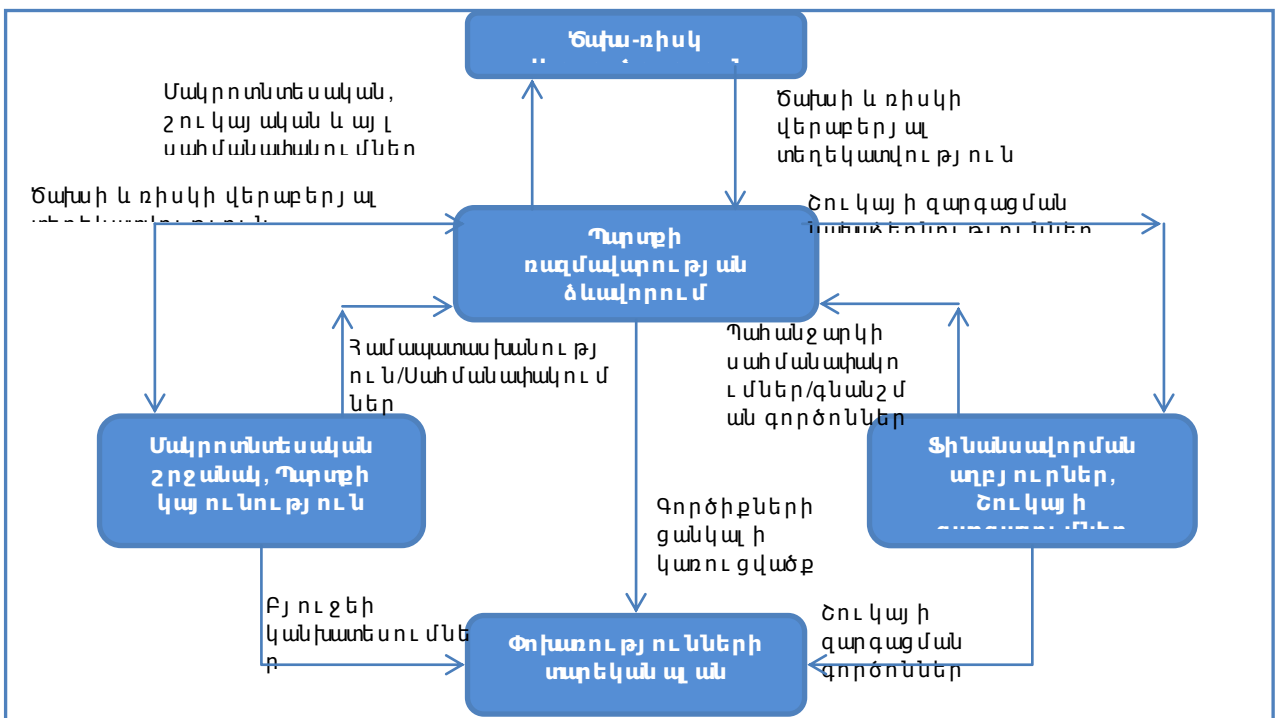
⁴⁶ Նպատակներին մանրամասն կանդորառնանք պարտքի կառավարման գործընթացի փուլերը ներկայացնելիս:

⁴⁷ Երկընտրանքներին նույնպես կանդորառնանք պարտքի կառավարման գործընթացի փուլերը ներկայացնելիս:

սահմանափակ ռեսուրսների պայմաններում հասարակությունը չի կարող բավարարել իր բոլոր կարիքներն ու պահանջմունքները:

Պարտքի կառավարումը անհրաժեշտ գործընթաց է, քանի որ ցանկացած կառավարության համար անհրաժեշտ է հասկանալ պետական պարտքին առնչվող հինգ հիմնական և առանցքային հարցեր. ինչ պիսիս է պետական պարտքի պորտֆելի ծախս-ռիսկ երկընտրանքը (trade-off), ինչ պես կարող է պարտքի պորտֆելն օգտագործվել ներքին և արտաքին ցնցումների ու ժգնությունը նվազեցնել ու համար, ինչպես է տվյալ երկրի մակրոտնտեսական իրավիճակը ազդում պարտքի ներգրավման և ձևավորված պարտքի պաշարի վրա, ինչպես է դրամավարկային քաղաքականությունն ազդում ներքին պարտքի թողարկումների վրա, ինչ պիսիս այլ ռիսկեր և բարդություններ կան, որոնք կարող են ազդել պարտքի պորտֆելի վրա:

Գծապատկեր 3: Պետական պարտքի արդյունավետ ազմավարության ձևավորման գործընթացը



Վերոնշյալ հարցերի պատասխանների բացահայտումը բավական բարդ և մեծ ջանքեր ու մասնագիտական և ուրջ մոտեցումներ պահանջող գործընթաց է: Այդ գործընթացը հենց պարտքի խել ամիտև արդյունավետ կառավարման գործընթացն է, որը կարելի է նեկայացնել ու թ հիմնական փուլերի միջոցով.

1. Նպատակների և շրջանակի որոշում,

2. առկա պարտքի ծախսերի և ռիսկերի որոշում,
3. պրտենցիալ ֆինանսավորման աղբյուրների որոշում,
4. մակրոտնտեսական (հարկաբյուջետային, դրամավարկային և շուկայական) զարգացումների բազային սցենարների և ռիսկերի որոշում,
5. առանցքային կառուցվածքային գործոնների վերանայում,
6. պարտքի կառավարման այլընտրանքային ռազմավարությունների ծախս-ռիսկերկընտրանքի որոշում,
7. մակրոտնտեսական քաղաքականությունների և տնտեսության զարգացումների վերաբերյալ ենթադրությունների վերանայում,
8. պարտքի կառավարման ռազմավարության մշակում և առաջադրում:

Առաջին փուլ: Ինչպես ցանկացած մակրոտնտեսական քաղաքականություն, պարտքի կառավարումը նույնպես սկսվում է նպատակների սահմանումից, որոնց հստակ ձևակերպումը էական դեր ունի այդ քաղաքականության արդյունավետությունը, հաշվետվողականությունը և թափանցիկությունն ապահովելու համար:

Նպատակները լինում են բազմաբնույթ: Ինչպես բխում է պարտքի վերոնշյալ սահմանումներից պարտքի կառավարման հիմնական նպատակներ են պետության ֆինանսավորման պահանջների բավարարումը, պարտքի ծախս-ռիսկ խելամիտ երկընտրանքի ապահովումը, պարտքի ներքին շուկայի զարգացումը:

Տնտեսագիտական գրականության մեջ տարբերում են նաև պարտքի հետևյալ նպատակները⁴⁸.

1. Հարկաբյուջետային կամ եկամուտների բաշխման նպատակներ: Այս նպատակները ենթադրում են մի կողմից կառավարության ֆինանսավորման համար անհրաժեշտ փոխառությունների հայթայթում և ներգրավում, իսկ մյուս կողմից պետական ֆինանսների արդյունավետությունը բարձրացնելու համար վերոնշյալ փոխառությունների ներգրավում առավել նպաստավոր պայմաններով:

2. Տնտեսական կայունության ապահովում և տնտեսության խթանում: Այս նպատակի իրականացումը առնչվում է այնպիսի երևույթներին, ինչպիսին են հարկերի խեղաթյուրող էֆեկտի չեզոքացումը,

⁴⁸ **Մարգարյան Ա.**, Պետական պարտքի ներգրավման հիմնախնդիրները, ՀՊՏՀ □Բանբեր□, 2007թ., N3, էջ 34-35:

կառուցվածքային պակասուրդի հայեցակարգը, տնտեսության կայունացումը, «կայուն ներդրման կանոնը», պետական պարտքի և արտաքին պարտքի կայունության վերլուծությունները և այլն, որոնց մասին բազմիցս նշել ենք նախորդ հարցերը շարադրելիս:

3. Հանրային ռեսուրսների բաշխման օպտիմալացում: Այս նպատակի իրականացումը ենթադրում է տնտեսական աճի համար բարենպաստ պայմանների և միջավայրի ձևավորում և առնչվում է «Ոսկե կանոնի» հետ, այսինքն՝ պարտքի ներգրավում ներդրումներ կատարելու կամ այլ կերպասած կապիտալ ծախսերը ֆինանսավորելու համար:

Այս փուլում հաջորդ կարևոր քայլը պարտքի շրջանակի որոշումն է, քանի որ դրանից կախված պարտքի կառավարման բնութագրիչները կարող են փոխվել: Այսինքն՝ այստեղ կարևորվում է, թե կառավարվող պետական պարտքը ինստիտուցիոնալ ինչպիսի միավորների պարտքերն է ներառում: Պարտքի կառուցվածքում կարող են ներառվել կենտրոնական կառավարության պարտքը, ընդհանուր կառավարության (ներառյալ ԿԲ) պարտքը, ինչպես նաև պետական ձեռնարկությունների և տեղական ինքնակառավարման մարմինների պարտքը: Պարտքի կառավարման արդյունավետությանը կարող է բարձրանալ, եթե պետական պարտքը հնարավորինս ընդգրկուն լինի՝ ներառելով պետությանն առնչվող հնարավոր բոլոր պարտավորությունները: Պարտքի կառավարման ժամանակ անհրաժեշտ է հաշվի առնել նաև պայմանական պարտավորությունները, որոնք նույնպես էական ռիսկեր կարող են առաջացնել պարտքի պորտֆելի համար: Պայմանական պարտավորություններ են պետական երաշխիքները, պետական ձեռնարկությունների պարտքերը, պետական ապահովագրության սխեմաները և այլն:

Երկրորդ փուլը ենթադրում է պարտքի ծախսերի և ռիսկերի գնահատում: Պարտքի կառավարումը սովորաբար կենտրոնանում է պարտքի տնտեսական ծախսերի վրա: Ծախսերը բնութագրող տարբեր ցուցանիշներ տարբեր պատկերացումներ են տալիս պարտքի պորտֆելի վերաբերյալ: Պարտքի ծախսերը բնութագրող ցուցանիշներ են տոկոսային ծախսերը, տոկոսավճարներ/*ՅՆԱ* հարաբերակցությունը, պարտք/*ՅՆԱ* և պարտքի գուտ ներկա արժեք/*ՅՆԱ*, տարեկան տոկոսավճարների ու փոխարժեքի փոփոխություններով և մայր գումարի այլ փոփոխություններով (օրինակ՝ գնաճով ինդեքսավորված

պարտքի դեպքում) պայմանավորված արտենցիալ ճշգրտումների հանրագումարը և այլն:

Պարտքի ռիսկերի գնահատման գործընթացում օգտագործվում են ռիսկի հետևյալ հիմնական տեսակները.

1. Տոկոսադրույքի ռիսկ, այդ թվում՝ գնաճի ռիսկ և իրական տոկոսադրույքի ռիսկ: Տոկոսադրույքի տատանումները ազդում են նոր ներգրավվող ֆիքսված տոկոսադրույքով պարտքի և առկա կամ նոր ներգրավվող լողացող տոկոսադրույքով պարտքի սպասարկման ծախսերի վրա: Ուստի, կարճաժամկետ կամ լողացող տոկոսադրույքով պարտքը սովորաբար ավելի ռիսկային է, քան երկարաժամկետ և ֆիքսված տոկոսադրույքով պարտքը: Տոկոսադրույքի ռիսկի գնահատման համար օգտագործվում են մի շարք կարևոր ցուցանիշներ, ինչպիսին են ֆիքսված և լողացող տոկոսադրույքով պարտքերի հարաբերակցությունը, համախառն պետական պարտքի մեջ լողացող տոկոսադրույքով պարտքի տեսակարար կշիռը, ժամանակի տվյալ պահի դրությամբ պարտքի այն ծավալը, որը ենթակա է վերաֆիքսման (ներառում է վերաֆինանսավորման ենթակա ֆիքսված և լողացող տոկոսադրույքով պարտքը), և վերջին ցուցանիշը՝ մինչև վերաֆիքսումն ընկած միջին ժամանակը (Average time to re-fixing (ATR)): Սա մինչև այն պահն ընկած միջին կշռված ժամանակի ցուցանիշ է, երբ պարտքի պրոտֆեյթի բոլոր մայր գումարները դառնում են նոր տոկոսադրույքների առարկա, և որոշվում է հետևյալ բանաձևով⁴⁹.

$$ATR_t = \frac{\omega^f * \sum_{t=1}^T (A_t^f * t) + \omega^v * \sum_{s=1}^S (D_{t,s}^v * s)}{D_t} \quad (19),$$

որտեղ D_t^v -ն լողացող տոկոսադրույքով

պարտքն է, D_t -ն՝ պետական պարտքի չմարված պաշարը, A_t^f -ն՝ ֆիքսված տոկոսադրույքով պարտքի մայր գումարների մարումները, s -ը լողացող տոկոսադրույքով վարկի համար մինչև տոկոսադրույքի հերթական փոփոխությունն ընկած ժամանակն է, ω^j -ն՝ ($j = v$ կամ f) համապատասխանաբար մարման ժամկետն ավարտվող լողացող տոկոսադրույքով պարտքի պաշարի և ֆիքսված տոկոսադրույքով պարտքի մայր գումարների կշիռներն են համախառն պետական պարտքի մեջ: Այս ցուցանիշի նվազումը նշանակում է, որ պարտքի պրոտֆեյթը

⁴⁹ **IMF and World Bank**, Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS)—Guidance Note for Country Authorities, March 3 2009, p. 38.

միջինում ավելի հաճախ է բախվում նոր տոկոսադրույքի և, հետևաբար, ավելի է միտված դեպի վերաֆիքսման ցնցումները:

2. Արտարժույթային ռիսկ: Արտարժույթով ներգրավված պետական պարտքը նպաստում է պարտքի սպասարկման ծախսերի տատանողականության աճին, քանի որ արտարժույթի փոխարժեքի տատանումները հանգեցնում են դրանց՝ տեղական արժույթով արտահայտված մեծություների փոփոխության: Փոխարժեքի ռիսկի որոշման նպատակով կիրառվում են այնպիսի ցուցանիշներ, ինչպիսիք են համախառն պետական պարտքի մեջ արտարժույթով պարտքի տեսակարար կշիռը (ռիսկը կարող է նաև բաժանվել ըստ արտարժույթների, օրինակ՝ դոլարային ռիսկ, եվրոյի ռիսկ և այլ), պարտքի արժույթային կառուցվածքը, արտարժույթով պարտավորությունների և արտարժույթային պահուստների հարաբերակցությունը (որը գնահատում է դրանց միջև անհամապատասխանությունը):

3. Վերաֆինանսավորման ռիսկ: Սավերաբերում է այն ռիսկին, որին կառավարությունը բախվում է, երբ պարտքը վերաֆինանսավորում է անսովոր մեծ ծախսերով, կամ արտակարգ իրավիճակներում ընդհանրապես չի կարողանում վերաֆինանսավորել: Վերաֆինանսավորման ռիսկը հաճախ կարող է համարվել նաև տոկոսադրույքի ռիսկ, քանի որ այն ի հայտ է գալիս բարձր տոկոսադրույքների պայմաններում, որը կարող է տոկոսադրույքների սփռեղների փոփոխության պատճառ լինել: Սակայն առավել նպատակահարմար է այդ ռիսկն առանձին դիտարկել, քանի որ մարման ժամկետը լրացած պարտքի վերաֆինանսավորման անհնարինության դեպքում կամ պետության ֆինանսավորման ծախսերի բացառիկ մեծ աճերը կարող են հանգեցնել պարտքային ճգնաժամի:

Վերաֆինանսավորման ռիսկի գնահատման նպատակով նախ կառուցվում է առկա պարտքի մարման գրաֆիկ, որը թույլ է տալիս պատկերացում կազմել մարումների դինամիկայի վերաբերյալ: Այնուհետև կիրառվում են այնպիսի ցուցանիշներ, ինչպիսին են ժամանակի տվյալ պահին մարման ժամկետը ավարտված պարտքի տեսակարար կշիռը պետական պարտքի մեջ, նույն ցուցանիշի կշիռը հարկային եկամուտների մեջ, մինչև մարումն ընկած միջին ժամանակը (Average time to maturity (ATM)): Վերջին ցուցանիշը ցույց է տալիս, թե

միջինում որքան ժամանակ է պահանջվում պարտքը վերաֆինանսավորելու համար և հաշվարկման բանաձևը հետևյալն է⁵⁰.

$$ATM_t = \frac{\sum_{t=1}^T (A_t + t)}{\sum_{t=1}^T A_t} \quad (20),$$
 որտեղ A_t -ն t -րդ ժամանակշրջանում պարտքի մայր

գումարների մարումներն են:

Այս ցուցանիշի նվազումը նշանակում է, որ պարտքի պրոտֆեյլը ավելի հաճախակի է վերաֆինանսավորվում և, հետևաբար, ավելի շատ է ենթարկվում վերաֆինանսավորման ցնցումներին:

4. Իրացվելիության ռիսկ: Պարտքի կառավարման գործընթացում իրացվելիության ռիսկի հայտ է գալիս այն դեպքերում, երբ առկա իրացվելի ակտիվները նվազում են անկանխատեսելի կանխիկ պարտավորությունների առաջացման և/կամ կարճ ժամանակում պարտքի ներգրավման միջոցով կանխիկի ավելացման դժվարությունների պատճառով:

5. Չաշվարկային ռիսկ: Սավերաբերում է այն ռիսկին, որ գործարքի մի կողմը չի կատարում իր պարտավորությունները:

6. Գործառնական ռիսկ: Ռիսկի այս տեսակը ներառում է բազմաբնույթ ռիսկեր, ինչպիսին են գործարքների հաստատման և գրանցման գործընթացներում բաց թողնված սխալները, ներքին վերահսկողության և մատուցվող ծառայությունների ձախողումներն ու անհամապատասխանությունները, անվտանգության խախտումները, բնական աղետները և այլն, որոնք բացասաբար են ազդում պարտքի կառավարման նպատակներին հասնելու համար անհրաժեշտ գործողությունների կատարման կարողության վրա:

Պարտքի կառավարման գործընթացի **երրորդ փուլում** որոշվում են ֆինանսավորման աղբյուրները, որոնք կարելի է բաժանել երկու խմբի⁵¹.

1. ոչ շուկայական՝ արտոնյալ վարկեր, կիսաարտոնյալ վարկեր, առևտրային վարկեր, այլ աղբյուրներ, 2. շուկայական՝ ներքին և միջազգային պարտատմսեր: Պարտքի կառավարման գործընթացում կարևորվում է հնարավոր բոլոր ֆինանսավորման աղբյուրների որոշումը և դրանց տարբեր բնութագրիչների գնահատումն ու վերլուծությունը:

⁵⁰ IMF and World Bank, Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS)—Guidance Note for Country Authorities, March 3 2009, p.40.

⁵¹ Ֆինանսավորման տարբեր աղբյուրների բնութագրիչները ներկայացված են Չավելված 1-ում:

Պարտքի կառավարման գործընթացը տնտեսական գործընթացների անբաժան մասն է կազմում, և այդ քաղաքականությունն իր վրա է կրում տնտեսության տարբեր հատվածների զարգացումների ազդեցությունը և իր հերթին ազդում է այդ զարգացումների վրա: Այդ պատճառով պարտքի կառավարումը պահանջում է տնտեսության իրական, հարկաբյուջետային, դրամավարկային և արտաքին հատվածների ընթացիկ և ապագա զարգացումների վերաբերյալ հստակ պատկերացում (չորրորդ փուլ): Պարտքի կառավարման ռազմավարությունը մշակելիս անհրաժեշտ է հաշվի առնել այդ բոլոր հատվածների հնարավոր զարգացումները:

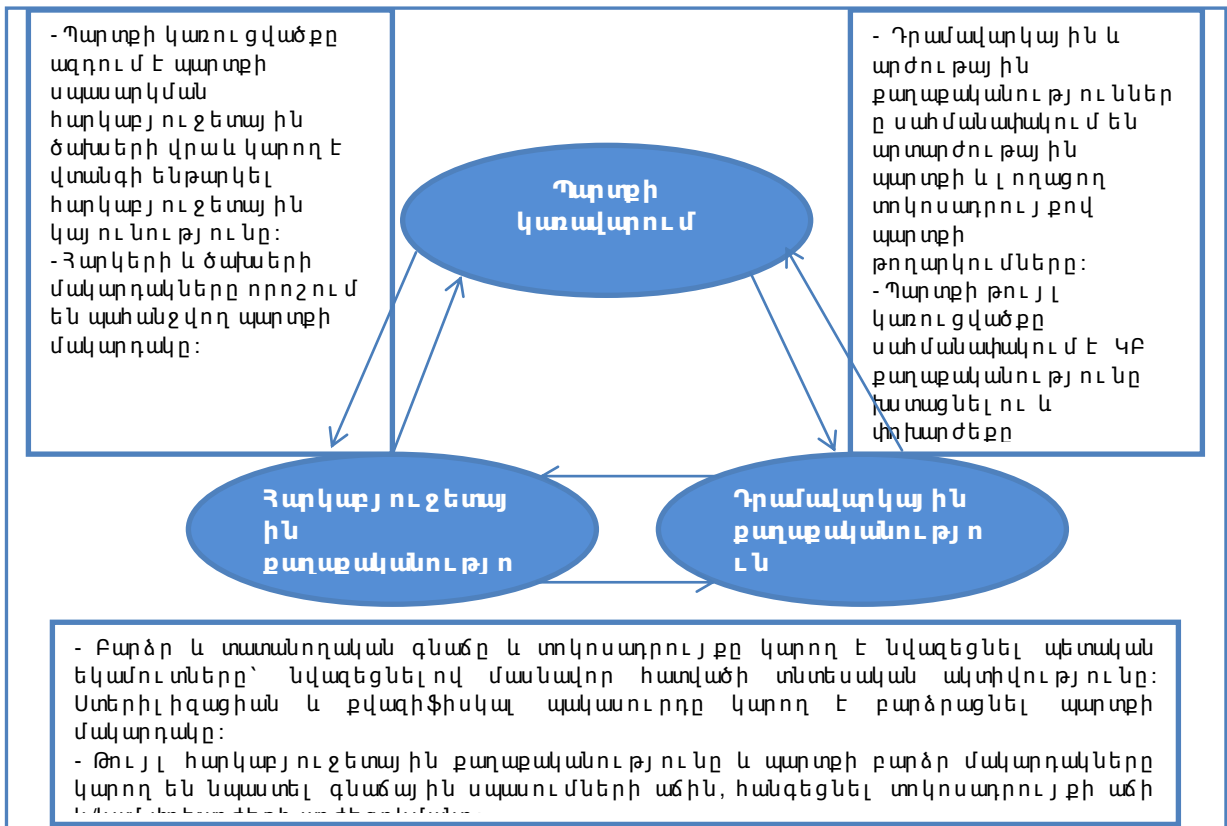
Այս փուլում կարևորվում է նաև հարկաբյուջետային և դրամավարկային քաղաքականությունների հետ պարտքի կառավարման քաղաքականության կոորդինացումը, քանի որ դրանք մեծ ազդեցություն են ունենում տնտեսության տարբեր հատվածները բնութագրող վերոնշյալ ցուցանիշների միտումների ձևավորման վրա: Այստեղ մենք բախվում ենք քաղաքականությունների նպատակների երկընտրանքների խնդրին: Այսպես, օրինակ, ընթացիկ շրջանում պետական բյուջեի առաջնային մեծ պակասուրդը կարող է \$իսանսավորվել ցածր ծախսեր և մեծ ռիսկ պարունակող պարտքի ռազմավարության միջոցով: Մեծ պակասուրդը կարելի է \$իսանսավորել նաև խթանող դրամավարկային քաղաքականության միջոցով, որն ընթացիկ ժամանակաշրջանում մեծացնում է սենյորաժից եկամուտը: Սակայն քաղաքականությունների այսպիսի համադրությունը կարող է նշանակել, որ ապագայում պետք է վարել զսպող հարկաբյուջետային քաղաքականություն, քանի որ պարտքի ռիսկային ռազմավարությունը ապագայում ենթադրում է պարտքի սպասարկման մեծ ծախսեր: Կամ կարող է առաջանալ դրամավարկային քաղաքականության խստացման անհրաժեշտություն բարձր գնաճը զսպելու նպատակով, որն առաջացել է նախկինում վարված խթանող քաղաքականության հետևանքով: Մակրոտնտեսական այդ երեք քաղաքականությունների միջև կապերը և երկընտրանքները կարելի է ներկայացնել ներքոնշյալ գծապատկերի միջոցով:

Մակրոտնտեսական քաղաքականության մյուս երկու ուղղությունների հետ պարտքի կառավարման կոորդինացումը տնտեսագիտական վերլուծությունների նոր ուղղություն է: Եթե

նախկինում հայ տնի մակրոտնտեսական մոդելների՝ AD-AS, IS-LM, IS-LM-BP, Սալթեր-Սվոնի և այլն, շրջանակներում քննարկվում էր միայն հարկաբյուջետային և դրամավարկային քաղաքականությունների կոորդինացման խնդիրները, ապա ներկայումս անհրաժեշտություն է առաջանում նաև այդ համակարգում ներառել պարտքի կառավարումը:

Անհրաժեշտ է նշել, որ վերոնշյալ երկընտրանքներն առաջանում են ոչ միայն այդ քաղաքականությունների նպատակների միջև, այլև այդ քաղաքականությունների ներսում՝ տարբեր նպատակների և գործիքների միջև: Այսպես, հարկաբյուջետային քաղաքականությունը ներառում է արդյունավետության և հավասարության, ինչպես նաև հարկային բեռի միջժամանակային բաշխման միջև երկընտրանքը: Պարտքի կառավարումը, ինչպես արդեն նշել ենք, բախվում է ծախսերի և ռիսկերի միջև երկընտրանքին: Եվ, վերջապես, դրամավարկային քաղաքականությունը բախվում է ինֆլյացիայի և գործազրկության միջև երկընտրանքին կամ գնաճի ներկա և ապագա զսպումների միջև երկընտրանքին:

Գծապատկեր 4: Պարտքի կառավարման, հարկաբյուջետային քաղաքականության և դրամավարկային քաղաքականության փոխկապվածություններն ու երկընտրանքները



Կառուցվածքային գործոնների վերլուծությունը և դրանց արդյունքների ներառումը պարտքի կառավարման գործընթացի **հինգերորդ փուլն** է: Եվ այստեղ, ինչպես նախորդ փուլում, կարևորվում է տնտեսական այլ քաղաքականություն մշակողների հետ համագործակցությունը: Պարտքի կառավարման տեսանկյունից կարևորվում են տնտեսության հետևյալ կառուցվածքային գործոնները՝ առանձին ապրանքների գների միջնաժամկետ և երկարաժամկետ միտումներ, գնաճի միջնաժամկետ և երկարաժամկետ միտումներ, իրական փոխարժեքի և արտադրողականության հնարավոր միջնաժամկետ և երկարաժամկետ զարգացումներ, արտոնյալ \$ինանսավորման հասանելիության հեռանկարներ, պարտքի ներքին շուկայի զարգացումներ, դրամավարկային քաղաքականության կառուցվածքային փոփոխություններ, ինստիտուտների կայացում և դրանց նկատմամբ վստահության ձևավորում:

Այս գործոններից յուրաքանչյուրը իր ուրույն դերն ունի պարտքի խելամիտ պորտֆելի ձևավորման, դրա կառուցվածքի և երկարաժամկետ միտումների, շուկաների հասանելիության, նոր պարտքի ներգրավման պայմանների համար: Այսպես օրինակ, եթե տվյալ երկիրը ունի արտարժույթով գնանշված մեծ պարտք, ապա այն մեծապես կախված է իրական փոխարժեքի զարգացումներից, որն իր հերթին կախված է նաև գների միտումներից: Արժեզրկվող իրական փոխարժեքը լուրջ սպառնալիքներ կարող է առաջացնել պարտքի համար, իսկ գների նվազող միտումը, ընդհակառակը, ավելի էժան կարող է դարձնել պարտքի սպասարկումը: Սակայն, տվյալ երկրի համար կարևոր նշանակություն ունեցող արտահանվող ապրանքների միջազգային գների նվազման միտումը, առաջացնելով արտարժույթի ներհոսքերի նվազում, կնպաստի փոխարժեքի արժեզրկմանը, որն էլ կհանգեցնի արտարժույթով պարտքի աճին:

Երկրի զարգացումը և եկամուտների աճը սահմանափակում են \$ինանսավորման արտոնյալ աղբյուրների հասանելիությունը և աստիճանաբար երկիրը ստիպված է լինում դիմել շուկայական պայմաններով փոխառություններին:

Առաջին հինգ փուլերը թույլ են տալիս առանձնացնել այլ ընտրանքային ռազմավարություններ, այսինքն՝ անհրաժեշտ պարտքի տարբեր կառուցվածքներ, որոնք կնպաստեն սահմանված

նպատակի իրականացմանը: Պարտքի կառավարման գործընթացի **վեցերորդ և յոթերորդ** փուլերն հենց ենթադրում են պարտքի կառավարման այլընտրանքային ռազմավարությունների մշակում և դրանց համադրում մակրոտնտեսական զարգացումների հետ: Այս փուլերը նախ ենթադրում են հնարավոր այլընտրանքային ռազմավարությունների բնութագրիչների բազմակողմանի վերլուծությունն վերևում նշված ծախսերի և ռիսկերի ցուցանիշների միջոցով: Դրանք թույլ են տալիս գնահատել այդ ռազմավարությունների ծախսեր-ռիսկեր երկընտրանքները: Այս վերլուծություններն էլ հետագայում անհրաժեշտ է լրացնել նաև հնարավոր մակրոտնտեսական միջնաժամկետ և կարժամկետ զարգացումներով, որոնք ավելի իրատեսական են դարձնում պարտքի կառավարումը: Այս փուլերում կարևորվում է նաև սթրես թեստերի իրականացումը, որոնք հիմնվում են մակրոտնտեսական հնարավոր ապագա ցնցումների վրա: Այսինքն՝ այստեղ անհրաժեշտ է ուսումնասիրել տնտեսական աճի, պակասորդի, տոկոսադրույքի, փոխարժեքի և այլ մակրոտնտեսական ցուցանիշների հնարավոր իրատեսական շոկերի ազդեցությունը պարտքի պրոտֆելի ծախս-ռիսկ երկընտրանքի և դրամիտումների վրա:

Պարտքի կառավարման գործընթացի վերջին փուլում ամփոփվում են վերոնշյալ քայլերը և առաջարկվում է համապատասխան ռազմավարություն:

Պարտքի կառավարման վերոնշյալ բազմաքայլ և բազմակողմանի վերլուծությունը ոչ միայն կարևոր է պարտքի կառուցվածքի ռիսկերը արդյունավետ կառավարելու համար, այլ նաև էական դեր ունի նախարարյունավետ հարկաբյուջե տային քաղաքականության մշակման և, երկրորդ, տնտեսության մակրոտնտեսական զարգացումների վրա պարտքի ազդեցության հնարավոր ուղիները գնահատելու, ռիսկերը խելամիտ կառավարելու և այդ զարգացումներին նպաստելու գործում: Պարտքի կառավարումը նվազեցնում է պարտքի ռիսկերը, քանի որ դրա միջոցով են կատարվում հետևյալ կարևոր քայլերը՝ 1. պարտքի ժամկետայնության երկարացումը նվազեցնում է հարկաբյուջե տային խոցելիությունը և վերաֆինանսավորման ռիսկը, 2. ավելի շատներքին ֆինանսավորումը նվազեցնում է արտարժույթային ռիսկը, 3. և ողացող տոկոսադրույքով պարտքի նվազեցումը նվազեցնում է բյուջե տային անորոշությունը և տոկոսադրույքի ռիսկը: Մյուս կողմից պարտքի

արդյունավետ և խելամիտ կառավարումը նպաստում է ավելի կայուն ֆինանսական շուկաների և ֆինանսական համակարգի ձևավորմանը, քանի որ հեշտացնում է մասնավոր պարտքի շուկայի կայացման գործընթացը՝ հենանիշեր ձևավորելով մասնավոր հատվածի և շրջանակ ձևավորելով բանկերի ակտիվների արժեթղթավորման համար, ռեպոյի շուկայի կայացմանը՝ բարելավելով բանկերի հաշվեկշիռների իրացվելիությունը, և ֆինանսական ածանցյալների շուկայի կայացման գործընթացին:

ԳԼՈՒԽ 2: ՊԵՏԱԿԱՆ ՊԱՐՏՔԻ ԵՎ ՊԵՏՈՒ ԹՅԱՆ ՊԱՐՏՔԱՅԻՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒ ԹՅԱՆ ՎԵՐԼ ՈՒՆՈՒ ԹՅՈՒՆԸ

«Վարկատուները խրախուսում են պարտքը, քանի որ դաշտի ու թափեր է:
Չարգացող երկրների կառավարությունները երբեմն նույնիսկ
ճնշումների են ենթարկվում, որպեսզի չափից ավել պարտքեր
վերցնեն...նույնիսկ առանց կոռուպցիայի, հեշտեղնկնել Արևմտյան
բիզնեսմենների և ֆինանսիստների ազդեցության տակ:»

Ջոզեֆ Սաֆլից

«Մի բան հստակ է. նորից և նորից երկրները, բանկերը, անհատները և
ֆիրմաները չափից մեծ պարտքեր են վերցնում առանց բավարար չափով
պատկերացնելու այն ռիսկերը, որոնք կիրականան, երբ անխուսափելի
ճգնաժամը հարվածի:»

Կարմեն Ռեյնհարտ

2.1. Պետական պարտքի բեռը աշխարհում: 21-րդ դարի մարտահրավերները

Պետական պարտքը, լինելով ներկայիս տնտեսագիտության և
տնտեսական վերլուծության ոլորտի ուսումնասիրության առանցքային
օբյեկտներից մեկը, դարձել է 21-րդ դարի համաշխարհային
տնտեսական հիմնախնդիրներից, հիմնախնդիր, որն անհանգստացնում է
ինչպես զարգացած, այնպես էլ զարգացող և ցածր եկամուտ ունեցող
երկրներին: 21-րդ դարը պարտքի բեռի կուտակման տեսանկյունից
կարելի է բնութագրել որպես որակապես նոր ժամանակաշրջան, երբ
բազմաթիվ երկրների պետական պարտքերը կուտակվում են խաղաղ
ժամանակաշրջանում: Այստեղ տեղին է մեջբերել Ռեյնհարտի և
Ռոգոֆֆի այն փաստարկը, որ պատերազմական ժամանակաշրջանի պարտքը
ապագա տնտեսական աճի համար կարող է ավելի քիչ խնդրահարույց
լինել, քանի որ երբ խաղաղության է հաստատվում, պետությունների
կողմից դադարեցվում են պատերազմական ծախսերը, իսկ խաղաղ
ժամանակաշրջանում պարտքի անկայուն կուտակումները կարող են
տևել երկար տարիներ⁵²:

⁵² Reinhart C., Rogoff K., Growth in a Time of Debt, NBER Working Paper No. 15639, 2010, p. 6.

Ինդիքն ավելի է բարդացնում վերջին համաշխարհային ճգնաժամը, որը սկսելով ԱՄՆ-ում մասնավոր պարտքի ճգնաժամից՝ տարածվեց ամբողջ աշխարհում և, մասնավորապես՝ Եվրոպայում, վերածվեց պետական պարտքի ճգնաժամի: Ընդ որում մինչ այդ ամբողջ աշխարհում և, մասնավորապես, տնտեսագետների շրջանում ոչ ոք չէր սպասում, որ զարգացած երկրները կբախվեն պարտքային և, ավելին, տնտեսական հիմնախնդիրների, քանի որ զարգացած երկրներն աշխարհի մյուս երկրների համեմատ ունեն ավելի կայացած ինստիտուտներ, ավելի հզոր փորձ, ավելի շատ ռեսուրսներ, արդյունավետ հարկաբյուջետային և դրամավարկային քաղաքականություններ:

Այս պայմաններում երկու կարևոր հարց է ծագում. 1.արդյո՞ք պետական պարտքի բեռն անհանգստացնող և ռիսկային է, 2.ի՞նչ ուղղությունով է շարժվել՝ շարունակել ապրել պետական պարտքի մեծ բեռով, թե նվազեցնել այն կտրուկ քայլերի գնալով:

Պատմականորեն զարգացած երկրներում պարտքի բեռի կուտակման պատճառները եղել են համաշխարհային պատերազմները, համաշխարհային ճգնաժամերը, տեղական բանկային և ֆինասական ճգնաժամերը, ներքին հակասությունները և տեղական պատերազմները, բարձր ինֆլյացիայի կայունացման քաղաքականությունները⁵³, իսկ զարգացող երկրներում՝ նաև զարգացման մոդելի փոփոխությունը, կառուցվածքային շոկերը (օրինակ՝ նավթային շոկերը), տնտեսությունների պարզ, հետամնաց և խոցելի կառուցվածքը, կապիտալի արտահոսքը⁵⁴, վարկատուների պարտադրած անարդյունավետ բարեփոխումները⁵⁵, սեփական արժույթով պարտք թողարկելու անկարողությունը (original sin)⁵⁶:

21-րդ դարի սկիզբը պետական պարտքերի բեռերի իմաստով անհանգստացնող չէր, քանի որ աշխարհը զարգանում էր արագ տեմպերով և պետական պարտքերը երկրորդական պլան էին մղվել: Ավելին, զարգացող երկրներում 20-րդ դարի վերջին հատվածի խոշոր պարտքային ճգնաժամերից հետո պետական պարտքի բեռը 2001-2008թթ. մեծ

⁵³ **Reinhart C., Reinhart V. Rogoff K.**, Public debt overhangs: Advanced-Economy episodes since 1800, Journal of Economic Perspectives, Vol. 26, N3, 2012, p. 75-79.

⁵⁴ **Մարգարյան Ա., Քյոնոկումյան Ա.**, Պարտքային ճգնաժամեր, «Չայաստան. Ֆինանսներ և Էկոնոմիկա» ամսագիր, 2006, N3, էջ 58-59.

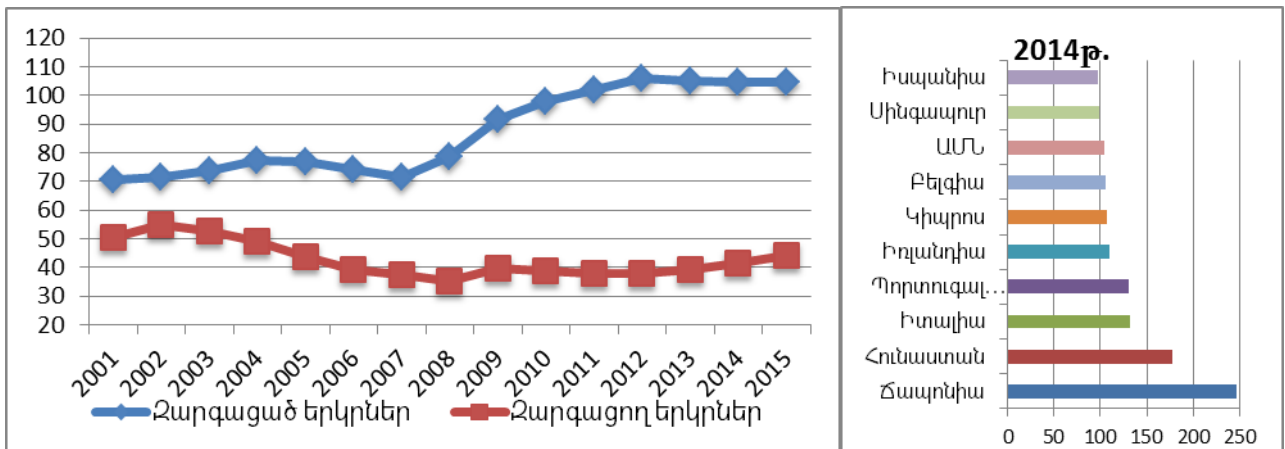
⁵⁵ **Стиглиц Дж.**, Глобализация: Тревожные тенденции/ пер. с англ.-М., Мысль, 2003, стр. 115-200.

⁵⁶ **Krugman P., Obstfeld M., Melitz M.**, International Economics. Theory and Policy, ninth edition, Assison-Wesley, 2012, p.631.

չ ափով կրճատվեց՝ 2001թ. ՅՆԱ նկատմամբ 50%-ից հասնելով 2008թ. 35% մակարդակին: Իսկ զարգացած երկրներում պետական պարտք/ՅՆԱ-ն այդ ժամանակահատվածում պահպանվեց հիմնականում 70%-ի շրջանակներում:

Սակայն 2009թ.՝ շատ երկրներում նույնիսկ անսպասելի ճգնաժամը պետական պարտքի բեռի զարգացման ընթացքն ամբողջովին փոխեց: Պետական պարտքը դարձավ երկրների մեծ մասի հակաճգնաժամային և հակացիկլիկ հարկաբյուջետային քաղաքականության հիմնական գործիքը: Պետական պարտքի մեծ կուտակումներ նկատվեցին հատկապես զարգացած երկրներում, որոնք ունեին մեծ ֆինանսական կենտրոններ, մասնավոր պարտքի մեծ շուկա, և «թղթի վրագրված» հարստության մեծ պաշարներ, որոնք անհետացան:

Գծապատկեր 5: Պետական պարտքի բեռի (պետական պարտք/ՅՆԱ, %) դինամիկան աշխարհում⁵⁷ և զարգացած երկրների պետական պարտքի բեռը 2014թ.⁵⁸



Արդյունքում զարգացած երկրներում պետական բյուջեի մեծ պակասուրդները հանգեցրեցին պետական պարտք/ՅՆԱ-ի 30% կուտակման. պետական պարտքը արդեն 2011թ. հատեց ՅՆԱ նկատմամբ 100% մակարդակը, որը սկսած երկրորդ համաշխարհային պատերազմի ավարտից երբևէ չէր արձանագրվել: Ընդ որում զարգացած երկրների շրջանում պետական պարտքի բեռը բավական մեծ է հիմնականում եվրոպական երկրներում (Յունաստանը ներկայումս բախվում է լուրջ հիմնախնդիրների), ինչ պես նաև ճապոնիայում և ԱՄՆ-ում:

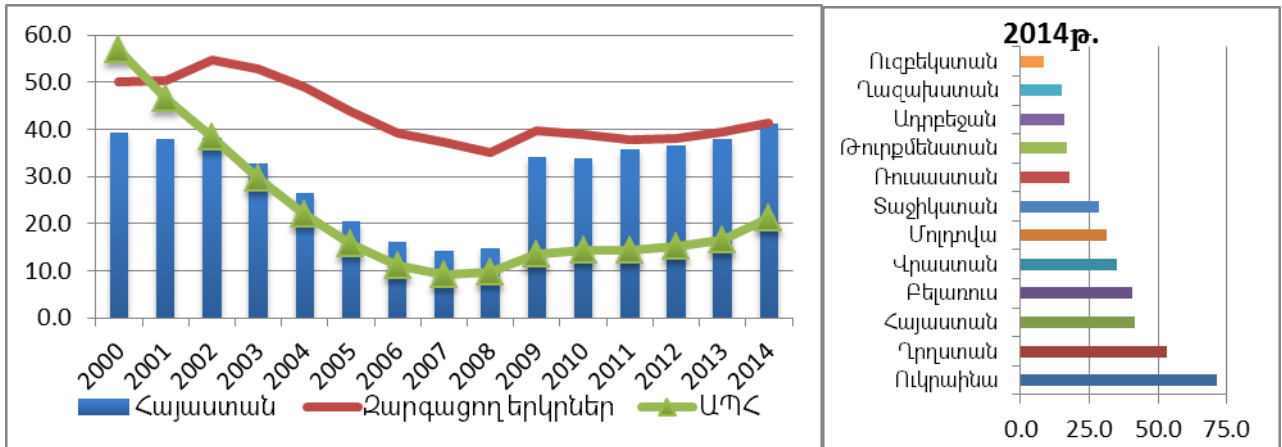
⁵⁷ Աղբյուրը՝ ԱՄՆ տվյալների բազա, <http://www.imf.org/external/datamapper/index.php> :
⁵⁸ Աղբյուրը՝ ԱՄՆ տվյալների բազա, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/weodata/index.aspx> :

Այլ է պատմությունը զարգացող երկրների դեպքում: Չարգացող երկրները մինչ ճգնաժամը այդքան էլ ակտիվորեն ներգրավված չեն եղել ֆինանսական շուկաներում: Այդ երկրներում ճգնաժամի հիմնական պատճառը իրենց գործընկեր երկրներն էին, որոնցից մեծ կախվածության մեջ էին գտնվում բազմաթիվ տնտեսական կապերով: Այսինքն՝ եթե զարգացած երկրներում ճգնաժամը ֆինանսական բնույթ էր կրում, ապա զարգացող երկրներում այն վերածվեց տնտեսության իրական հատվածի ճգնաժամի: Արդյունքում կառավարությունները ստիպված եղան ճգնաժամը հաղթահարել պետական պարտքի հաշվին, որի հետևանքով պետական պարտք/ՅԱ-ն աստիճանաբար աճեց՝ 2014թ. հասնելով 44.4% մակարդակին: Ընդ որում զարգացող երկրների շարքում պարտքի բեռը մեծ է հատկապես Լատինական Ամերիկայի երկրներում՝ 2014թ. պետական պարտք/ՅԱ-ն կազմում 51.6%, իսկ ամենացածրը ԱՊՅ տարածաշրջանում է (21.2%): Ճիշտ է զարգացող երկրներում պետական պարտքի բեռն ավելի ցածր է, քան զարգացած երկրներում, սակայն պատմությունը մեկ անգամ չէ, որ ապացուցել է, որ զարգացող երկրները լուրջ հիմնախնդիրների են բախվել նույնիսկ ցածր պարտքի բեռի դեպքում:

ԱՊՅ տարածաշրջանի երկրների պետական պարտքերը նույնպես այդպիսի զարգացումներ են ունեցել: Ընդ որում մինչև 2009թ. ճգնաժամը ԱՊՅ երկրներին, այդ թվում նաև Հայաստանին⁵⁹, բարձր տնտեսական աճի շնորհիվ հաջողվել է ավելի մեծ չափով կրճատել պետական պարտքի բեռը: Սակայն 2009թ. ճգնաժամից հետո ԱՊՅ տարածաշրջանի պետական պարտք/ՅԱ-ն շարունակաբար աճում է: Ընդ որում Հայաստանի պետական պարտքի բեռը հետճգնաժամային տարիներին ավելի կտրուկ է աճել՝ 2010-2014թթ. գրեթե երկու անգամ գերազանցելով ԱՊՅ երկրների համապատասխան միջին ցուցանիշը, բայց միաժամանակ մոտ գտնվելով զարգացող երկրների միջին ցուցանիշին (տես Գծապատկեր 5): Իսկ պետական պարտքի բեռի մեծությամբ ԱՊՅ տարածաշրջանում Հայաստանը զբաղեցնում է երրորդ տեղը՝ Ուկրաինայից և Ղրղստանից հետո:

⁵⁹ Հայաստանի պետական պարտքի զարգացումներին ավելի մանրամասն կանդիդատական քառօրյա հարցի շրջանակներում:

Գծապատկեր 6: Պետական պարտքի բեռի (պետական պարտք/ՀՆԱ, %) դինամիկան ԱՊՀ երկրներում⁶⁰



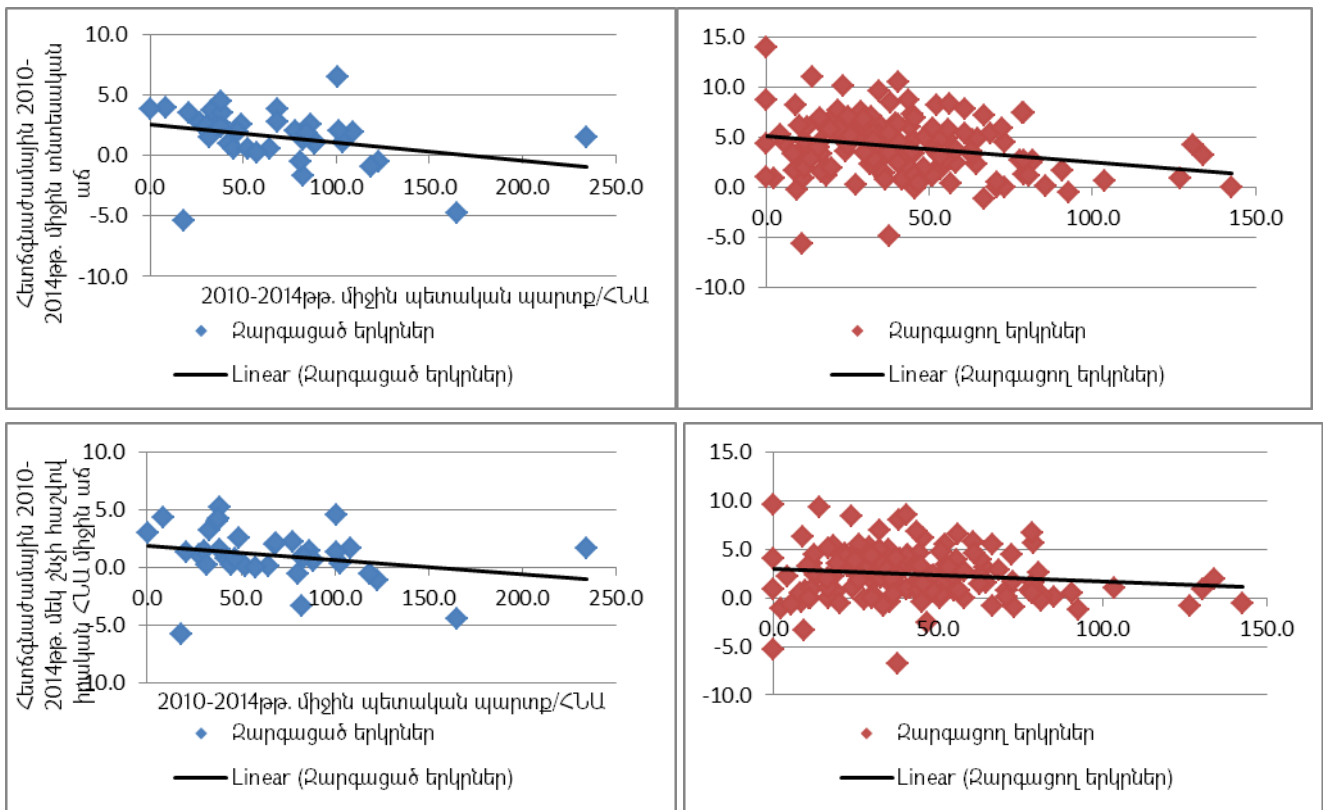
Այս պիսով 21-րդ դարում և, հատկապես, համաշխարհային ճգնաժամից հետո աշխարհում նկատվում են պետական պարտքի գերկուտակումներ, ընդ որում դիսկրեցիոն հարկաբյուջետային քաղաքականության հետևանքով, որի միջոցով կուտակված պարտքերի ռիսկայնության մասին ներկայացվել է առաջին գլխում: Այդպիսի կուտակումները անհանգստացնող են առնվազն երկու պատճառով: **Առաջինը՝** շուկերին արձագանքելու անհրաժեշտությունն է. պետական պարտքի բեռի նվազեցումը երկրների կառավարություններին լրացուցիչ հնարավորություն կընձեռի անհրաժեշտության դեպքում արձագանքել ներքին և արտաքին շուկերին: Այսպիսի զարգացումներից զերծ չէ ներկայիս աշխարհը (համաշխարհային ճգնաժամի երկրորդային էֆեկտներ, ֆինանսական շուկաների անկայունություն, աշխարհաքաղաքական հակամարտություններ, դուրսի արժևորում, նավթի գների շուկ, ցածր տնտեսական աճ և այլն), իսկ Հայաստանը նույնպես բացառություն չի կազմում (արտաքին պահանջարկի նվազում, տնտեսական անկում հիմնական գործընկեր Ռուսաստանում, դրամի արժեզրկում, ներդրումների նվազում և այլն⁶¹): Սակայն մյուս կողմից էլ պարտքի բեռի նվազեցման խնդիրը բավական բարդացնում են այնպիսի համաշխարհային մարտահրավերներ, ինչպիսին են աղքատության և գործազրկության բարձր մակարդակը, անհավասարությունը, բնակչության ծերացումը, մասնավոր պարտքի

⁶⁰ Աղբյուրը՝ ԱՄՐ տվյալների բազա <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/weodata/index.aspx>:

⁶¹ Այս հարցերին ավելի մանրամասն կանդորառնանք այս գլխի հաջորդ հարցերի և երրորդ գլխի շրջանակներում:

անը, ներկայև մոտակա տարիներին համար կանխատեսվող ցածր տնտեսական անը: **Երկրորդ** պատճառն այն է, որ մեծ պետական պարտքը կարող է բացասաբար ազդել տնտեսական աճի վրա, քանի որ կարող է գործել պարտքի վերածածկի էֆեկտը (debt overhang)⁶² և այլ բացասական գործոններ⁶³, որովհետև զարգացած երկրներում պետական պարտքի բեռը հատել է 90% սահմանը, որից բարձր պարտքը ըստ ոլորտի հեղինակավոր մասնագետների՝ սկսում է բացասաբար ազդել տնտեսական աճի վրա, իսկ զարգացող երկրներում այդ բացասական կապը առկա է նույնիսկ պարտքի բեռի ցածր մակարդակների դեպքում⁶⁴:

Գծապատկեր 7: Պետական պարտքի բեռի և տնտեսական աճի կապը զարգացած և զարգացող երկրներում հետզհետեմային 2010-2014թթ.⁶⁵



⁶² Տես 53-րդ հղումը և **Krugman P.**, Financing vs. forgiving a debt overhang, Journal of Development Economics 29(3), 1988., p. 253–268.

⁶³ Այդ գործոններին ավելի մանրամասն կանդիդատական քննարկումներում գլխի շարադրանքում:

⁶⁴ Տես 53-րդ հղումը և Kumar and Woo (2010), Cechetti, Mohanti and Zampolli (2011), Checherita and Rother (2010), իսկ զարգացող երկրների համար նաև Presbitero (2010) աշխատությունները, որոնց արդյունքներին կանդիդատական քննարկումներում գլխում:

⁶⁵ Աղբյուրը՝ ԱՄՆ տվյալների բազա <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/weodata/index.aspx> և հեղինակի հաշվարկներ:

Յեռն գնաժամայ ին 2010-2014թթ. պետական պարտքի բեռի և տնտեսական աճի միջև կոռելացիոն կապերի ուսումնասիրությունն ից պարզ է դառնում, որ պարտքի բեռի բարձր մակարդակը ուղեկցվում է տնտեսական աճի և բնակչության մեկ շնչի հաշվով ՅՆԱ իրական աճի ցածր մակարդակով և որ դրանց միջև կապը բացասական է և՛ զարգացած, և՛ զարգացող երկրներում (Գծապատկեր 7): Այսինքն՝ այն երկրներում, որտեղ պետական պարտքի 2010-2014թթ. միջին բեռը բարձր է, միջին տնտեսական աճը և մեկ շնչի հաշվով իրական ՅՆԱ-ի միջին աճը ցածր է: Իհարկե կոռելացիոն կապերը նախնական պատկերացում են տալիս այդ կապերի մասին, սակայն չեն բնութագրում պատճառահետևանքային կապերը: Սակայն վերջին տարիներին հրապարակվել են բազմաթիվ հետազոտություններ, որոնցից են նաև վերոնշյալները և որոնք բացահայտում են տնտեսության վրա մեծ պետական պարտքի բեռի բացասական ազդեցության ուղիները:

Այսպիսով պետական պարտքի բեռը դարձել է համաշխարհային մարտահրավեր, իսկ դրանվազեցումը՝ բավական բարդ և խնդրահարույց երևույթ: Պատմականորեն պարտքի բեռի նվազեցման ուղիները եղել են տնտեսական աճը, զսպող հարկաբյուջե տային քաղաքականությունը, անվճարունակությունը և վերակառուցումը, ինֆլյացիան, ֆինանսական ճնշումները (կապիտալի հոսքերի սահմանափակում, տոկոսադրույքների կարգավորում և այլն, financial repression): Ներկայումս ոլորտի մասնագետներն առաջարկում են կառուցվածքային ռեֆորմներով ուղեկցվող զսպող հարկաբյուջե տային քաղաքականությունը և ֆինանսական ճնշումները⁶⁶: Մնացած ուղիները դժվար իրագործելի են ներկայիս ցածր տնտեսական աճի և ֆինանսական շուկաների անկայունության պայմաններում: Մյուս կողմից ևս մեկ մոտեցում է առաջարկվում, ըստ որի երկրները պետք է գնահատեն, թե ինչպիսի գոտիում են գտնվում՝ կանաչ (մեծ պարտք, բայց հարկաբյուջե տային լայն հնարավորություններ), դեղին (որոշ հարկաբյուջե տային հնարավորություններ, բայց պետության բարձր ռիսկայնություն), թե

⁶⁶ **Reinhart C., Rogoff K.**, Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten, IMF Working Paper, 2013.

Reinhart C., Sbrancia B., The Liquidation of Government Debt, NBER Working Paper No. 16893, Cambridge, 2011.

Abbas A., Akitoby B., Andritzky J., Berger H., Komatsuzaki T., Tyson J., Dealing with High Debt in an Era of Low Growth, IMF Staff Discussion Note, September 2013.

կարմիր (մեծ պարտք, բայց հարկաբյուջետային հնարավորությունների բացակայություն)⁶⁷:

Սակայն կարծում ենք, որ մինչ այդ քայլերին անցնելը անհրաժեշտ է նախ բազմակողմանիորեն վերլուծել պետության պարտքային քաղաքականության ութ կարևոր հայեցակարգերի⁶⁸ գործնական կիրառման արդյունքները, երկրորդ՝ գնահատել նախկինում վերցված պարտքի արդյունավետությունը (որը թերևս ամենախնդրահարույց հարցն է բազմաթիվ երկրներում), տնտեսության վրա դրանց ազդեցությունը և ապագայում պարտք վերցնելիս առաջնորդվել դրանց արդյունավետ ծախսման և տնտեսական աճի խթանման նպատակով: Հայաստանի համար այսպիսի հիմնախնդիրներին են նվիրված տնտեսության հաջորդ հարցերի ուսումնասիրությունները:

2.2. Հայաստանի պետական պարտքի բեռի կուտակման փուլերը, տնտեսական գործոնները և մարտահրավերները

Նախորդ հարցի քննարկման ժամանակ անդրադարձանք 21-րդ դարում աշխարհում պարտքի բեռի զարգացման միտումներին և հիմնական մարտահրավերներին, որոնք կարելի է ասել դարձել են համաաշխարհային մարտահրավերներ, որոնցից անմասն չի կարող մնալ գրեթե ոչ մի երկիր, քանի որ գլոբալացումը հասել է այնպիսի մակարդակի, որ աշխարհի տարբեր տարածաշրջաններ միմյանց հետ փոխկապակցված են տնտեսական գրեթե բոլոր փոխանցման ուղիներով: Չնայած անհրաժեշտ է նշել, որ համաաշխարհային զարգացումներին զուգահեռ յուրաքանչյուր երկիր ունի պետական պարտքի ձևավորման, պետական պարտքի բեռի և տնտեսության վրա պետական պարտքի ազդեցության իր անսահմանականությունները:

Այս զարգացումներից գերծ չէ նաև Հայաստանի տնտեսությունը: Եվ այս հարցի ուսումնասիրությունը նվիրված է հենց հիմնականում 21-րդ դարում Հայաստանի պետական պարտքի դինամիկայի քննական

⁶⁷ Ostry D., Ghosh A., Espinoza R., When should public debt be reduced?, IMF staff discussion note, 2015.

⁶⁸ Տես առաջին գլուխ և **Հակոբյան Է.**, Պետական պարտքի և պետության պարտքային ֆինանսավորման հայեցակարգային հարցերի շուրջ, «Բանբեր ՀՊՏՀ», 2015, N2:

ուսու մնասիրությունը: Սակայն Հայաստանի պետական պարտքի և տնտեսական զարգացումների միջև փոխկապվածություն վերաբերյալ ամբողջական պատկերացում ստանալու նպատակով անդրադարձ կատարենք նաև Հայաստանի անկախացումից հետո մինչև 21-րդ դարն ընկած ժամանակահատվածի զարգացումներին:

Անկախություննից հետո Հայաստանը շուկայական համակարգին անցում կատարեց արտաքին պարտքի զրոյական մակարդակով, քանի որ Ռուսաստանը, որպես ԽՍՀՄ իրավահաջորդ, ստանձնեց ԽՍՀՄ բոլոր արտաքին պարտավորությունները: Սակայն շուկայական համակարգին անցումը բավականին բարդ և խոչընդոտներով լի գործընթաց էր, որը պահանջում էր հսկայական ֆինանսական ռեսուրսներ: Իսկ ներքին խնայողությունների ցածր մակարդակի և ֆինանսական շուկայի շատ ցածր զարգացվածություն պայմաններում արտաքին պարտքի ներգրավումն անխուսափելի էր նաև հետևյալ օբյեկտիվ պատճառներով. անկախացումից հետո տնտեսական խորը ճգնաժամը, 1988թ. ավերիչ երկրաշարժը, Ղարաբաղյան պատերազմը, տնտեսական և էներգետիկ շրջափակումը, բնակչությանը պարենով ապահովելու հիմնախնդիրը, էներգառեսուրսների սակավությունը, ենթակառուցվածքների պահպանման և ավելացման համար ներդրումների անհրաժեշտությունը, վճարային հաշվեկշռի ընթացիկ հաշվի մեծ պակասորդը, ազգային արժույթի ներդրումը, օրենսդրական անկատար դաշտը և շուկայական համակարգին անցնելու համար անհրաժեշտ ինստիտուտների ձևավորումը և կայացումը: Թվարկված խնդիրները լուծելու նպատակով առաջին վարկերը ստացվեցին Ռուսաստանից, ԱՄՆ-ից և Եվրամիությունից: 1992թ. Հայաստանը դարձավ ՀԲ, իսկ 1994թ.՝ ԱՄՆ անդամ, և հենց 1994թ. և նաև հետագա տարիներին արտոնյալ վարկեր ներգրավվեցին այդ երկու միջազգային կազմակերպություններից: ՀՀ կառավարությունը վարկեր էր ներգրավում նաև ՀՀ ԿԲ-ից, ինչպես նաև փոխառու միջոցներ ձեռք բերում պարտատոմսերի միջոցով, քանի որ արդեն 1995թ. ձևավորվել և հետագա տարիներին զարգանում էր պետական կարճաժամկետ պարտատոմսերի շուկան⁶⁹: Սակայն պետք է նշել, որ

⁶⁹ **Իսրայելյան Ս.**, Պետական պարտքի բեռը և հարկաբյուջե տային կայունությունը վրա նրա ազդեցությունը գնահատման հիմնախնդիրը, ատենախոսություն, Երևան 2003, էջ 61-63:

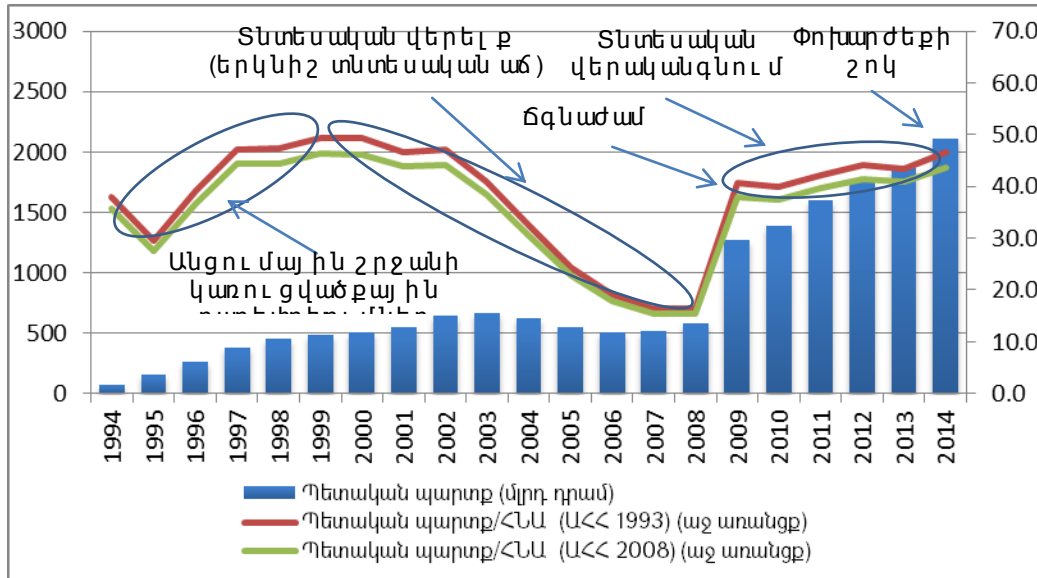
1998թ.-ից օրենսդրությամբ արգելվեց կառավարությանը ԿԲ-ից վարկեր ներգրավել:

Այսպիսով, 1994-1999թթ. կարելի է անվանել **անցումային ժամանակաշրջանի կառուցվածքային բարեփոխումներով սյամանավորված պետական պարտքի կուտակման ժամանակաշրջան**, որի ընթացքում պետական պարտքն ավելացավ 416.2 մլրդ դրամով՝ 1999թ. կազմելով 487.3 մլրդ դրամ, իսկ պարտքի բեռը բնութագրող պետական պարտք/ՆԱ ցուցանիշները աճեցին համապատասխանաբար 11.4 (ԱՅՀ 1993) և 10.6 (ԱՅՀ 2008) տոկոսային կետերով՝ 1999թ. կազմելով համապատասխանաբար 49.3% և 46.3% (տես Գծապատկեր 8):

2000թ. ինչպես Հայաստանի տնտեսության, այնպես էլ պետական պարտքի կուտակման տեսանկյունից որակապես նոր ժամանակաշրջան սկսեց, որը կարելի է բնութագրել որպես **ունտեսական վերելքի ժամանակաշրջան**: 2000-2008թթ. ընդլայնվեցին պարտքի ներգրավման հնարավորությունները: Ներգրավվող արտաքին պարտքի մեջ մեծ կշիռ էին կազմում Չարգացման միջազգային ընկերակցությունից (ՀԲ) ներգրավված վարկերը, որոնք ուղղվեցին ենթակառուցվածքների (տրանսպորտ, էներգետիկա, կրթություն, առողջապահություն, դատական համակարգ, ջրամատակարարման համակարգեր) զարգացմանը և սոցիալական պաշտպանությանն ու աղքատության կրճատման ծրագրերին: Նախկին արտաքին վարկատուներին ավելացան ևս մի քանի վարկատուներ: Կառավարությունը սկսեց վարկեր ներգրավել գյուղատնտեսության զարգացման համար՝ Գյուղատնտեսության զարգացման միջազգային հիմնադրամից, Նավթ արդյունահանող երկրների կազմակերպության (OPEC) միջազգային զարգացման հիմնադրամից և Ասիական զարգացման բանկից (ADB), Էլեկտրաէներգիայի բաշխիչ ցանցերի կառուցելագործման համար՝ Գերմանիայից (KfW) և Ճապոնիայից (JICA): Այդ ժամանակահատվածում զարգացավ նաև ներքին պարտքի շուկան՝ 2004թ. սեպտեմբերին Նախկինում թողարկվող կարժամկետ պարտատոմսերի հետ միասին ՀՀ Ֆինանսների նախարարությունը (այսուհետ՝ ՖՆ) սկսեց թողարկել միջնաժամկետ և երկարաժամկետ արժեկտրոնային պարտատոմսեր, իսկ 2007թ.՝ նաև ինայողական արժեկտրոնային պարտատոմսեր: Իսկ ԿԲ-ը շարունակեց վարկեր ներգրավել ԱՄՆ-ից: Արդյունքում, պետական պարտքն աճեց 2000-2003թթ., այնուհետև նվազեց մինչև 2007թ.՝

պայ մանավորված հիմնականում Ռուսաստանից և ԱՄՆ-ից վերցված վարկերի մարմամբ, և որոշակի աճ գրանցեց նաև 2008թ.՝ 2008թ. կազմելով 584.6 մլրդ դրամ⁷⁰:

Գծապատկեր 8: Պետական պարտքի և պետական պարտքի բեռի դինամիկան 1994-2014թթ.⁷¹



2000-2008թթ. Յայ աս տանը ինչ պես տարածաշրջանում, այնպես էլ աշխարհի նմանատիպ տնտեսական զարգացված ության մակարդակ ունեցող երկրների համեմատ աչքի էր ընկնում իր աննախադեպ տնտեսական զարգացումներով: 2000-2008թթ. ընթացքում ՀՀ ՀՆԱ-ն աճեց միջինում 11.2 %-ով (իրական աճ): Իսկ այդ աճը ուղեկցվում էր բարձր ներքին պահանջարկով՝ կապված բնակարանային շինարարության բուռն հետ, որը ֆինանսավորվում էր դրամական փոխանցումների ներհոսքի հաշվին: Շինարարության բուռն գուզընթաց աճում էին նաև տնտեսության մյուս ճյուղերը՝ արդյունաբերությունը, գյուղատնտեսությունը և ծառայությունները: Տնտեսական երկնիչ աճն ուղեկցվում էր նաև բնակչության կենսամակարդակի բարձրացմամբ: Այսպես, 2000-2008թթ. բնակչության մեկ շնչի հաշվով ՀՆԱ-ն 593.4 դոլարից աճեց ավելի քան 6 անգամ՝ 2008թ. հասնելով 3606.1 դոլար մակարդակին: Այդ նույն ժամանակահատվածում աճեցին նաև

⁷⁰ Աղբյուրը՝ 2000-2008թթ. «ՀՀ պետական պարտքի մասին տարեկան հաշվետվություններ», <http://www.minfin.am/index.php?cat=79&lang=1> :
⁷¹ Աղբյուրը՝ ՀՀ ՀՆԱ և ՀՀ ԱՎԾ տվյալների բազան տարեգրքեր, հեղինակի հաշվարկներ: Հաշվի առնելով, որ ՀՀ ԱՎԾ-ն 2015թ. մայիսին հրապարակել է 2012-2014թթ. ՀՆԱ-ների նոր տվյալներ՝ հաշվարկված Ազգային հաշիվների համակարգ 2008 մեթոդաբանությամբ, մեր կողմից կատարված հաշվարկների հիման վրաս ստացվել է այդ նոր ՀՆԱ-ների պատմական շարքը: Այդ պատճառով գծապատկերում ներկայացված են պետական պարտք/ՀՆԱ երկու ցուցանիշներ:

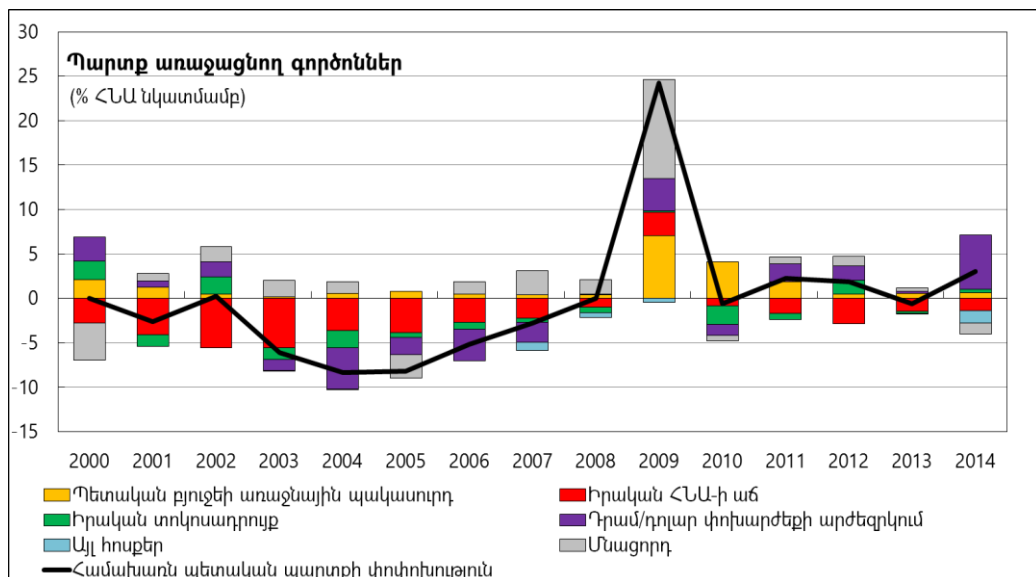
բնակչության իրական աշխատավարձերը, նվազեցին գործազրկությանը և աղքատությանը:

Տնտեսական բարենպաստ զարգացումների արդյունքում պետական պարտքի աճի նկատմամբ տնտեսական առաջանցիկ աճը 2000-2008թթ. հանգեցրեց պարտքի բեռը բնութագրող պետական պարտք/ՅԱ ցուցանիշների կտրուկ նվազման՝ համապատասխանաբար 32.9 և 30.9 տոկոսային կետերով, և 2008թ. այդ ցուցանիշները կազմեցին համապատասխանաբար 16.4% և 15.4% (տես Գծապատկեր 8):

Սակայն տնտեսական աճը միակ գործոնը չէր, որ նպաստեց պետական պարտքի բեռի նվազմանը: Պետական պարտքի բեռի նվազման մյուս գործոնների վերաբերյալ ամբողջական պատկերացում կազմելու նպատակով անհրաժեշտ է պետական պարտք/ՅԱ ցուցանիշի փոփոխությունը տարանջատել ըստ գործոնների, այսինքն՝ կատարել պարտքի գործոնային վերլուծությունը բաց տնտեսության համար պետական պարտք/ՅԱ ցուցանիշի փոփոխությունն արտացոլող առաջին գլխում ներկայացված (17)-րդ հավասարման միջոցով.

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

Գծապատկեր 9: Պետական պարտքի բեռի փոփոխության գործոնային դինամիկան 2000-2014թթ.⁷²



⁷² Աղբյուրը՝ ՀՀ ՏՆ, ԿԲ, ԱԿԾ տվյալների բազաներ, տարեգրքեր և հեղինակի հաշվարկներ: Հաշվարկներում վերցվել են ԱՀՀ 1993 մեթոդաբանությանը հրապարակված ՀՆԱ տվյալները:

2000-2008թթ. երկնիշ տնտեսական աճն ուղեկցվում էր ինչպես բարձր ներքին պահանջարկով, այնպես էլ բարձր արտաքին պահանջարկով՝ պայմանավորված աշխարհում և մասնավորապես Հայաստանի գործընկեր երկրների բարձր տնտեսական աճով: Արտաքին պահանջարկի աճի, ինչպես նաև 2004թ.-ից համաշխարհային շուկայում պղնձի գների աճի պայմաններում Հայաստանի արտահանումը 2000-2008թթ. միջինում աճեց 18.9%-ով: Արտահանման աճին նպաստեց նաև գործընկեր երկրներում և, մասնավորապես, Ռուսաստանում բարենպաստ տնտեսական զարգացումները, որոնք հանգեցրեցին նաև Հայաստան ներհոսող գործոնային եկամուտների՝ միջինում 36% և մասնավոր տրանսֆերտների՝ միջինում 26.1% աճին: Հայաստանի տնտեսական զարգացումները վստահության ստեղծեցին նաև օտարերկրյա ներդրողների շրջանում, որի արդյունքում այդ տարիներին աճեց նաև օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների ներհոսքը դեպի հանքագործական արդյունաբերության, էներգետիկայի, հեռահաղորդակցության և կապի և այլ ոլորտներ: Իսկ արտարժույթի այսպիսի մեծ ներհոսքի հետևանքով տնտեսությանում արտարժույթի առաջարկի աճի, իսկ մյուս կողմից բարձր ներքին պահանջարկի հետևանքով դրամի նկատմամբ պահանջարկի աճի պայմաններում դրամը 2004թ.-ից սկսեց արժևորվել դոլարի նկատմամբ միջինում 13.7%-ով՝ նպաստելով պետական պարտքի բեռի նվազմանը:

Այդ տարիներին պետական պարտքի բեռի նվազմանը նպաստեց նաև բացասական իրական տոկոսադրույթը: Իրական տոկոսադրույթը բացասական էր, քանի որ այդ տարիների պարտքերը հիմնականում արտոնյալ էին, որոնց միջին տոկոսադրույթն ավելի ցածր էր, քան այդ տարիների գնաճը:

Այսպիսով, 2000-2008թթ. պետական պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշի 32.9 տոկոսային կետ նվազմանը ամենամեծ նպաստումն է ունեցել տնտեսական աճը՝ 31.3 տոկոսային կետ, այնուհետև փոխարժեքի արժևորումը՝ 8.4 տոկոսային կետ և բացասական իրական տոկոսադրույթը՝ 2.9 տոկոսային կետ (տես Գծապատկեր 9):

Խտարբերությունն վերոնշյալ գործոնների, հարկաբյուջետային քաղաքականությունը, ունենալով պրոցիկլային ուղղվածություն, նշված տարիներին նպաստել է պարտքի բեռի ավելացմանը, քանի որ պետական բյուջեի առաջնային պակասուրդը պետական պարտք/ՀՆԱ

ցուցանիշի փոփոխությանը 6.6 տոկոսային կետ դրական նպաստում է ունեցել:

2009թ. իրավիճակն անսպասելիորեն փոխվեց. ԱՄՆ-ում հիփոթեքային շուկայի պղպեղակների հետևանքով սկիզբ առած լայնամասշտաբ ֆինանսատնտեսական ճգնաժամից, որը հետագայում տարածվեց նաև Եվրոպայում և ամբողջ աշխարհում, անմասն չմնաց նաև Հայաստանը: Այդ ճգնաժամը հիմնականում փոխանցման տնտեսական ուղիներով խորը ազդեցություն թողեց Հայաստանի տնտեսական զարգացումների վրա՝ բացահայտելով տնտեսության զարգացման մոդելի թերությունները, համաշխարհային զարգացումներից գերկախվածությունը և տնտեսության խոցելի կողմերը:

2009թ. գրանցվեց տնտեսական անկում՝ իրական ՀՆԱ-ն նվազեց 14.1%-ով, որն աննախադեպ էր աշխարհում, անկում արձանագրվեց տնտեսության բոլոր ճյուղերում, բացառությամբ գյուղատնտեսության: ճգնաժամի հետևանքով Հայաստանը կորցրեց բնակչության բարեկեցության երեք տարվա ձեռքբերումները՝ 2009թ. բնակչության մեկ շնչ հաշվով ՀՆԱ-ն 2008թ. նկատմամբ նվազեց շուրջ 26%-ով՝ կազմելով 2666 դոլար, որը նույնիսկ ավելի փոքր էր, քան 2007թ. 2853 դոլար մակարդակը, աճեցին նաև գործազրկությունը և աղքատությունը:

2000-2008թթ. տնտեսական վերելքին նպաստող բոլոր արտաքին գործոնները. արտաքին պահանջարկի, միջազգային շուկայում մետաղների գների, ներհոսող գործույթին եկամուտների և տրանսֆերտների, օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների աճերը ճգնաժամի հետևանքով հակառակ միտում դրսևորեցին, որոնց հետևանքով արտարժույթի առաջարկը կտրուկ նվազեց: Իսկ վերջինս ներքին պահանջարկի նվազման հետևանքով դրամի նկատմամբ պահանջարկի նվազման հետ միասին հանգեցրեց դոլարի նկատմամբ դրամի անվանական փոխարժեքի 15.8% արժեզրկման, որն իր հերթին նպաստեց պետական պարտքի բեռի աճին:

Ճգնաժամի պայմաններում տնտեսության խթանման համար անհրաժեշտ հակացիկլային հարկաբյուջե տային քաղաքականությունն անխուսափելի էր, բայց մյուս կողմից էլ այդպիսի քաղաքականություն իրականացնելու հնարավորությունները սահմանափակ էին, քանի որ ճգնաժամի հետևանքով կրճատվում էին

հարկման բազան և հետևաբար հարկային մուտքերը, նվազում էր մասնավոր հատվածի տնօրինվող եկամուտը, ֆինանսական շուկան զարգացած չէր և այս ամենին գումարվում էր նաև արտաքին հատվածից տրանսֆերտների, ներդրումների, արտահանումից ստացված եկամուտների տեսքով ֆինանսական ներհոսքի կրճատումը: Եվ այս պայմաններում ճգնաժամի հետևանքները մեղմելու նպատակով կառավարությունը ծախսերի աճի միջոցով խթանող հարկաբյուջե տային քաղաքականություն և կարող էր իրականացնել հիմնականում արտաքին պարտքի ներգրավման միջոցով: Այսպես, 2009թ. կառավարությունը խոշոր վարկեր ներգրավեց հիմնականում Ռուսաստանից, Չարգացման միջազգային ընկերակցությունից, ԱՄՆ-ից, Ասիական զարգացման բանկից, Վերակառուցման և զարգացման միջազգային բանկից և ճապոնիայից⁷³: Ներգրավված վարկերն ուղղվեցին խթանող հարկաբյուջե տային քաղաքականության իրականացմանը հետևյալ ուղղություններով.

1. սոցիալական ուղղվածություն և նեցող ծախսեր՝ կենսաթոշակներ և ընտանեկան նպաստներ,
2. կապիտալ ծախսեր ենթակառուցվածքների զարգացման նպատակով,
3. փոքր և միջին ձեռնարկությունների վարկավորում:

Այս գործողությունների հետևանքով 2009թ. պետական բյուջեի պակասուրդը ՀՆԱ-ի նկատմամբ կազմեց 7.6%, իսկ առաջնային պակասուրդը՝ 7.1%՝ 2008թ. համապատասխանաբար 0.7% և 0.4% ցուցանիշների համեմատ:

2009թ. ԿԲ-ը նույնպես վարկ ներգրավեց ԱՄՆ-ից՝ նպատակ ունենալով ճգնաժամի և դրա հետևանքով փոխարժեքի ճշգրտման ազդեցության պայմաններում կայունացնել ֆինանսական համակարգը և ֆինանսավորել ընթացիկ հաշվի մեծ պակասուրդը՝ պահպանելով տնտեսության արտաքին հաշվեկշռվածությունը:

Վերոնշյալ զարգացումների հետևանքով պետական պարտքը 2009թ. կազմեց 1275.6 մլրդ դրամ՝ նախորդ տարվա նկատմամբ աճելով 690.98 մլրդ դրամով: Տնտեսական աճի նկատմամբ պետական պարտքի առաջանցիկ աճը հանգեցրեց պարտքի բեռի ցուցանիշների

⁷³ Աղբյուրը՝ «ՀՀ պետական պարտքի մասին 2009թ. տարեկան հաշվետվություն», <http://www.minfin.am/index.php?cat=79&lang=1>:

վատթարացման՝ պետական պարտք/ՅՆԱ ցուցանիշները աճեցին համապատասխանաբար 24.2 և 22.7 տոկոսային կետերով (որն աննախադեպ էր հետխորհրդային Հայաստանի 18 տարիների պատմության մեջ)՝ կազմելով 40.6% և 38.1% (տես Գծապատկեր 8): Իսկ գործունային տեսանկյունից՝ պարտքի բեռի աճին ամենամեծ նպաստումն ունեցել է առաջնային պակասուրդը՝ 7.1 տոկոսային կետ, այնուհետև դոլարի նկատմամբ դրամի փոխարժեքի արժեզրկումը՝ 3.7 տոկոսային կետ և տնտեսական անկումը՝ 2.6 տոկոսային կետ (տես Գծապատկեր 9):

Այսպիսով, 2009թ. կարելի է բնութագրել որպես **ճգնաժամով պայմանավորված պետական պարտքի կուտակման ժամանակաշրջան:**

Ճիշտ է Հայաստանի կառավարության հակաճգնաժամային միջոցառումները հանգեցրեցին պետական պարտքի կտրուկ աճի, սակայն առանց այդ քայլին գնալու թերևս հնարավոր չէր լինի վերականգնել և խթանել տնտեսական աճը: Արդեն 2010թ. Հայաստանի տնտեսությունը սկսեց աստիճանաբար վերականգնվել և իրական ՅՆԱ-ն աճեց 2.2%-ով: 2011 և 2012թթ. տնտեսական վերականգնումը շարունակվեց. տնտեսական աճի տեմպերն արագացան՝ կազմելով համապատասխանաբար 4.7 և 7.2 %: 2013թ. իրական ՅՆԱ-ն աճեց 3.5%-ով և վերականգնվեց նախաճգնաժամային ՅՆԱ մակարդակը:

Չնայած այս տարիների տնտեսական աճի տեմպերը զիջում էին մինչ ճգնաժամային աճի տեմպերին, սակայն տնտեսական աճի կառուցվածքում տեղի ունեցան որակական տեղաշարժեր՝ տնտեսական աճին սկսեց նպաստել տնտեսության ավելի արտադրողական արտահանելի հատվածը, որն իր մեջ ներառում է արդյունաբերության և գյուղատնտեսության ճյուղերը: Ծառայությունների ճյուղը նույնպես աճում էր այդ տարիներին, իսկ շինարարությունը հիմնականում նվազման միտում ուներ:

Հետճգնաժամային տարիներին տնտեսական այսպիսի վերականգնմանը, բացի կառավարության հակաճգնաժամային միջոցառումներից, դրական նպաստեց նաև արտաքին բարենպաստ միջավայրը, քանի որ տնտեսական վերականգնում էր տեղի ունենում ամբողջ աշխարհում և, մասնավորապես, Հայաստանի գործընկեր երկրներում, իսկ մյուս կողմից համաշխարհային շուկայում աճում էին մետաղների գները: Արտաքին պահանջարկի վերականգնումը և Հայաստանի կառավարության Արտահանմանն ուղղված

արդյունաբերական քաղաքականության և ռազմավարությանը նպաստեցին արտահանման աճի վերականգնմանը, վերականգնվեցեին նաև տրանսֆերտների և գործույնին եկամուտների աճերը, իսկ Հայաստանի տնօրինվող եկամտի աճը նպաստեց ներմուծման աճի վերականգնմանը: Այս պայմաններում 2010-2013թթ. ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ դրամն արժեզրկվեց միջինում 2.9%-ով:

2009թ. հակաճգնաժամային միջոցառումների հետևանքով պետական պարտքի կտրուկ աճը ճիշտ է անխուսափելի էր, սակայն սահմանափակեց հետճգնաժամային ժամանակահատվածում հարկաբյուջե տային քաղաքականության հնարավորությունները: Եվ դա էր պատճառը, որ հարկաբյուջե տային քաղաքականությունն այդ տարիներին ունեցավ զսպող ուղղվածություն՝ նպատակ ունենալով պահպանել պետական պարտքի կայունությունը: Արդյունքում 2010-2013թթ. պետական բյուջեի պակասուրդը ՀՆԱ-ի նկատմամբ 5% մակարդակից նվազեց մինչև 1.7% մակարդակ, իսկ առաջնային պակասուրդ/ՀՆԱ հարաբերակցությունը 4.1%-ից նվազեց մինչև 0.6%:

2014թ. Հայաստանը կանգնեց նոր ներքին և արտաքին տնտեսական և քաղաքական մարտահրավերների առջև.

1. 2014թ. սրվեցին հարաբերությունները աշխարհի գերտերությունների միջև՝ պայմանավորված Ռուսաստանի և Ուկրաինայի միջև հարաբերությունների վատթարացմամբ: Արդյունքը եղավ այն, որ արևմտյան գերտերությունները և Ռուսաստանը փոխադարձ սանկցիաներ սկսեցին կիրառել քաղաքական գործիչների և տնտեսվարող սուբյեկտների նկատմամբ, և այս գործողությունները սահմանափակեցին տնտեսական աճը Հայաստանի հիմնական գործընկերներ համարվող Ռուսաստանում և Եվրամիությունում:

2. Համաշխարհային շուկայում ԱՄՆ կողմից նավթի առաջարկի աճը հանգեցրեց նավթի գների կտրուկ նվազման, որի հետևանքով 2014թ. վերջին եռամսյակում նավթի խոշոր արտահանող Ռուսաստանում արտարժույթի ներհոսքի կտրուկ կրճատման պայմաններում ռուսական ռուբլին կտրուկ արժեզրկվեց ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ և տնտեսական աճի տեմպերը դանդաղեցին:

3. Նավթի համաշխարհային գներին զուգահեռ շարունակեցին նվազել մետաղների և մասնավորապես պղնձի համաշխարհային գները:

4. ԱՄՆ տնտեսություն ան աճի և ԱՄՆ-ում վարվող զսպող դրամավարկային քաղաքականություն պայմաններում ամբողջ աշխարհում դուրսը սկսեց արժևորվել:

5. 2014թ. հոտկտեմբերի 10-ին Յայաստանի, Բելառուսի, Ղազախստանի և Ռուսաստանի նախագահները ստորագրեցին Եվրասիական տնտեսական միությունը Յայաստանի անդամակցության պայմանագիրը, և 2015թ. հունվարի 1-ից Յայաստանը այդ միություն անդամ դարձավ:

6. Կենսաթոշակային բարեփոխումները, որոնք պետք է ընդգրկեին ամբողջ տնտեսությունը, որոշ մասով ձախողվեցին և տարածվեցին միայն պետական հատվածի վրա:

7. Սրվեց լարվածությունը Լեռնային Ղարաբաղի և Ադրբեջանի շփման գծում, որը լրացուցիչ ռիսկեր ստեղծեց Յայաստանի հանդեպ ներդրողների վստահության համար:

Գործընկեր երկրներում և, մասնավորապես, Ռուսաստանում վերոնշյալ բացասական զարգացումների պայմաններում Յայաստանի տնտեսությունում մակրոտնտեսական հաշվեկշռվածությունների էական շեղումներ եղան: Նախ՝ արտաքին պահանջարկի և պրոնի համաշխարհային գների նվազման հետևանքով ապրանքների արտահանման աճը նվազեց՝ 2014թ. կազմելով ընդամենը 1.8%: Երկրորդ՝ Ռուսաստանի տնտեսական աճի և ռուբլու արժեզրկմամբ պայմանավորված Յայաստան ներհոսող գործոնային եկամուտները և տրանսֆերտները կրճատվեցին համապատասխանաբար 7.2%-ով և 9.3%-ով: Երրորդ՝ արտարժույթի ներհոսքի կրճատման պայմաններում դրամը 2014թ. վերջին երկու ամիսների ընթացքում արժեզրկվեց 13.4%-ով, որի արդյունքում դրամ/դուրս միջին փոխարժեքը նախորդ տարվա նկատմամբ արժեզրկվեց 1.5%-ով, իսկ տարեվերջի փոխարժեքը՝ 14.6%-ով: Ընդ որում, 2014թ. դրամն ավելի քիչ չափով արժեզրկվեց դուրսի նկատմամբ, քան գործընկեր երկրների արժույթները, որի արդյունքում Յայաստանը համաշխարհային շուկայում կորցրեց արտահանման գնային մրցունակությունը՝ լրացուցիչ բացասական նպաստում ունենալով արտահանման աճին:

2014թ. հարկաբյուջետային քաղաքականությունը, սահմանափակված լինելով պարտքի կայունության պահպանման նպատակով, տնտեսության վրա ունեցավ թույլ խթանող ազդեցություն: Պետական բյուջեի

պակասուրդը կազմեց ՅՆԱ-ի 2%-ի, իսկ առաջնային պակասուրդը՝ ՅՆԱ-ի 0.6%-ը:

Այս ամենի արդյունքում 2014թ. գրանցվեց համեստ՝ 3.4% տնտեսական աճ, որին դրական նպաստում ունեցան գյուղատնտեսության և ծառայությունների, իսկ բացասական՝ արդյունաբերության և շինարարության ճյուղերը: 2014թ. վերականգնվեց նաև 2008թ. բարեկեցության մակարդակը՝ բնակչության մեկ շնչի հաշվով ՅՆԱ-ն կազմեց 3611 դոլար 2008թ. 3606 դոլարի դիմաց:

Յեռնագնաժամային 2010-2014թթ. ճգնաժամի հետևանքները վերացնելու, Յայաստանի տնտեսության մրցունակությունը բարձրացնելու և ավելի բարձր տնտեսական աճի համար նախապայմաններ ստեղծելու նպատակով՝ կառավարությունը ՅԲ Չարգացման քաղաքականության ծրագրով վարկեր ներգրավեց Չարգացման միջազգային ընկերակցությունից և Վերակառուցման և զարգացման միջազգային բանկից, ԱՄՅ-ից և Եվրամիությունից՝ ներգրավված միջոցներն ուղղելով ենթակառուցվածքների (ճանապարհներ, էներգետիկա, ջրամատակարարում) զարգացմանը և կառուցվածքային բարեփոխումներին: Յյուսիս-հարավ մայրուղու կառուցման նպատակով վարկեր ներգրավվեցին նաև Ասիական զարգացման բանկից: 2013թ. կառավարությունը մուտք գործեց նաև միջազգային շուկա՝ թողարկելով պատմության մեջ իր առաջին միջազգային եվրապարտատոմսերը 700 մլն դոլար ծավալով, որը հեռնագնաժամային տարիներին ստացված ամենամեծ արտաքին պարտքն էր⁷⁴:

Այսպիսով, 2010-2014թթ. կարելի է բնութագրել որպես **տնտեսական վերականգնմամբ պայմանավորված պետական պարտքի կուտակման ժամանակաշրջան**, երբ պետական պարտքն աճեց 833.97 մլրդ դրամով՝ 2014թ. կազմելով 2109.6 մլրդ դրամ, իսկ պետական պարտք/ՅՆԱ ցուցանիշներն աճեցին համապատասխանաբար 6 և 5.5 տոկոսային կետերով՝ 2014թ. կազմելով համապատասխանաբար 46.6% և 43.6%: Իսկ միայն 2014թ. պարտքի բեռը բնութագրող վերոնշյալ ցուցանիշներն աճեցին 3.1 և 2.7 տոկոսային կետերով՝ **պայմանավորվելով հիմնականում փոխարժեքի շուկով** (տես Գծապատկեր 8):

⁷⁴ Աղբյուրը՝ 2010-2014թթ. «ՅՅ պետական պարտքի մասին տարեկան հաշվետվություններ», <http://www.minfin.am/index.php?cat=79&lang=1>:

Գործոնային տեսանկյունից 2010-2014թթ. պետական պարտքի 6 տոկոսային կետ աճին ամենամեծ նպաստումն է ունեցել դոլարի նկատմամբ դրամի փոխարժեքի արժեզրկումը՝ 8.6 տոկոսային կետ, պետական բյուջեի առաջնային պակասուրդը՝ 7.7 տոկոսային կետ: Իսկ տնտեսական աճն ու բացասական իրական տոկոսադրույքը, ընդհակառակը, նպաստել են պարտքի բեռի նվազմանը՝ համապատասխանաբար 8.2 և 1.2 տոկոսային կետ: Միայն 2014թ. վերոնշյալ գործոնները պարտքի բեռին նպաստել են համապատասխանաբար՝ 6.1, 0.7, -1.4 և 0.4 տոկոսային կետ (տես Գծապատկեր 9):

Ինչպես տեսանք Չայաստանի պետական պարտքի բեռը ունեցել է 4 փուլային զարգացումներ՝ անցումային ժամանակաշրջանի կառուցվածքային բարեփոխումներ, տնտեսական վերելք, ճգնաժամ և տնտեսական վերականգնում: Այս փուլային զարգացումների ընթացքում, չնայած պարտքի մեծ կուտակումներին (հատկապես վերջին տարիներին), Չայաստանը վճարունակության խնդիրներ չունեցավ, քանի որ վճարունակությունը բնութագրող ցուցանիշներից պետական պարտք/ՉՆԱ ցուցանիշը այդ տարիներին չի գերազանցել Պետական պարտքի մասին ՅՅ օրենքով սահմանված 50% և 60% շեմերը⁷⁵, իսկ 2013-2014թթ.՝ նաև համաշխարհային ֆինանսական շուկաներին հասանելիություն ունեցող զարգացող երկրների համար սահմանված 50-70% շեմերը⁷⁶:

Պարտքի բեռի վերաբերյալ հնարավորինս ամբողջական պատկերացում կազմելու նպատակով անհրաժեշտ է դիտարկել նաև վճարունակության այնպիսի ցուցանիշներ, ինչպիսիք են արտաքին պետական պարտքի ՉՆԱ-ի (զուտ ներկա արժեք) հարաբերությունը ՉՆԱ-ին, արտահանմանը և պետական բյուջեի եկամուտներին, և իրացվելիությունը բնութագրող արտաքին պետական պարտքի սպասարկման հարաբերությունը արտահանմանը և պետական բյուջեի եկամուտներին: Չափի առնելով, որ մի կողմից պատմականորեն Չայաստան ներհոսող տրանսֆերտները միջինում կազմել են ՉՆԱ-ի 12%-ը և նշանակալի ազդեցություն ունեցել Չայաստանի տնտեսական զարգացումների վրա, իսկ մյուս կողմից դրանք ենթադրում են արտարժույթի մեծ ներհոսք, որը կարող է ծառայել արտաքին պարտքի

⁷⁵ Անհրաժեշտ է նշել, որ Պետական պարտքի մասին ՅՅ օրենքը գործում է 2008թ.:

⁷⁶ Չիժեցնենք, որ Չայաստանը 2013թ. թողարկեց իր առաջին եվրոպարտատոմսերը՝ մտնելով միջազգային շուկա:

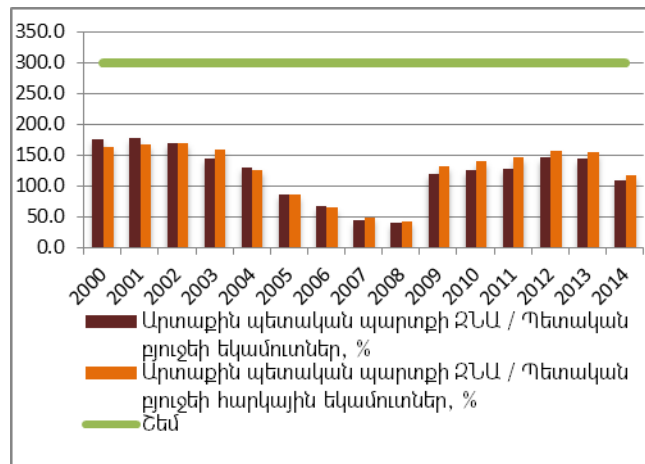
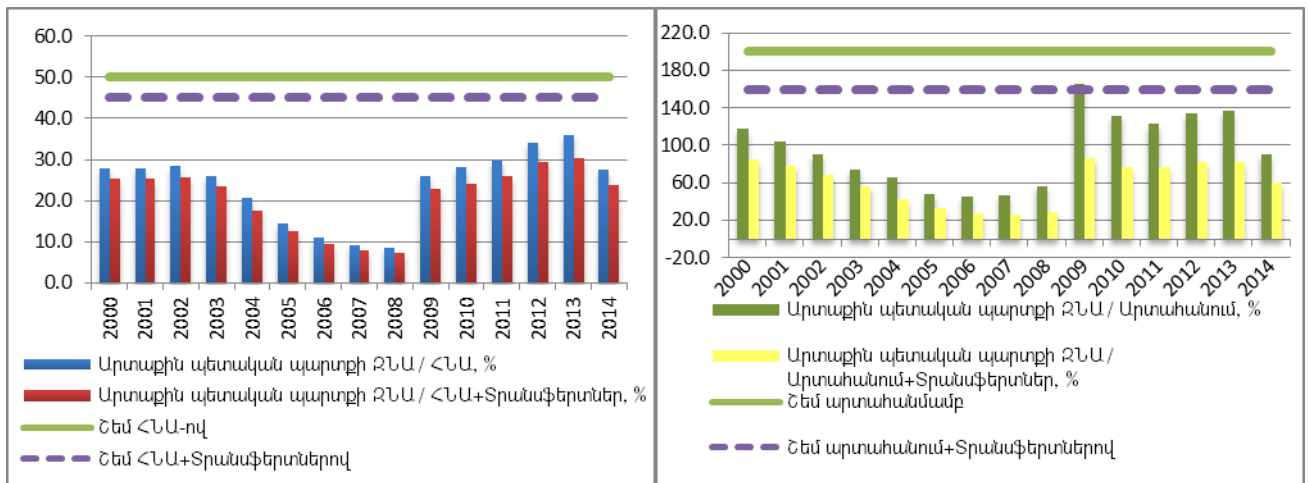
սպասարկման համար և դրամի արժևորման ճանապարհով նպաստել պետական պարտքի բեռի նվազմանը, անհրաժեշտ է դիտարկել նաև արտաքին պետական պարտքի բեռը բնութագրող այնպիսի ցուցանիշներ, որոնց հայտարարներում կիրառվող պարտքի մարման կարողությունը բնութագրող ՀՆԱ-ի և արտահանման ցուցանիշներին կավելացվեն տրանսֆերտների մեծությունը:

2000-2014թթ. պետական հատվածի վճարունակությունը բնութագրող արտաքին պետական պարտքի բեռի բոլոր ցուցանիշները գտնվել են կառավարելիության սահմաններում և չեն գերազանցել միջազգային պրակտիկայում ընդունված արտաքին պետական պարտքի բեռի շեմերը, ընդ որում այդ ցուցանիշները նշված ժամանակահատվածում գրեթե նմանատիպ վարքագիծ են դրսևորել:

2000-2008թթ. արտաքին պետական պարտքի բեռի ցուցանիշները նվազել են՝ պայմանավորված տնտեսական աննախադեպ զարգացումներով, արտոնյալ վարկերի տեսակարար կշռի աճով և փոխարժեքի արժևորմամբ: Այսպես, երկնիշ տնտեսական աճի և տրանսֆերտների ներհոսքի աճի պայմաններում արտաքին պետական պարտքի ՀՆԱ/ՀՆԱ և արտաքին պետական պարտքի ՀՆԱ/ՀՆԱ+տրանսֆերտների ցուցանիշները 2000թ. համապատասխանաբար 27.8% և 25.5% մակարդակներից նվազել են մինչև 8.5% և 7.5%: Արտահանման արագ աճը տրանսֆերտների ներհոսքի աճի հետ մեկտեղ նպաստել են արտաքին պետական պարտքի ՀՆԱ/արտահանում և արտաքին պետական պարտքի ՀՆԱ/արտահանում+տրանսֆերտների ցուցանիշների համապատասխանաբար 60.7 և 55.2 տոկոսային կետ նվազմանը, որոնք 2008թ. կազմել են համապատասխանաբար 56.5% և 28.9%: Այս ժամանակահատվածում պետական բյուջեի եկամուտների առաջանցիկ աճը, որը պայմանավորված էր հիմնականում հարկային եկամուտների աճով, նպաստեց արտաքին պետական պարտքի ՀՆԱ/պետական բյուջեի եկամուտներ և արտաքին պետական պարտքի ՀՆԱ/հարկային եկամուտներ ցուցանիշների զգալի բարելավման, որոնք 2008թ. կազմեցին համապատասխանաբար 38.7% և 41.9% 2000թ. 175.4% և 162.6% ցուցանիշների դիմաց:

Գծապատկեր 10: Պետական հատվածի վճարունակությունը բնութագրող արտաքին պետական պարտքի բեռի ցուցանիշները 2000-2014թթ.⁷⁷

⁷⁷ Աղբյուրը՝ ՀՀ ՏՆ և ՀՀ ԱՎԾ տվյալների բազա, տարեգրքեր և հեղինակի հաշվարկներ: Հաշվարկներում վերցվել են ԱՀՀ 1993 մեթոդաբանությամբ հրապարակված ՀՆԱ տվյալները:



Սակայն 2009թ. ճգնաժամով և հետագա 2010-2013թթ. տնտեսական վերականգնմամբ և փոխարժեքի արժեզրկմամբ պայմանավորված՝ արտաքին պարտքի բեռի վերոնշյալ ցուցանիշները կտրուկ աճեցին 2009թ. և շարունակեցին աճել նաև 2010-2013թթ.: Այսպես 2013թ. արտաքին պետական պարտքի ՉՆԱ/ՎՆԱ և արտաքին պետական պարտքի ՉՆԱ/ՎՆԱ+տրանսֆերտներ ցուցանիշները կազմեցին 35.8% և 30.5%, արտաքին պետական պարտքի ՉՆԱ/արտահանում և արտաքին պետական պարտքի ՉՆԱ/արտահանում+տրանսֆերտներ ցուցանիշները՝ 136.8% և 81.8%, իսկ պետական պարտքի ՉՆԱ/պետական բյուջեի եկամուտներ և արտաքին պետական պարտքի ՉՆԱ/հարկային եկամուտներ ցուցանիշները՝ 143% և 153.1%:

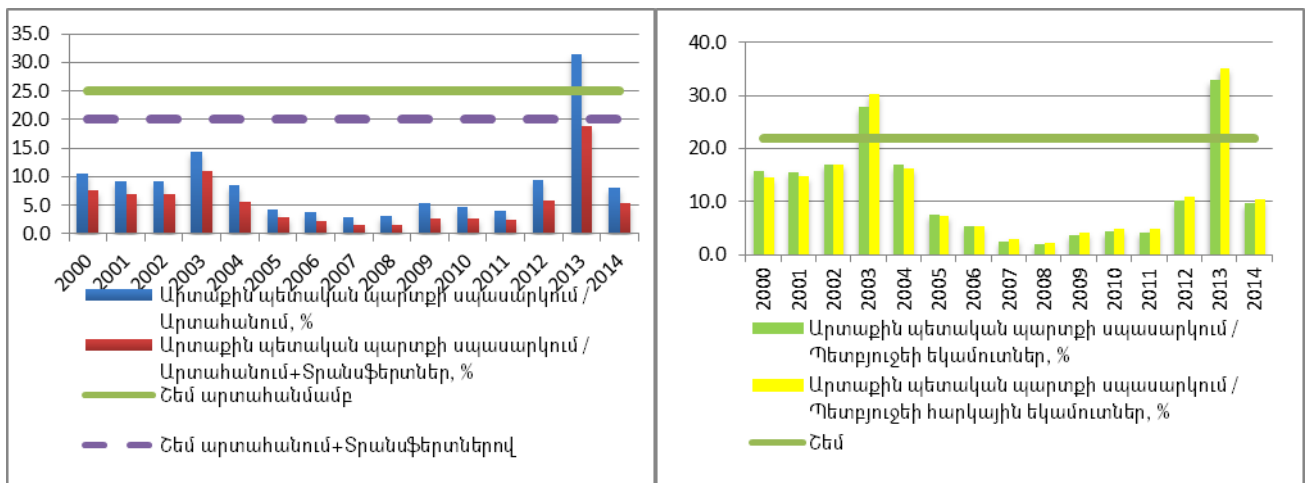
2014թ. արտաքին պետական պարտքի բեռը բնութագրող վերոնշյալ ցուցանիշները համադրելի չեն նախորդ տարիների հետ, քանի որ փոխվել է արտաքին պետական պարտքի ՉՆԱ-ի հաշվարկման

մեթոդաբանությամբ⁷⁸, հետևաբար հնարավոր է եզրակացնել, թե այդ ցուցանիշները բարելավվել են, թե վատթարացել:

2000-2014թթ. պետական հատվածի իրացվելիությունը բնութագրող արտաքին պետական պարտքի բեռի ցուցանիշները գրեթե վճարունակության ցուցանիշների վարքագիծն են դրսևորել, և նույնպես հիմնականում գտնվել են կառավարելիության սահմաններում, բացառությամբ 2003 և 2013թթ.:

2000-2003թթ. իրացվելիությունը բնութագրող ցուցանիշները աճի միտում են ունեցել և կտրուկ աճել հատկապես 2003թ., որը պայմանավորված էր անցումային շրջանի կառուցվածքային բարեփոխումների ֆինանսավորման նպատակով ներգրավված պարտքի սպասարկմամբ: Ճիշտ է 2003թ. արտաքին պետական պարտքի սպասարկում/արտահանում և արտաքին պետական պարտքի սպասարկում/արտահանում+տրանսֆերտներ ցուցանիշները չեն գերազանցել միջազգային պրակտիկայում ընդունված շեմերը, սակայն արտաքին պետական պարտքի սպասարկում/պետական բյուջեի եկամուտներ և արտաքին պետական պարտքի սպասարկում/հարկային եկամուտներ ցուցանիշները գերազանցել են 22% շեմը՝ կազմելով համապատասխանաբար 27.9% և 30.4%:

Գծապատկեր 11: Պետական հատվածի իրացվելիությունը բնութագրող պետական պարտքի բեռի ցուցանիշները 2000-2014թթ.⁷⁹



Այնուհետև իրացվելիության ցուցանիշներն նվազել են մինչև 2008թ., իսկ 2009թ. աստիճանաբար սկսել են աճել՝ 2013թ. հասնելով

⁷⁸ Տե՛ս՝ www.minfin.am/index.php?cat=79&lang=1: 2014թ. տարեկան հաշվետվություն, Էջ 8,

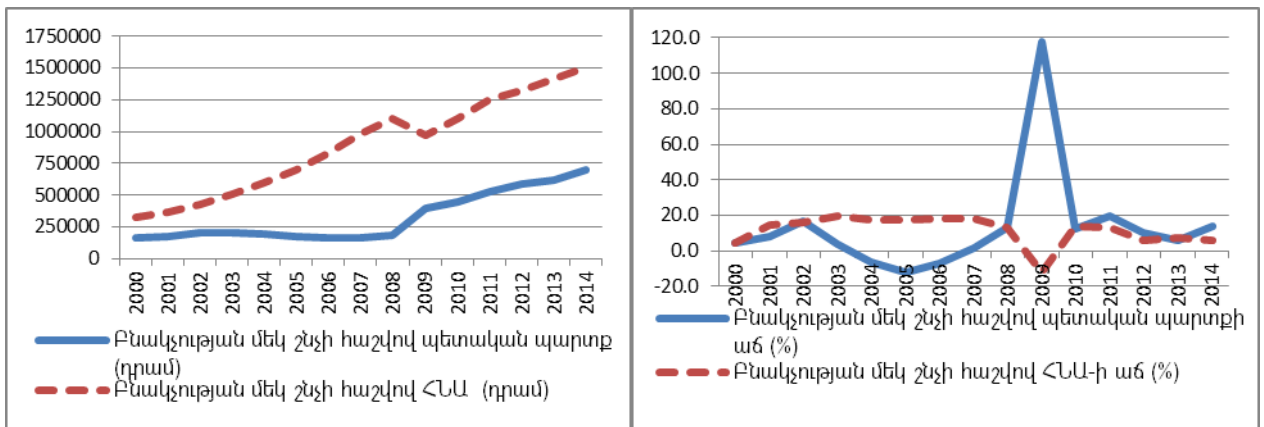
⁷⁹ Աղբյուրը՝ ՀՀ ՖՆ և ՀՀ ԱԿՃ տվյալների բազա, տարեգրքեր և հեղինակի հաշվարկներ:

առավել ազդեցուն մակարդակին: 2013թ. վերոնշյալ բոլոր ցուցանիշները, բացառությամբ արտաքին պետական պարտքի սպասարկում/արտահանում+տրանսֆերտներ ցուցանիշի, գերազանցել են ռիսկայնության շեմերը՝ պայմանավորված Ռուսաստանի Դաշնության նկատմամբ 2009թ. հակաճգնաժամային միջոցառումների ֆինանսավորման համար վերցված պարտքի վաղաժամկետ մարմամբ: Այսպես, արտաքին պետական պարտքի սպասարկում/արտահանում ցուցանիշը 2013թ. կազմեց 31.5%՝ գերազանցելով 25% շեմը, իսկ արտաքին պետական պարտքի սպասարկում/պետական բյուջեի եկամուտներ և արտաքին պետական պարտքի սպասարկում/հարկային եկամուտներ ցուցանիշները կազմել են համապատասխանաբար 32.9% և 35.2%՝ գերազանցելով 22% շեմը: Սակայն 2014թ. իրացվելիության վերոնշյալ բոլոր ցուցանիշները նվազել են՝ գտնվելով կառավարելիության սահմաններում:

Պրակտիկայում առավել տարածված վերոնշյալ ցուցանիշների միջոցով պետական պարտքի բեռի դինամիկայի ուսումնասիրության նկատմամբ պարզ դարձավ, թե պետական պարտքը որ գործոնների նկատմամբ է զգայուն և հատկապես, որ ճգնաժամից հետո պետական պարտքի բեռը կտրուկ ավելացավ և շարունակում է աճել: Սակայն կարծում ենք, որ այդ ցուցանիշները դեռևս ամբողջական պատկերացում չեն տալիս պետական պարտքի իրական բեռի և իրական մարտահրավերների վերաբերյալ և անհրաժեշտ է ուսումնասիրել լրացուցիչ ցուցանիշներ: Մեր կարծիքով անհրաժեշտ է ուսումնասիրել բնակչության մեկ շնչի հաշվով և մեկ զբաղվածի հաշվով պետական պարտքի ցուցանիշները՝ գույքահեռներ տանելով բնակչության մեկ շնչի հաշվով և մեկ զբաղվածի հաշվով ՅՆԱ-ի ցուցանիշների հետ, ինչպես նաև պետական պարտք/ներուժային ՅՆԱ ցուցանիշը:

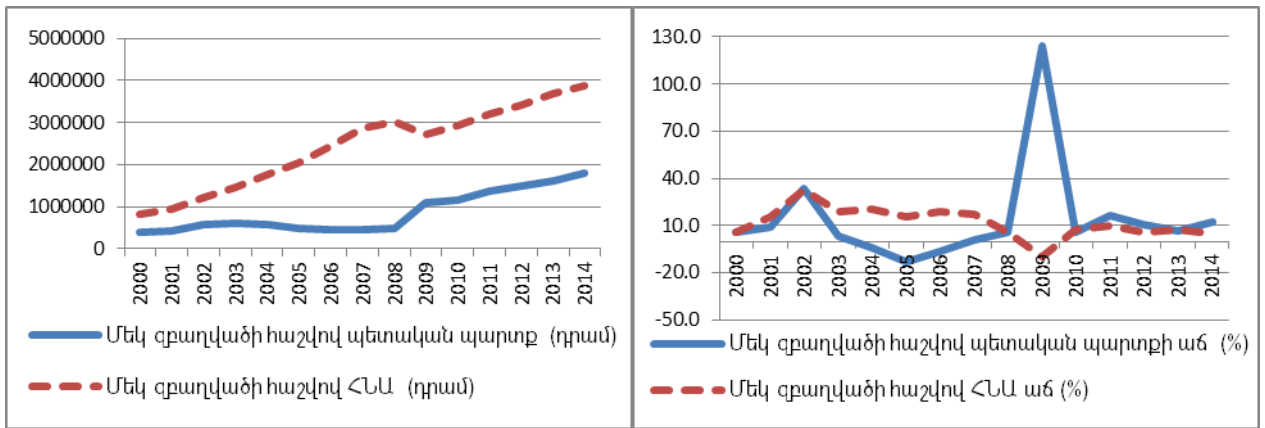
Գծապատկեր 12: Բնակչության մեկ շնչի հաշվով պետական պարտքի և ՅՆԱ-ի համեմատական դինամիկան 2000-2014թթ.⁸⁰

⁸⁰ Աղբյուրը՝ ՀՀ ՏՆ և ՀՀ ԱՎԾ տվյալների բազա, տարեգրքեր և հեղինակի հաշվարկներ: Հաշվարկներում վերցվել են ԱՀՀ 1993 մեթոդաբանությամբ հրապարակված ՅՆԱ տվյալները:



2000-2008թթ. Հայաստանի բնակչության մեկ շնչի հաշվով ՀՆԱ-ի արագ աճի պայմաններում բնակչության մեկ շնչի հաշվով պետական պարտքը կայուն է եղել 2000-2004թթ., այնուհետև նվազել մինչև 2008թ.՝ 2008թ. կազմելով շուրջ 1.1 մլն դրամի դիմաց: Մեկ շնչի հաշվով պետական պարտքի բեռի այսպիսի նվազումը պայմանավորված էր այդ ժամանակաշրջանում բնակչության կայուն թվաքանակով՝ 3.2 մլն մարդ և ինչպես արդեն նշել ենք պետական պարտքի նվազմամբ: Սակայն մեկ շնչի հաշվով պետական պարտքի բեռը կտրուկ վատթարացավ 2009թ. ճգնաժամի հետևանքով և շարունակեց վատթարանալ նաև 2010-2014թթ.: Այս ժամանակահատվածում պետական պարտքի աճին գուցա հեռավոր պետական պարտքի բեռի աճին նպաստեց նաև հետճգնաժամային տարիներին Հայաստանի տնտեսության խրոնիկ հիվանդությունն դարձած արտագաղթի հետևանքով բնակչության թվաքանակի նվազումը: Այսպես, 2009-2014թթ. բնակչության մեկ շնչի հաշվով պետական պարտքն աճեց 519 հազար դրամով՝ 2014թ. կազմելով մոտ 700 հազար դրամ, այն պայմաններում, երբ մեկ շնչի հաշվով ՀՆԱ-ն աճեց ավելի քիչ 398.5 հազար դրամով՝ 2014թ. կազմելով 1.5 մլն դրամ: Ընդ որում եթե վերոնշյալ երկու ցուցանիշները դիտարկենք աճերի տեսանկյունից, ապա կարելի տեսնել, որ պարտքի բեռն հետճգնաժամային տարիներին իսկապես անհանգստացնող և ռիսկային է, քանի որ հետճգնաժամային 2010-2014թթ. մեկ շնչի հաշվով պետական պարտքը միջինում աճել է 12.3%-ով՝ գերազանցելով մեկ շնչի հաշվով ՀՆԱ-ի 9.2% միջին աճին:

Գծապատկեր 13: Մեկ զբաղվածի հաշվով պետական պարտքի և ՀՆԱ-ի համեմատական դինամիկան 2000-2014թթ.⁸¹



Եթե ուսումնասիրենք մեկ զբաղվածի հաշվով պետական պարտքի և ՀՆԱ-ի դինամիկաները, ապա կտեսնենք, որ այդ ցուցանիշները նույնպես գրեթե դրսևորել են նախորդ ցուցանիշների վարքագիծը՝ ևս մեկ անգամ ընդգծելով, որ պետական պարտքն իսկապես անհանգստացնող է և ռիսկային: Այսպես, ճգնաժամից հետո զբաղվածների թվաքանակի նվազման և պետական պարտքի աճի հետևանքով մեկ զբաղվածի հաշվով պետական պարտքն աճել է 1.31 մլն դրամով՝ 2014թ. կազմելով 1.8 մլն դրամ, իսկ մեկ զբաղվածի հաշվով ՀՆԱ-ն աճել է 852 հազար դրամով՝ 2014թ. կազմելով 3.87 մլն դրամ: Իսկ 2010-2014թթ. նշված ցուցանիշների միջին աճերը կազմել են համապատասխանաբար 10.3% և 7.3%: Այսինքն՝ մեկ զբաղվածի հաշվով պետական պարտքը գերազանցել է տնտեսության արտադրողականությանը:

Մեկ շնչի հաշվով պետական պարտքի բեռի այսպիսի վարքագիծը մարտահրավերներ է ստեղծում ինչպես տնտեսության, այնպես էլ կառավարության համար: Իսկ եթե այս խնդիրներին ավելացնենք նաև այն, որ հետճգնաժամային տարիներին ծնելիության նվազման հետևանքով նվազում է բնակչության բնական աճը և երիտասարդների արտագաղթի հետևանքով բնակչության կառուցվածքում աստիճանաբար մեծանում է տարեցների կշիռը, կամ այլ կերպ ասած տեղի է ունենում բնակչության ծերացում, ապա պարտքի բեռի այսպիսի միտումների դեպքում Հայաստանը կարող է մոտ ապագայում բախվել ռիսկային

⁸¹ Աղբյուրը՝ ՀՀ ՖՆ և ՀՀ ԱՎԾ տվյալների բազա, տարեգրքեր և հեղինակի հաշվարկներ: Հաշվարկներում վերցվել են ԱՀՀ 1993 մեթոդաբանությանը հրապարակված ՀՆԱ տվյալները:

հիմնախնդիրների: Այսպիսի զարգացումները կարող են ծնել հետևյալ մարտահրավերները.

1. Տարիների ընթացքում պարտքի բեռը շարունակում է ընկնել ավելի քիչ մարդկանց և ավելի քիչ զբաղվածների «ուսերին», որի հետևանքով ներկայիս պարտքը կարող է իսկապես մեծ բեռ դառնալ ապագայում:

2. Վերոնշյալ զարգացումների հետևանքով ապագայում հավանական է սոցիալական ծախսերի մեծացումը, որը լրացուցիչ բեռ կարող է դնել պետական բյուջեի վրա՝ սահմանափակելով կառավարության՝ կապիտալ ներդրումներ կատարելու հնարավորությունները և հետևաբար երկարաժամկետ տնտեսական աճը:

3. Սոցիալական ծախսերի աճը կարող է լրացուցիչ պետական պարտքի ներգրավման անհրաժեշտություն առաջացնի՝ ստեղծելով լրացուցիչ բեռ:

4. Պետական պարտքի բեռի այսպիսի զարգացումներն իրենց հերթին ապագայում կարող են հարկերի բարձրացման պատճառ դառնալ, և կարող է գործել տնտեսության վրա հարկերի խեղաթյուրող էֆեկտը, որն էլ նորից կարող է զսպել տնտեսական աճը:

Ուշադրության արժանի պետական պարտքի բեռի մյուս կարևոր ցուցանիշը պետական պարտք/ներուժային ՅՆԱ հարաբերակցությունն է: Այս ցուցանիշը հաշվարկելու համար մեր կողմից գնահատվել է ներուժային իրական ՅՆԱ և ներուժային դեֆլյատոր, որոնց հիման վրա էլ հաշվարկվել են ներուժային անվանական ՅՆԱ: Ներուժային իրական ՅՆԱ-ի գնահատվել է Eviews 9 էկոնոմետրիկ ծրագրային փաթեթի միջոցով՝ կիրառելով Յոդրիկ-Պրեսկոտի (HP) վիճակագրական ֆիլտրը⁸² և Կալմանի տնտեսավիճակագրական ֆիլտրի երեք տարատեսակները⁸³ չդիտարկվող փոփոխականներով, Օուքենի օրենքի և ֆիլիպսի կորի հավասարման միջոցով գնահատված ֆիլտրերը, իսկ ներուժային դեֆլյատորի գնահատման համար՝ Յոդրիկ-Պրեսկոտի ֆիլտրը⁸⁴:

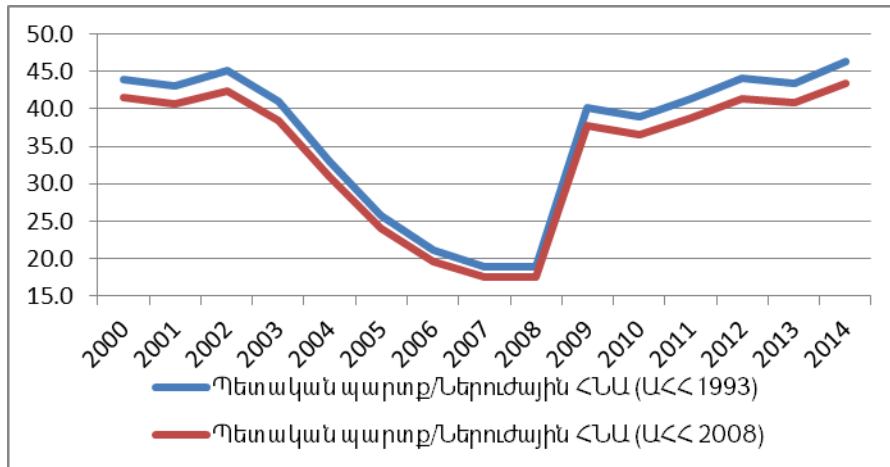
⁸² Hodrick R. J., Prescott E. C., Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation, Journal of Money, Credit, and Banking. Vol. 29, No. 1, February 1997, pp. 1–16.

⁸³ Harvey A. C., Forecasting, structural time series models and the Kalman filter, Cambridge University Press, Cambridge, UK, 1991.

⁸⁴ Հայաստանի համար օգտագործված ֆիլտրերը և դրանց պարամետրերը մանրամասն ներկայացված են Հավելված 2-ում:

Գնահատված պետական պարտք/ներուժային ՅՆԱ ցուցանիշի դինամիկան ներկայացված է Գծապատկեր 14– ում:

Գծապատկեր 14: Պետական պարտք/ներուժային ՅՆԱ ցուցանիշի դինամիկան 2000-2014թթ.⁸⁵



Ինչպես տեսնում ենք վերոնշյալ գծապատկերից, պետական պարտք/ներուժային ՅՆԱ ցուցանիշները 2000-2014թթ. դրսևորել են նույն վարքագիծը, ինչ պետական պարտք/ՅՆԱ ցուցանիշները, սակայն տարբեր ժամանակաշրջաններում տարբերվել է դրանցից իրենց մակարդակներով: Այսպես, 2000-2003թթ. պետական պարտք/ներուժային ՅՆԱ ցուցանիշները փոքր են եղել պետական պարտք/ՅՆԱ ցուցանիշներից՝ 2003թ. կազմելով 40.9% (ԱՀՀ 1993) և 38.4% (ԱՀՀ 2008), քանի որ փաստացի ՅՆԱ-ն այդ ժամանակահատվածում ցածր է եղել ներուժային ՅՆԱ-ից: 2004-2008թթ., հակառակը, այդ ցուցանիշներով բնութագրվող պետական պարտքի բեռը ավելի մեծ է եղել՝ 2004թ. 32.9 և 30.9%-ներից նվազելով և հասնելով 18.9 և 17.6%-ների, քանի որ տնտեսությանը գտնվել է վերելքի փուլում՝ փաստացի ՅՆԱ-ն մեծ է եղել ներուժային ՅՆԱ-ից: 2009թ. ճգնաժամի և հետագա 2010-2014թթ. տնտեսության վերականգնման տարիներին մեր կողմից գնահատված պետական պարտք/ներուժային ՅՆԱ ցուցանիշները փոքր են եղել պետական պարտք/ՅՆԱ ցուցանիշներից՝ 2009թ. 40.2% և 37.7% մակարդակներից 2014թ. հասնելով 46.4% և 43.4% մակարդակների, քանի որ այդ ժամանակահատվածում փաստացի ՅՆԱ-ն 2009թ. անկումից հետո շարունակել է ցածր մնալ ներուժային ՅՆԱ-ից: Այս ցուցանիշները

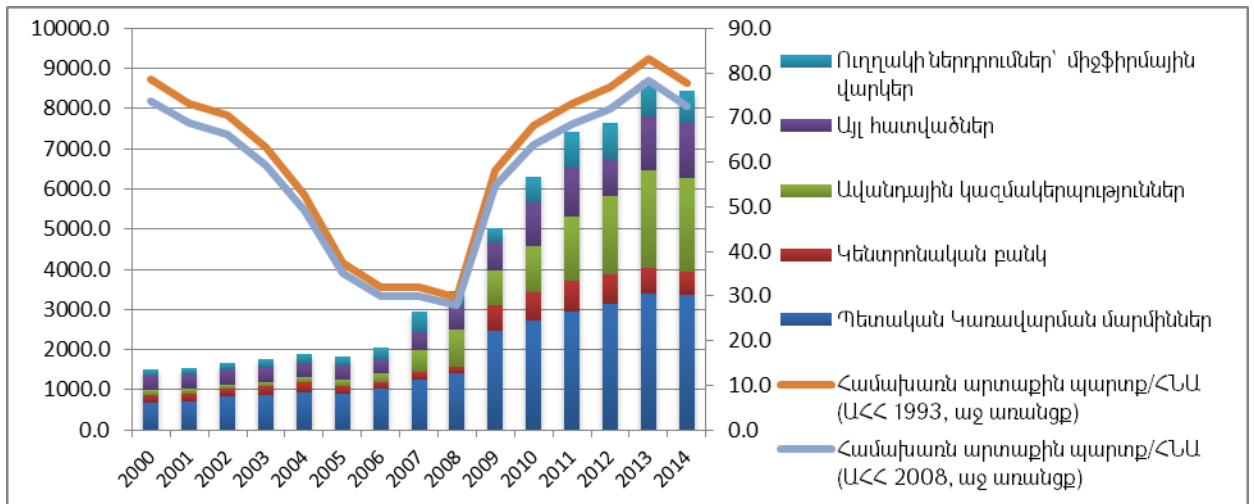
⁸⁵ Աղբյուրը՝ ՀՀ ՖՆ և ՀՀ ԱԿՃ տվյալների բազա, տարեգրքեր և հեղինակի հաշվարկներ:

Նույնպես հաստատում են, որ պարտքի բեռը հետճգնաժամային ժամանակահատվածում իսկապես անհանգստացնող է և կարող է ավելի խորացնել վերոնշյալ ռիսկերը, քանի որ 2009թ. ճգնաժամից հետո պետական պարտքի աճը նույնիսկ գերազանցել է ներուժային ՀՆԱ-ի աճին, որի արդյունքում պետական պարտք/ներուժային ՀՆԱ ցուցանիշները վերջին տարիներին շարունակաբար աճում են:

Չնայած ինչպես միջազգային պրակտիկայում առավել լայն տարածում ունեցող ցուցանիշների, այնպես էլ ուսումնասիրված լրացուցիչ ցուցանիշների միջոցով Հայաստանի պետական պարտքի բեռի ուսումնասիրությունը թույլ տվեց բացահայտել պետական պարտքի բեռի հիմնական միտումները, այն պայմանավորող գործոնները և դրանից բխող մակրոտնտեսական մարտահրավերները, այնուամենայնիվ կարծում ենք՝ պետական պարտքի բեռի վերաբերյալ պատկերը ամբողջացնելու նպատակով անհրաժեշտ է այն ուսումնասիրել նաև արտաքին աշխարհի նկատմամբ Հայաստանի ընդհանուր պարտավորվածության համակարգում՝ այսինքն զուգահեռներ տանելով ոչ ռեզիդենտների նկատմամբ մասնավոր հատվածի պարտքի զարգացման միտումների հետ:

Հետճգնաժամային 2000-2008թթ. տնտեսական վերելքի տարիներին արտաքին պետական պարտքի աճին զուգահեռ ավելի արագ տեմպերով աճել է նաև մասնավոր հատվածի արտաքին պարտքը, որի արդյունքում համախառն արտաքին պարտքն աճել է 130.8%-ով՝ 2008թ. կազմելով 3462 մլն ԱՄՆ դոլար: Սակայն տնտեսական երկնիշ աճն ու դոլարի նկատմամբ դրամի փոխարժեքի արժևորումը այդ ժամանակահատվածում նպաստեցին համախառն արտաքին պարտքի բեռի նվազմանը, որի արդյունքում համախառն արտաքին պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշները կտրուկ նվազեցին՝ 2008թ. կազմելով 29.7% (ԱՀՀ 1993) և 27.8% (ԱՀՀ 2008) 2005թ. համապատասխանաբար 78.5% և 73.6% մակարդակների դիմաց: Ընդ որում այդ ժամանակահատվածում արտաքին մասնավոր պարտքի կառուցվածքում աճել է բանկային հատվածի արտաքին պարտքի տեսակարար կշիռը, իսկ տնտեսության իրական հատվածի ձեռնարկությունների արտաքին պարտքի և միջֆիրմային վարկի կշիռները նվազել են:

Գծ ապատկեր 15: Համախառն արտաքին պարտքի (մլն դոլար) և դրա բեռի դինամիկան 2000-2014թթ.⁸⁶



2009թ. իրավիճակը կտրուկ փոխվեց՝ ճգնաժամով պայմանավորված մասնավոր հատվածի արտաքին պարտք ներգրավվելու հնարավորությունները կտրուկ սահմանափակվեցին, որի արդյունքում արտաքին մասնավոր պարտքը որոշ չափով՝ 2.4%-ով աճեց, իսկ արտաքին պետական պարտքը տնտեսության խթանման անհրաժեշտությունից ելնելով կտրուկ աճեց, որի արդյունքում համախառն պետական պարտքն աճեց 45.5%-ով՝ կազմելով 5036.2 մլն դոլար: Իսկ պարտքի բեռը նույնպես կտրուկ աճեց՝ համախառն արտաքին պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշները հասան համապատասխանաբար 58.2% և 54.6% մակարդակների:

Հետճգնաժամային 2010-2014թթ. տնտեսական վերականգնման տարիներին համախառն արտաքին պարտքը սկսեց դրսևորել բավական մտահոգիչ և ռիսկային վարքագիծ, քանի որ աճող արտաքին պետական պարտքի ռիսկերին ավելացան մասնավոր հատվածի արտաքին պարտքի բավական բարձր աճի տեմպերը: Այսպես, այդ ժամանակահատվածում արտաքին մասնավոր պարտքն աճեց միջինում 20%-ով այն պայմաններում, երբ արտաքին պետական պարտքը միջինում աճում էր 5%-ով. արդյունքում համախառն արտաքին պարտքի կառուցվածքում մասնավոր պարտքի տեսակարար կշիռը 2010թ. 45.5%-ից աճեց մինչև 2014թ. 53.5% մակարդակ, իսկ արտաքին պետական պարտքը՝ 2010թ. 54.5%-ից նվազեց մինչև 2014թ. 46.5% մակարդակ: Այս պայմաններում համախառն արտաքին պարտքը հետճգնաժամային տարիներին աճեց 2145.7 մլն

⁸⁶ Աղբյուրը՝ ՀՀ ՖՆ և ՀՀ ԱՎՃ տվյալների բազա, տարեգրքեր և հեղինակի հաշվարկներ:

դուլ արով, որի մեծ մասը՝ 1651.7 մլն դուլ արը մասնավոր արտաքին պարտքի հաշվին՝ 2014թ. կազմելով 8452.3 մլն դուլ ար: Իսկ արտաքին պարտքի բեռը տնտեսական աճի նկատմամբ արտաքին պարտքի առաջանցիկ աճի և փոխարժեքի արժեզրկման պայմաններում աճեց մինչև 2013թ., իսկ 2014թ. փոքր ինչ նվազեց՝ համախառն արտաքին պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշները 2014թ. համապատասխանաբար կազմեցին 77.6% և 72.6%՝ հասնելով գրեթե 2000թ. մակարդակին: Նշենք նաև, որ մասնավոր հատվածի արտաքին պարտքի աճը այդ տարիներին հիմնականում պայմանավորված էր բանկային հատվածի արտաքին պարտքի աճով: Այդ տարիներին աճում էին նաև ձեռնարկությունների արտաքին պարտքը, իսկ միջֆիրմային վարկը նվազում էր օտարերկրյա ներդրումների նվազմանը զուգահեռ:

Համախառն արտաքին պարտքի և, մասնավորապես, մասնավոր հատվածի արտաքին պարտքի վերջին տարիների այսպիսի վարքագիծը վերոնշյալ վերլուծությունների արդյունքում բացահայտված ռիսկերին և մարտահրավերներին ավելացնում է ևս մի քանի մարտահրավերներ ինչպես կառավարության, այնպես էլ ամբողջ տնտեսության համար: Արտաքին պարտքի այսպիսի միտումները.

1. մեծացնում են արտաքին աշխարհում Հայաստանի ռիսկայնությունը՝ բացասական ազդեցություն ունենալով Հայաստանի միջազգային վարկանիշների վրա,
2. օտարերկրյա ներդրողների մոտ նվազեցնում են Հայաստանում ներդրումներ կատարելու վստահությունը,
3. սահմանափակում են ապագայում ինչպես մասնավոր, այնպես էլ պետական հատվածի կողմից արտաքին վարկերի ներգրավման հնարավորությունները,
4. ստեղծում են ընթացիկ հաշվի ֆինանսավորման ռիսկեր՝ ծանրաբեռնվածություն գցելով պետական պարտքի վրա,
5. ստեղծում են պայմանական պարտավորություններ կառավարության համար, քանի որ բանկային հատվածի աճող վարկերը ապագայում կարող են մեծացնել պետական պարտքը:

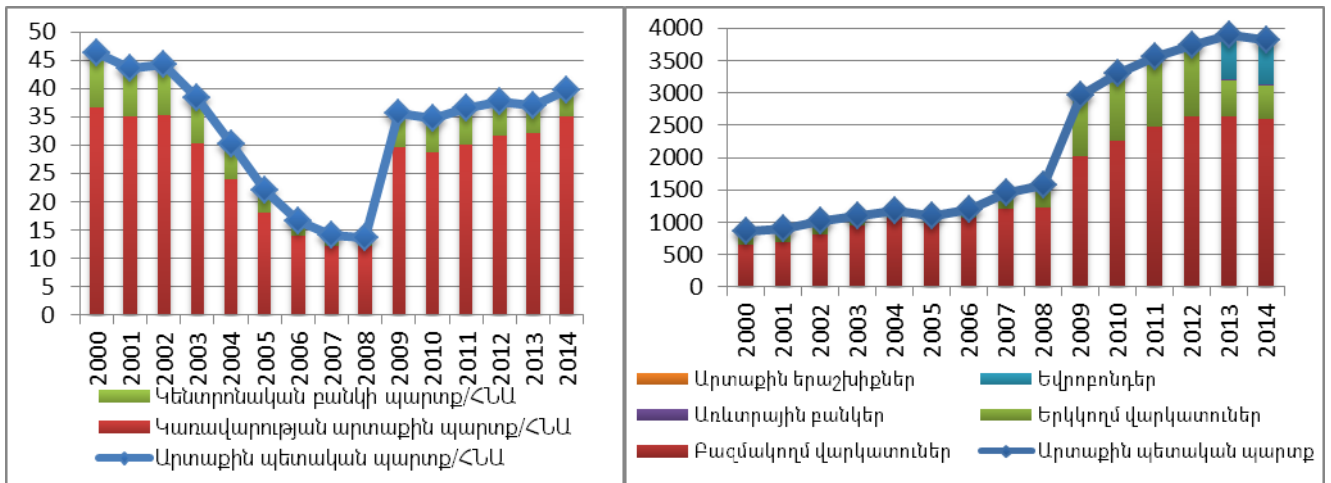
2.3. Հայ աստանի արտաքին և ներքին պետական պարտքը և պետական պարտքի կառավարման հիմնախնդիրները

Հայ աստանի պետական պարտքի դինամիկայի ուսումնասիրության ժամանակ մենք անդրադարձանք պետական պարտքի ընդհանուր բեռից բխող մակրոտնտեսական մարտահրավերներին, տնտեսության և կառավարության համար հնարավոր ռիսկերին: Սակայն, ինչպես արդեն նշել ենք, պետական պարտքի վերաբերյալ առավել ամբողջական պատկերացում կազմելու նպատակով անհրաժեշտ է նաև ուսումնասիրել նրա կառուցվածքը և որակական ասպեկտները, այսինքն՝ վերլուծել արտաքին և ներքին պետական պարտքերի և դրանց տարբեր ասպեկտները բնութագրող ցուցանիշների միտումները և բացահայտել հիմնական ռիսկերը: Այս հարցի ուսումնասիրության շրջանակներում կանդրադառնանք հետևյալ հարցերին:

Պատմականորեն Հայ աստանի պետական պարտքի առյուծի բաժինը կազմել է արտաքին պետական պարտքը, սակայն 2000-2014թթ. ընթացքում պարտքի կառուցվածքը փոփոխվել է: Այսպես 2000-2008թթ. տնտեսական բարենպաստ զարգացումներին և ներքին պարտքի շուկայի զարգացմանը զուգահեռ պետական պարտքի կառուցվածքում արտաքին պետական պարտքի կշիռը 93.8%-ից նվազել է մինչև 82.7%: Սակայն 2009թ. ճգնաժամի ընթացքում նախորդ հարցում քննարկված գործոնների հետևանքով այդ կշիռն աճեց մինչև 87.9%, իսկ հետագա տարիներին աստիճանաբար նվազեց՝ 2014թ. կազմելով 85.2%: Վերոնշյալ միտումներն ավելի խորքային հասկանալու համար առանձին-առանձին անդրադառնանք արտաքին և ներքին պարտքի և նրանց որակական ասպեկտների զարգացումներին:

2000-2014թ. արտաքին պետական պարտքը շարունակաբար աճել է: Այսպես, 2000-2008թթ. արտաքին պետական պարտքն աճել է 82.6%-ով՝ 2008թ. կազմելով 1906 մլն դոլար, 2009թ. ճգնաժամի հետևանքները մեղմելու նուղղված խթանող հարկաբյուջետային քաղաքականության ֆինանսավորման անհրաժեշտությամբ պայմանավորված՝ աճել է պատմության մեջ աննախադեպ 88.1%-ով և կազմել 2996.8 մլն դոլար, իսկ հետագա 2010-2014թթ. աճել (բացառությամբ 2014թ.) համեմատաբար փոքր տեմպերով (միջինում 5.1%)՝ 2014թ. կազմելով 3785.2 մլն դոլար:

Գծապատկեր 16: Արտաքին պետական պարտքի (մլն դոլար) և դրա բեռի դինամիկան 2000-2014թթ.⁸⁷



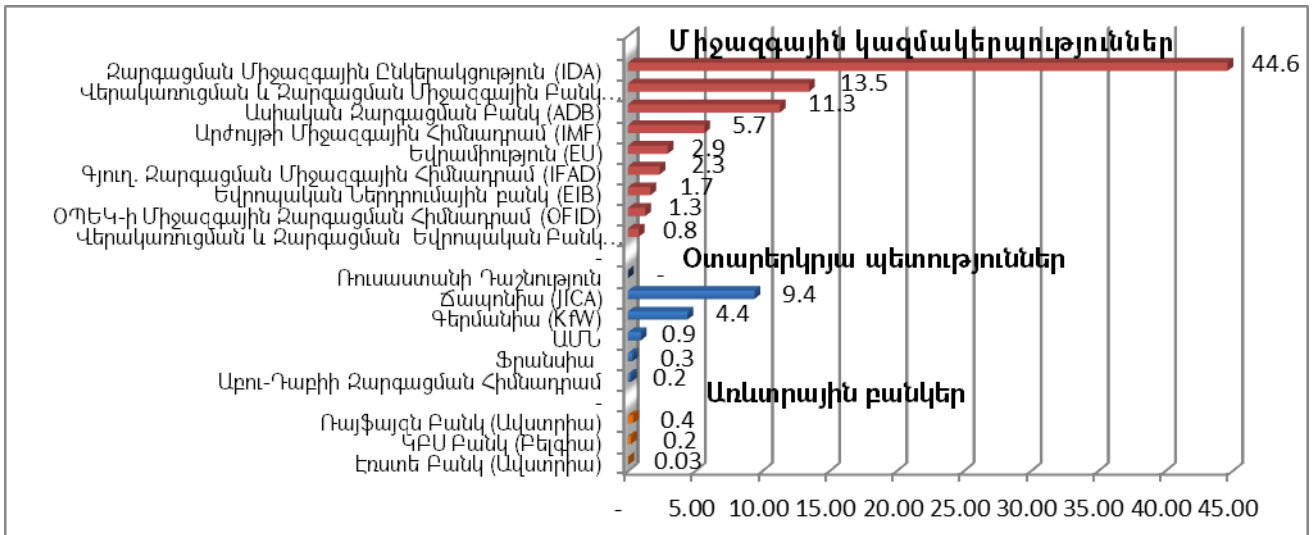
Ինչ վերաբերում է արտաքին պետական պարտքի բեռը բնութագրող ցուցանիշներից արտաքին պետական պարտք/ՋՆԱ-ին, ապա այն ունեցել է նախորդ գլխում ներկայացված արտաքին պարտքի բեռի այլ ցուցանիշների վարքագիծը: Ընդ որում արտաքին պետական պարտքի բեռի գերակշիռ մասը պատմականորեն բաժին է ընկել կառավարության արտաքին պարտքին, որը ճգնաժամից հետո շարունակաբար աճում է՝ 2014թ. կազմելով ՋՆԱ-ի 35%-ը: ԿԲ պարտքը, ճիշտ է պատմականորեն անվանական մեծությամբ աճել է, սակայն պարտքի կառուցվածքում դրա կշիռը հիմնականում նվազել է: Իսկ 2009թ. ճգնաժամին վճարային հաշվեկշռի ֆինանսավորման մեծ պահանջներով պայմանավորված ԿԲ պարտքի և դրա բեռը բնութագրող ԿԲ պարտք/ՋՆԱ ցուցանիշի կրկնակից ավել աճից հետո, ԿԲ պարտքի բեռը վերջին տարիներին նվազել է՝ 2014թ. հասնելով ՋՆԱ-ի նկատմամբ 4.6% մակարդակի:

Հայաստանի արտաքին պարտքի գործիքային կառուցվածքը ուսումնասիրելիս պարզ է դառնում, որ պատմականորեն Հայաստանի հիմնական պարտատերերն են բազմակողմ վարկատուները կամ միջազգային կազմակերպությունները, որոնցից վերցվող վարկերի պաշարները, բացառությամբ վերջին երկու տարիների, աճել են: Սակայն 2009թ. ճգնաժամից հետո արտաքին պարտքի գործիքակազմը որոշ չափով դիվերսիֆիկացվել է. արտաքին պարտքի աճին գույճընթաց արտաքին պարտքի կառուցվածքում ավելացել են երկկողմ վարկատուները (օտարերկրյա պետությունները), իսկ 2013թ.-ից դրանց

⁸⁷ ՀՀ ՖՆ, ԱԿԾ, «ՀՀ պետական պարտքի տարեկան հաշվետվություններ» և հեղինակի հաշվարկներ:

կշիռը արտաքին պարտքի կառուցվածքում նվազել է և ավելացել են եվրոբոնդերը:

Գծապատկեր 17: ՀՀ կառավարության արտաքին վարկերի և փոխառությունների կառուցվածքն ըստ վարկատուների 2014թ. դեկտեմբերի 31-ի դրությամբ⁸⁸



2014թ. տարեվերջի դրությամբ ՀՀ կառավարության արտաքին վարկերի կառուցվածքում միջազգային կազմակերպությունների կշիռը 84% է, օտարերկրյա պետությունների կշիռը՝ 15.3%, իսկ առևտրային բանկերինը՝ 0.8%: Ընդ որում կառավարության ամենամեծ միջազգային վարկատուն ՀԲ խմբի մեջ ներառվող Չարգացման միջազգային ընկերակցությունը և Վերակառուցման ու զարգացման միջազգային բանկն են, որոնց կշիռները վարկերի կառուցվածքում կազմում են համապատասխանաբար՝ 44.6% և 13.4%, ինչ պես նաև Ասիական զարգացման բանկը՝ 11.3%: Օտարերկրյա պետություններից վարկերի կառուցվածքում մեծ կշիռ ունեն Ճապոնիան (9.4%) և Գերմանիան (4.4%), իսկ առևտրային բանկերից՝ ավստրիական Ռայֆայզեն Բանկը (0.4%):

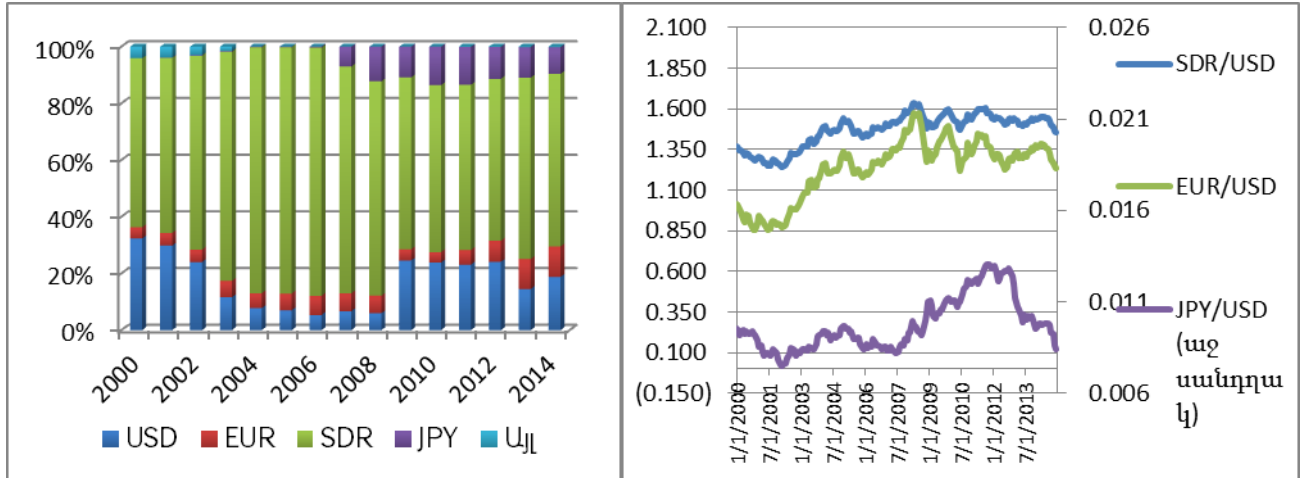
Իսկ ԿԲ վարկերի կառուցվածքում մեծ կշիռ են կազմում ԱՄՆ (65.9%) և Գերմանիայի (21.1%) վարկերը:

Արտաքին պարտքի վերաբերյալ առավել ամբողջական պատկերացում կազմելու նպատակով դիտարկենք նաև կառավարության արտաքին վարկերի կառուցվածքի դինամիկան ըստ արժույթների, ըստ տոկոսադրույթների և ըստ արտոնյալ ուղիների:

⁸⁸Աղբյուրը՝ «ՀՀ պետական պարտքի 2014թ. տարեկան հաշվետվություն»:

2000-2014թթ. ՀՀ կառավարության կողմից արտաքին վարկեր ներգրավել է չորս հիմնական արժույթներով՝ Յատուկ փոխառության իրավունքով (SDR), ԱՄՆ դոլարով (USD), եվրոյով (EUR) և ճապոնական իենով (JPY):

Գծապատկեր 18: ՀՀ կառավարության վարկերի արժույթային կառուցվածքի և համապատասխան արժույթների՝ դոլարի նկատմամբ փոխարժեքների դինամիկան 2000-2014թթ.⁸⁹



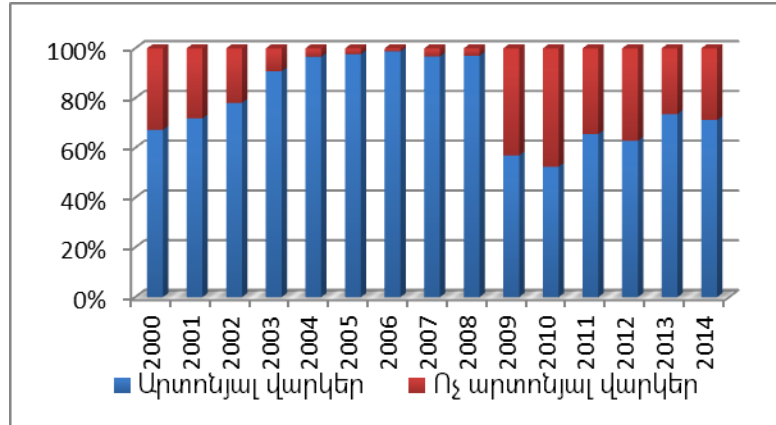
Ինչպես երևում է վերոնշյալ գծապատկերից մինչև 2009թ. ճգնաժամը արտաքին վարկերի կառուցվածքում աճել է SDR-ով վարկերի կշիռը, որին նպաստել է նաև այդ ժամանակահատվածում դոլարի նկատմամբ SDR-ի շարունակական արժևորումը: Սակայն ճգնաժամից հետո արտաքին պարտքի արրտֆելի դիվերսիֆիկացմանը զուգահեռ այդ վարկերի կշիռը շարունակաբար նվազել է՝ 2008թ. 75.6%-ից հասնելով 2014թ. 60.9%-ի: Դրան զուգահեռ ճգնաժամից հետո համաշխարհային շուկայում դոլարի արժևորմանը զուգահեռ հիմնականում աճել են դոլարով վարկերի կշիռը՝ 2014թ. կազմելով 18.8%, և պարտքի արրտֆելը լրացվել է ճապոնական իենով վարկերով, որոնց կշիռը 2014թ. կազմել է 9.4%: Բայց քանի, որ SDR-ով վարկերը ստացվում են հիմնականում դոլարով և մարվում դոլարով, հետևաբար Հայաստանի կախվածությունը հատկապես մեծ է դոլարով վարկերի նկատմամբ և հետևաբար խոցելի է փոխարժեքի տատանումների նկատմամբ:

Արտաքին վարկերի արտոնյալության կառուցվածքի ուսումնասիրությունը ցույց է տալիս, որ պատմականորեն ՀՀ կառավարությունը հիմնականում ներգրավվել է երկարաժամկետ և ցածր տոկոսադրույքով արտոնյալ վարկեր, որոնց կշիռը հատկապես մեծ է եղել մինչև ճգնաժամը:

⁸⁹ Աղբյուրը՝ «ՀՀ պետական պարտքի 2014թ. տարեկան հաշվետվություն»:

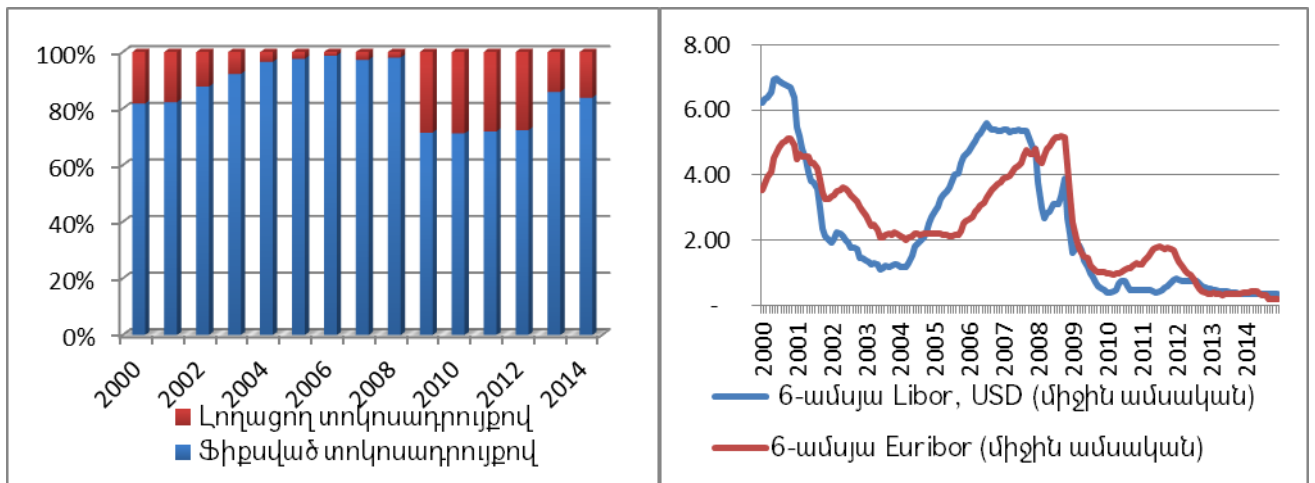
Ճգնաժամից հետո օտարերկրյա պետություններից շուկայական պայմաններով վարկերի ներգրավման հետևանքով արտաքին վարկերի կառուցվածքում աճել են ոչ արտոնյալ վարկերը:

Գծապատկեր 19: ՀՀ կառավարության վարկերի արտոնյալ ու չարտոնյալ դիսամիկան 2000-2014թթ.⁹⁰



Չնայած վերոնշյալ զարգացումներին, վերջին տարիներին ոչ արտոնյալ վարկերի կշիռը շարունակում է նվազել: 2014թ. արտոնյալ վարկերի կշիռը արտաքին վարկերի պաշարի կառուցվածքում կազմել է 83.9%, իսկ ոչ արտոնյալ վարկերի կշիռը՝ 16.1%:

Գծապատկեր 20: ՀՀ կառավարության վարկերի դիսամիկան ըստ տոկոսադրույքի տեսակի 2000-2014թթ.⁹¹



Վերոնշյալ զարգացումներն է արտացոլում նաև վարկերի կառուցվածքի դիսամիկան ըստ տոկոսադրույքների: Պատմականորեն վարկերի կառուցվածքում մեծ կշիռ են կազմում ֆիքսված տոկոսադրույքով վարկերը: Իսկ եթե հաշվի առնենք միջազգային

⁹⁰ Աղբյուրը՝ ՆՈՒՆ տեղում:

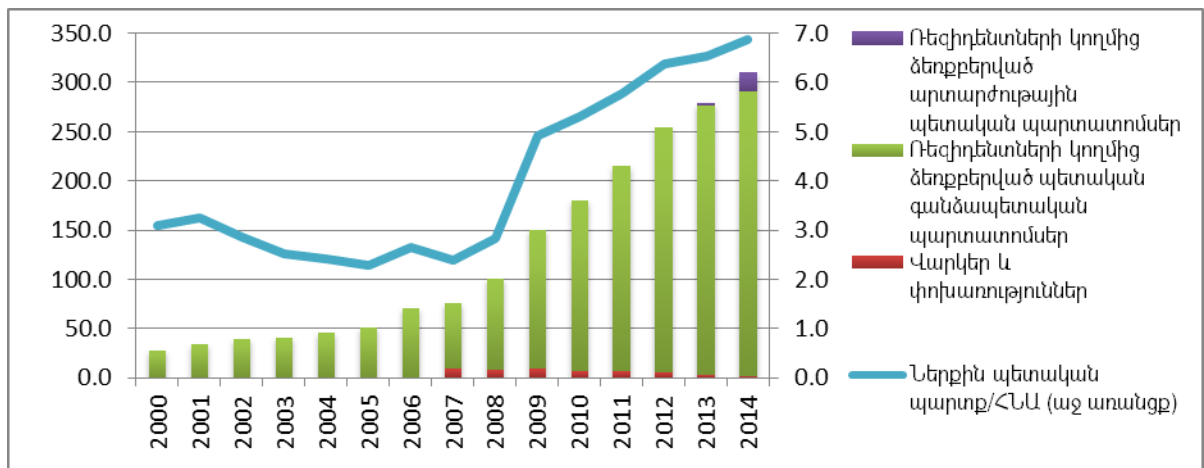
⁹¹ ՆՈՒՆ տեղում:

շուկայում Libor և Euribor տոկոսադրույքների (որոնց նկատմամբ որոշակի միջակայքով ֆիքսվում են լողացող տոկոսադրույքով վարկերը) վերջին տարիների վարքագիծը, ապա կարելի փաստել, որ պարտքի կառավարման տեսանկյունից արտաքին վարկերի տոկոսադրույքները ցածր ռիսկայնությամբ ունենում են:

Հայաստանի պետական պարտքի մյուս տարրը ներքին պետական պարտքն է: 1995թ. ձևավորվեց պետական պարտատոմսերի շուկան, որից հետո և, մասնավորապես դիտարկվող 2000-2014թթ. ներքին պետական պարտքը հիմնականում ձևավորվել է պետական պարտատոմսերի հաշվին, չնայած սկզբնական շրջանում մեծ դեր են կատարել նաև ԿԲ-ից ներգրավված վարկերը: Չնայած ներքին պետական պարտքը փոքր կշիռ ունի պետական պարտքի կառուցվածքում, սակայն այն տարիներ շարունակ, ի հարկե փոքր տեմպերով, պետական պարտատոմսերի շուկայի զարգացմանը զուգահեռ աճում է:

Ներքին պետական պարտքի բեռը բնութագրող ներքին պետական պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշը պարտքի բեռի արդեն իսկ ներկայացված ցուցանիշների նման նվազելով մինչև ճգնաժամը՝ այնուհետև շարունակական աճ է գրանցել հետճգնաժամային ժամանակահատվածում՝ 2000թ. 3.1% մակարդակից հասնելով 2014թ. 6.9%-ի:

Գծապատկեր 21: Ներքին պետական պարտքի (մլրդ դրամ) և դրա բեռի դինամիկան 2000-2014թթ.⁹²



1995թ. պետական պարտատոմսերի շուկայի ձևավորումից սկսած մինչև 2000թ. թողարկվել են միայն պետական կարճաժամկետ պարտատոմսեր: 2000թ. մարտամսին առաջին անգամ թողարկվեցին միջին ժամկետայնությամբ մասնակի մարումներով արժեկտրոնային

⁹² Աղբյուրը՝ ՀՀ ՖՆ և ՀՀ ԱԿՏ տվյալների բազա, տարեգրքեր և հեղինակի հաշվարկներ:

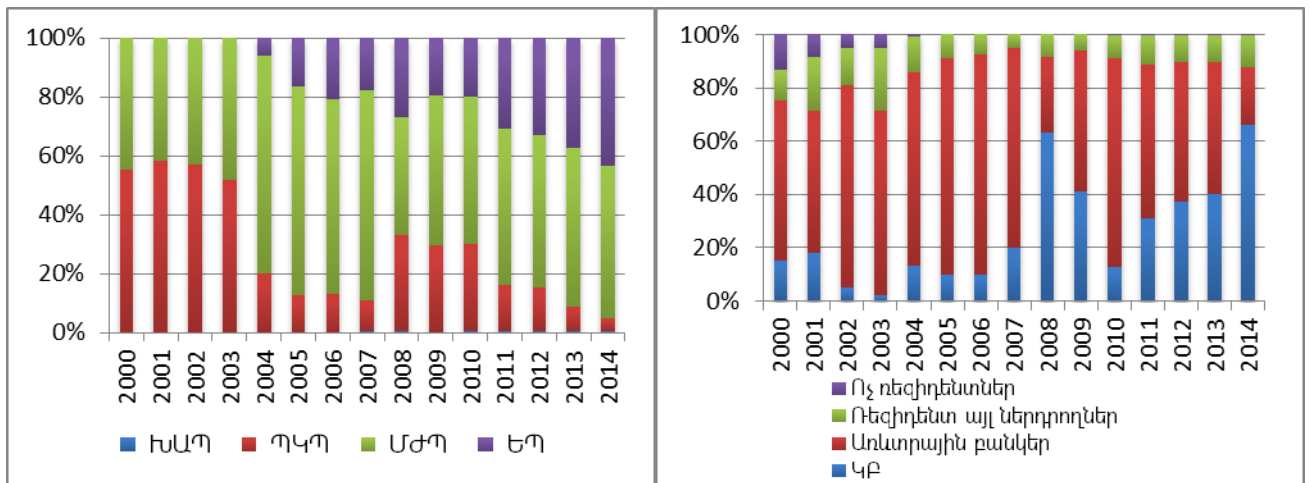
պարտատոմսեր: Այդ պահից սկսած կարճաժամկետ պարտատոմսերը դիտարկվեցին որպես բյուջեի կանխիկ հոսքերի կառավարման գործիք, իսկ պակասուրդի ֆինանսավորման խնդիրը այդուհետ պետք է լուծվեր միջին ժամկետ և երկարաժամկետ պարտատոմսերի թողարկմամբ: Ներքին պետական պարտքի կառավարման ռազմավարության շրջանակներում պարտքի ժամկետայնության երկարաձգման և էժանացման նպատակով 2004թ. սեպտեմբերից շուկա ներմուծվեցին երկու նոր տեսակի պարտատոմսեր՝ միջին ժամկետայնության արժեկտրոնային և երկարաժամկետ արժեկտրոնային պարտատոմսերը:

2007թ. հունվարից պետական կարճաժամկետ, միջին ժամկետայնության մասնակի մարումներով արժեկտրոնային, միջին ժամկետայնության և երկարաժամկետ արժեկտրոնային պարտատոմսերից բացի 33 ֆինանսների և էկոնոմիկայի նախարարությունը սկսեց թողարկել խնայողական արժեկտրոնային պարտատոմսեր, որոնք ոչ շուկայական արժեթղթեր են: 2008թ-ին 33 \$-ն անցում կատարեց նոր՝ ուղենշային պարտատոմսերի թողարկումների՝ նպաստելով պետական պարտատոմսերի երկրորդային շուկայի զարգացման համար:

Այս զարգացումների արդյունքում մինչև 2004թ. պետական պարտատոմսերի կառուցվածքում գերիշխում էին կարճաժամկետ պարտատոմսերը՝ կազմելով միջինում պարտատոմսերի 55.6%-ը, իսկ միջնաժամկետ պարտատոմսերը՝ 44.4%-ը: 2004թ.-ից սկսած շարունակաբար աճել է երկարաժամկետ պարտատոմսերի կշիռը՝ 2004թ.-ի 5.8%-ից հասնելով 2014թ. 43.3%-ի: Իսկ կարճաժամկետ պարտատոմսերի կշիռն, ընդհանրապես, այդ ժամանակահատվածում նվազել է՝ 2014թ. կազմելով ընդամենը 4.3%:

Գծապատկեր 22: Պետական պարտատոմսերի կառուցվածքի դինամիկան ըստ պարտատոմսերի տեսակների և ներդրողների 2000-2014թթ.⁹³

⁹³ Աղբյուրը՝ 33 \$-ն և հեղինակի հաշվարկներ:



Ինչ վերաբերում է պարտադրված ներդրողների կառուցվածքին, ապա կարելի է հստակորեն ընդգծել, որ այն ներքին պարտքի առավել մեծ ուշադրության արժանի հիմնախնդիրներից է: Այդ 2000-2014թթ. էական փոփոխությունների չի ենթարկվել և բանկային համակարգը եղել է և շարունակում է լինել պարտադրված ներդրողը: Իհարկե տարբեր տարիներին ԿԲ-ի և առևտրային բանկերի կշիռների հարաբերակցությունը փոխվել է, սակայն այլ խոշոր ներդրողներ չեն հայտնվել: Այս զարգացումներն ունեն նաև օբյեկտիվ պատճառներ, ինչպիսին են Հայաստանի խնայողությունների ցածր մակարդակը, ֆինանսական և, մասնավորապես, արժեթղթերի շուկայի ցածր զարգացվածությունը, բնակչության մոտ ֆինանսների և ֆինանսական շուկաների վերաբերյալ գիտելիքների պակասը և այլն: Անհրաժեշտ է նշել նաև, որ ապահովագրական և այնուհետև կենսաթոշակային վերջին տարիների բարեփոխումները սպասվում էին, որ մեծ չափով կնպաստեն ներքին պարտքի շուկայի զարգացմանը, սակայն սպասումները չարդարացան՝ մի մասով պայմանավորվելով կենսաթոշակային բարեփոխումների ձախուղմամբ և կուտակային կենսաթոշակային համակարգի մասնակի ներդրմամբ:

Այսպիսով պետական պարտքի կառուցվածքի զարգացումների ուսումնասիրությունից կարելի է կատարել պարտքային քաղաքականության տեսանկյունից մի շարք կարևոր եզրահանգումներ և ընդգծել դրանցից բխող էական ռիսկերն ու մարտահրավերները.

1. Հայաստանը մեծ կախվածություն ունի արտաքին վարկատուներից և, հատկապես, փոքր թվով միջազգային կազմակերպություններից: Անդրադառնանք այդ կախվածության ռիսկերին:

Ի հարկե կապիտալի արտաքին շուկաներին հասանելիությունը կարող է մեծ օգուտներ բերել կապիտալի սակավության ամբաջքի ընկնող երկրների համար՝ թույլ տալով հարթեցնել սպառման տատանումները և կատարել արտադրողական ներդրումներ: Ընդ որում հատկապես համաշխարհային բարձր իրացվելիության տարիներին արտաքին պարտքը սովորաբար ունի ցածր տոկոսադրույքներ և բարձր հասանելիություն և կարող է փոխարինել ներքին ավելի թանկ ռեսուրսներին⁹⁴: Ինչպես տեսական, այնպես էլ հետազոտական աշխատանքների արդյունքները փաստում են, որ տնտեսագետների շրջանում դեռևս միասնական կարծիք չի ձևավորվել, թե պետական պարտքի որ տեսակն է ավելի մեծ ռիսկեր պարունակում: Սակայն ավելի շատ են արտաքին պարտքի և, ընդհանրապես, արտաքին կախվածության, բարձր ռիսկայնությունը հիմնավորող հետազոտությունները: Չնայած կան տեսակետներ, որ ներքին պարտատերերը նույնպես մեծ ռիսկեր են առաջացնում, քանի որ նրանք կարող են ճնշել կառավարությանը ներդրությունների ժամանակ⁹⁵:

Սակայն Չայաստանի դեպքում վերոնշյալ ուսումնասիրությունները փաստում են, որ արտաքին կախվածությունը ավելի մեծ ռիսկեր է պարունակում: Չայտնի տնտեսագետներ Ռեյնհարտի և Տրեբեշի վերջերս հրապարակված հետազոտությունում⁹⁶ հստակ ներկայացվում են արտաքին կախվածության այն հիմնական ռիսկերը, որոնք բնորոշ են փոքր բաց տնտեսություններին, այդ թվում նաև Չայաստանին: Այդ ռիսկերն են.

- Արտաքին անվճարունակությունը և կապիտալի ներհոսքերի հանկարծակի կանգառները (sudden stops):
- Չաշվեկշռային ազդեցությունները: Սակապված է հարկային եկամուտների և արտաքին պարտքի արժույթների տարբերությունների հետ: Իսկ հարկային եկամուտներն, ինչպես հայտնի է, պետության եկամուտների ամենամեծ աղբյուրն են:

⁹⁴ **IMF and World Bank**, Developing Government Bond Markets: A Handbook. Washington, DC: The World Bank and International Monetary Fund, 2001

⁹⁵ **Broner F., Erce A., Martin A., Jaume V.**, Sovereign Debt Markets in Turbulent Times: Creditor Discrimination and Crowding-out Effects, Journal of Monetary Economics, 61: 114-142, 2014.

Guembel A., Sussman O., Sovereign Debt without Default Penalties, Review of Economic Studies, 76(4): 1297-1320, 2009.

⁹⁶ **Reinhart C. M., Trebesch C.**, The Pitfalls of External Dependence: Greece, 1829-2015, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 21664, 2015.

- Արտարժույթով պարտքի փարկման անհնարիությունը: Փոքր բաց տնտեսությունն ունեցող երկրների կառավարությունները հնարավորություն չունեն փարկել արտաքին վարկատուներին ինչպես ինֆլյացիայի խթանման, այնպես էլ օրենսդրության միջոցով: Ավելին նրանք հնարավորություն չունեն դա անել, քանի որ արտաքին հզոր վարկատուների և, մասնավորապես, միջազգային կազմակերպությունների դեմ համապատասխան քաղաքական ծակներ չունեն:

- Պարտապանների և վարկատուների վրա ասիմետրիկ ճգնաժամային ցնցումները: Պարտապան երկրում ճգնաժամային իրավիճակի դեպքում արտաքին վարկատուները ներքին վարկատուների նման չեն անհանգստանում, քանի որ հիմնականում անմիջականորեն չեն կրում այդ զարգացումների ազդեցությունը: Ավելին արտաքին վարկատուները փորձում են նաև հետաձգել հակաճգնաժամային միջոցառումները: Վառ օրինակ են Լատինական Ամերիկայի երկրներում 1980-ականների պարտքային ճգնաժամերը:

- Արտաքին քաղաքական միջամտությունները: Պատմությունը ցույց է տալիս, որ այս միջամտությունները դրսևորվում են տարբեր ձևերով: Այսպես, եղել են ռազմական միջամտություններ, սանկցիաներ, վարկավորման պայմանների խստացումներ, քաղաքական պահանջներ, ռազմավարական և տնտեսական շահերի դրսևորումներ:

Այստեղ կարևոր է մեջբերել նաև հայտնի տնտեսագետ Նոբելյան մրցանակակիր Ստիգլիցի ⁹⁷ Գլոբալացում. անհանգստացնող միտումներ ⁹⁷ հայտնի գրքի հիմնական եզրահանգումներից մեկը: Այս աշխատության մեջ հեղինակը, քննադատելով միջազգային կազմակերպություններին և, հատկապես, ԱՄՆ-ին, նրանց մեղադրում է զարգացող երկրներին անարդյունավետ բարեփոխումներ պարտադրելու մեջ:

2. Պետական պարտքի արտֆելը խոցելի է հատկապես ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ դրամի փոխարժեքի տատանումների նկատմամբ:

3. Արտաքին պետական պարտքի կառուցվածքում գերիշխում են ֆիքսված տոկոսադրույքով երկարաժամկետ արտոնյալ վարկերը: Այս վարկերը, ճիշտ է պարտքի կառավարման տեսանկյունից ցածր

⁹⁷ **Стиглиц Дж.**, Глобализация: Тревожные тенденции/ пер. с англ.-М., Мысль, 2003, стр. 115-200.

ռիսկայ նու թյ ու ն ու ն են, սակայ ն մեր կարծիքով արդյ ու նավե տու թյ ան
լ ու ը ջ ռիսկեր են պարու նակ ու մ: Այ սպի սի վարկերը ապամոտիվաց նող
բն ու յ թ ու ն են, քանի որ դրանց երկարաժամկետ բն ու յ թ ու վ
պայ մանավորված դրանց արդյ ու նավե տու թյ ու նը քիչ է
անհանգստաց ն ու մ կառավարու թյ ու ն ներին: Իսկ եթե անհանգստաց նի,
ապամի ն ու յ ն է դրանց բեռի ն արդյ ու ն ք ների կառավարու մը դառն ու մ
է հաջորդ մի շարք տարբեր կառավարու թյ ու ն ների
պարտավորու թյ ու նը:

4. Ներքին պարտքի շուկան սահմանափակ է ինչպես իր ծավալ ներով,
այնպես էլ ներդրողների կառուցվածքով: Իհարկե ներքին պարտքի
շուկայի զարգացումը, ինչպես նշել ենք, ունի մի շարք օբյեկտիվ
խնդիրներ, սակայ ն պարտատոմսերի շուկայի ընդլայնման
հնարավորու թյ ու ն ները մեծ են հատկապես ներկայիս Եվրասիական
տնտեսական մի ու թյ ան (ԵԱՏՄ) շրջանակներում, որի մասով մեր
առաջարկու թյ ու ն ները կներկայացվեն հաջորդ գլխում:

Գ Լ ՈՒ Խ 3: Հ Ա Յ Ա Ս Ա Ն Ի Պ Ա Ր Տ Ք Ա Յ Ի Ն Ք Ա Ղ Ա Ք Ա Կ Ա Ն ՈՒ Թ Յ Ա Ն Ա Ղ Դ Ե Ց ՈՒ Թ Յ ՈՒ Ն Ը Տ Ն Տ Ե Ս ՈՒ Թ Յ Ա Ն Կ Ր Ա Ե Վ Բ Ա Ր Ե Լ Ա Վ Մ Ա Ն ՈՒ Ղ Ի Ն Ե Ր Ը

Եթե ազգային պարտքը չափից ավելի է, ապայ ն մեր համար կլինի
ազգային օրհնու թյ ու ն :

Ա կ ե ք ս անդ ր Հ ամիլ տ ն

Օրհնված են երիտասարդները, քանի որ նրանք են ժառանգել ու
ազգային պարտքը :

Հ երբ եր տ Հ ու վ եր

Նախորդ գլխի վերլուծու թյ ու ն ներում մենք անդրադարձանք
Հայաստանի պետական պարտքի բեռի փոլլային, պետական պարտքի
կառուցվածքի զարգացումներին, բացահայտվեցին դրանք
պայ մանավոր ու տնտեսական գործոնները և դրանցից բխող այն կարևոր
ռիսկերն ու մարտահրավերները, որոնք հիմնավոր ու մ են պարտքային
քաղաքական ու թյ ան արդյ ու նավե տու թյ ան հիմնահարցերի
կարևոր ու թյ ու նը և երկարաժամկետ տնտեսական աճի վրա ազդեց ու թյ ան
գնահատականների անհրաժեշտ ու թյ ու նը, որոնք անհրաժեշտաբար պետք

Ե հաշվի առնվեն Հայաստանի պարտքային և հարկաբյուջետային քաղաքականությունները մշակելիս: Այս գլխում կփորձենք պետական պարտքի վերաբերյալ բացահայտված և նոր առաջադրվող հիմնախնդիրներին տալ քանակական գնահատականներ և դրանց հիման վրա առաջարկել Հայաստանի պարտքային քաղաքականության բարելավման ուղիներ:

3.1. Պարտքային քաղաքականության հայեցակարգերի դրսևորման առանձնահատկությունները Հայաստանում

Պետության պարտքային քաղաքականության ութ հիմնարար հայեցակարգերը, ինչպես հիմնավորեցինք առաջին գլխում, շատ կարևոր հիմք են հանդիսանում արդյունավետ պարտքային քաղաքականության մշակման համար: Այս հարցի շրջանակներում կփորձենք հասկանալ, թե այդ հայեցակարգերը, որոնց շուրջ կառուցել ենք այս ատենախոսության ոսկոսմասի յոթ ունեցողությունները, ինչպես են դրսևորվել Հայաստանում: Իսկ «Կայուն ներդրման» հայեցակարգի դրսևորման առանձնահատկությունները կուսումնասիրենք հաջորդ հարցի շրջանակներում:

Նախորդ գլխի վերլուծությունները փաստում են, որ ՀՀ կառավարությունը Հայաստանի անկախության տարիներին կիրառել է հարկաբյուջետային պահպանողականության, ավելցուկային հարկային բեռի, փողի էմիսիայի փոխարեն պետական փոխառությունների, կարճաժամկետ կայունացման, չկայացած ֆինանսական շուկայի հայեցակարգերի հիմնական մոտեցումները: Այսպես, կառավարությունը հարկաբյուջետային պահպանողականության չի դրսևորել, քանի որ 2000-2014թթ. պետական բյուջեն կատարվել է պակասուրդով: Սակայն պետք է նշել, որ մինչ ճգնաժամային երկնիշ տնտեսական աճի տարիներին չի ձևավորել անհրաժեշտ ֆոնդեր, որոնք կարող էին ծառայել ճգնաժամի հետևանքները մեղմելու նպատակով և նվազեցնել հսկայածավալ արտաքին պարտքի ներգրավման պահանջը:

Անցումային շրջանի կառուցվածքային բարեփոխումների իրականացման և 2009թ. ճգնաժամին արձագանքելու, տնտեսությունը կայունացնելու և երկարաժամկետ տնտեսական աճի համար

նախապայ մաններ ստեղծել ու նպատակով, ինչպես արդեն նշել ենք, ՀՀ կառավարությունը ներգրավեց հսկայածավալ արտաքին փոխառություններ՝ չգնալով տնտեսության վրա ավելցուկային հարկային բեռի ավելացման և փողի էմիսիայի ճանապարհով, որոնց կիրառման բարձր ռիսկայնությունը հիմնավորվել է առաջին գլխում:

Ինչ վերաբերում է չկայացած ֆինանսական շուկայի հայեցակարգին, ապա, ինչպես վերլուծություններում անդրադարձել ենք, ՀՀ կառավարությունը տարիների ընթացքում զարգացրել է ներքին պարտատոմսերի շուկան՝ նպաստելով ֆինանսական շուկայի զարգացմանը, սակայն ներքին պարտքի շուկան դեռևս փոքր է և ներգրավել է փոքր թվով ներդրողներ:

Կառուցվածքային պակասորդի և կարճաժամկետ կայունացման հայեցակարգերի դրսևորման առանձնահատկությունները և, մասնավորապես, Հայաստանի դիսկրեցիոն հարկաբյուջետային քաղաքականության զարգացումները հասկանալու համար մեր կողմից նախորդ գլխում ներկայացված՝ տարբեր մեթոդներով գնահատված ներուժային ՀՆԱ-ների հիման վրա գնահատվել են Հայաստանի պետական բյուջեի կառուցվածքային կամ ցիկլայնորեն ճշգրտված առաջնային հաշվեկշիռները 2001-2014թթ.: Հաշվարկները կատարվել են հետևյալ բանաձևով⁹⁸.

$$PB_{CA} = R \left(\frac{Y^*}{Y} \right)^{\varepsilon_R} - G \left(\frac{Y^*}{Y} \right)^{\varepsilon_G}$$

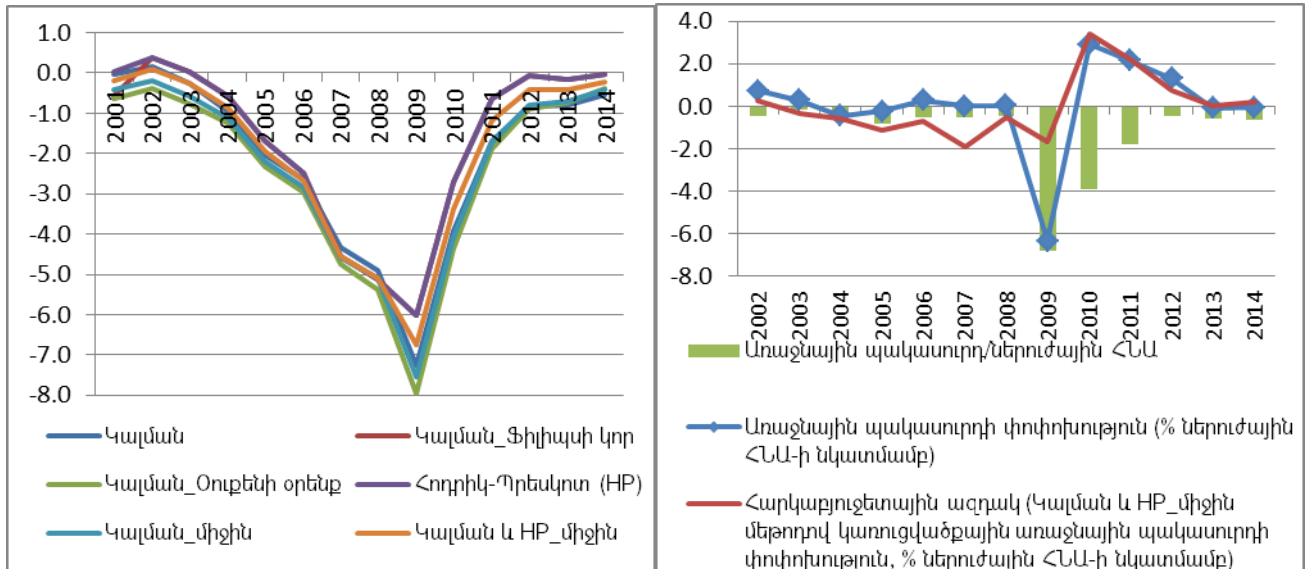
որտեղ PB_{CA} -ն պետական բյուջեի կառուցվածքային առաջնային հաշվեկշիռն է, R -ը պետական բյուջեի եկամուտներն են, որոնք մենք ճշգրտել ենք՝ դրանցից հանելով պաշտոնական տրանսֆերտների ցուցանիշները, G -ն՝ առաջնային կամ ոչ տոկոսային ծախսերը, Y^* -ը՝ ներուժային ՀՆԱ-ն, Y -ը՝ փաստացի ՀՆԱ-ն, ε_R -ը՝ ՀՆԱ ճեղքի (output gap) նկատմամբ պետական բյուջեի եկամուտների ճկունության գործակիցն է, ε_G -ը՝ ՀՆԱ ճեղքի նկատմամբ առաջնային ծախսերի ճկունության գործակիցը: Ընդ որում միջազգային փորձում ընդունված է վերցնել վերջին երկու ցուցանիշների համապատասխանաբար 1 և 0 արժեքները⁹⁹:

⁹⁸ **EI-Ganainy A., Weber A.**, Estimates of the Output Gap in Armenia with Applications to Monetary and Fiscal Policy, IMF Working Paper, 2010, p. 15.

⁹⁹ Նույն տեղում:

Հաշվարկված ցուցանիշների դինամիկաները ներկայացվում են ներքոնշյալ գծապատկերում:

Գծապատկեր 23: Տարբեր մեթոդներով գնահատված կառուցվածքային առաջնային հաշվեկշիռ/ներուժային ՅՆԱ-ների, առաջնային պակասուրդ/ՅՆԱ-ի փոփոխության և հարկաբյուջետային ազդակի դինամիկաները 2001-2014թթ.¹⁰⁰



Վերոնշյալ առաջին գծապատկերը իրենից ներկայացնում է տարբեր մեթոդներով գնահատված կառուցվածքային առաջնային հաշվեկշիռ/ներուժային ՅՆԱ ցուցանիշների դինամիկան: Ինչպես տեսնում ենք տարբեր մեթոդներով գնահատված և այդ գնահատականների միջինացմամբ ստացված կառուցվածքային առաջնային հաշվեկշիռներ/ներուժային ՅՆԱ ցուցանիշները, ճիշտ է չափերով փոքր ինչ տարբերվում են, սակայն ունեցել են զարգացման միևնույն միտումները: Ընդ որում, մինչ ճգնաժամային տնտեսական վերելքի տարիների սկզբում՝ 2001-2004թթ. եղել են գրեթե զրոյական, որից հետո պակասուրդային, որը խորացել է մինչև 2009թ., իսկ հետճգնաժամային տարիներին պետական պարտքի կայունության պահպանման խնդրով պայմանավորված՝ կառուցվածքային առաջնային պակասուրդները աստիճանաբար նվազել են: Այս զարգացումները փաստում են, որ մինչ ճգնաժամային ժամանակահատվածում ՀՀ հարկաբյուջետային քաղաքականությունը եղել է պրոցիկլիկ, քանի որ տնտեսական վերելքի փուլում կառուցվածքային պակասուրդները

¹⁰⁰ Աղբյուրը՝ ՀՀ ՖՆ և ԱՎԾ տվյալների բազաներ և տարեգրքեր և հեղինակի հաշվարկներ: Հարկաբյուջետային ազդակի ցուցանիշի բացասական մեծությունը նշանակում է խթանող, դրական մեծությունը՝ զսպող հարկաբյուջետային քաղաքականություն:

խթանել են տնտեսությանը: Դրա մասին են վկայում նաև վերոնշյալ երկրորդ գծապատկերում ներկայացված առաջնային պակասուրդ/ներուժային ՅԱ ցուցանիշի և Կալմանի տարբեր ֆիլտրերի և HP ֆիլտրի միջոցով գնահատված կառուցվածքային առաջնային պակասուրդ/ներուժային ՅԱ ցուցանիշի (հարկաբյուջետային ազդակի) փոփոխությունների միտումները: Ինչպես տեսնում ենք մինչ ճգնաժամային տարիներին, ճիշտ է, պետական բյուջեի առաջնային պակասուրդ/ներուժային ՅԱ-ն եղել է 0-ի շրջանակներում, սակայն հարկաբյուջետային ազդակը ունեցել է խթանող ուղղվածություն, այսինքն՝ առաջնային պակասուրդ/ներուժային ՅԱ-ի այդպիսի վաթագծին դրական են նպաստել տնտեսական բարձր աճով պայմանավորված ավտոմատ կայունարարները: Իսկ 2009թ. ճգնաժամին հարկաբյուջետային քաղաքականությունը թեև եղել է խթանող, սակայն հարկաբյուջետային ազդակը պայմանավորել է առաջնային պակասուրդ/ներուժային ՅԱ -6.3% խորացման ընդամենը -1.6 տոկոսային կետը, մնացածը պայմանավորել են ավտոմատ կայունարարները: Իսկ հետճգնաժամային հատվածում այդ ցուցանիշի նվազումը գրեթե ամբողջությամբ պայմանավորվել է զսպող հարկաբյուջետային ազդակով կամ զսպող դիսկրեցիոն հարկաբյուջետային քաղաքականությամբ:

Վերոնշյալ զարգացումներից կարելի է եզրակացնել .

1. Հարկաբյուջետային քաղաքականությունը մինչ ճգնաժամային ժամանակահատվածում անհրաժեշտ հակացիկլիկ բնույթ չի կրել և, ավելին, եղել է պրոցիկլիկ և չի նպաստել տնտեսական տատանումների հարթմանը: Այսինքն՝ հարկերի հավաքագրման մակարդակը բավարար չի եղել, որպեսզի ֆոնդերի և այլ ռեսուրսների ձևավորման միջոցով անհրաժեշտ բուժերներ ստեղծվեին հետագա հնարավոր ցնցումներին արձագանքելու նպատակով:

2. Հարկաբյուջետային քաղաքականության այդպիսի բնույթը 2009թ. բացահայտեց դրա՝ շոկերին արձագանքելու թույլ կողմերը: Եվ, ինչպես նշել ենք, պետական պարտքի ներգրավումը այդ մասով ունեցավ օբյեկտիվ պատճառներ: Չնայած պետք է նշել նաև, որ ճգնաժամի ընթացքում դրա միջոցով հնարավոր եղավ հակացիկլիկ քաղաքականություն իրականացնել:

3. Հետևաբար անհրաժեշտ է արդիականացնել և ամրապնդել արտադրության և ծախսերի մեծ բեռը զարգացնող հարկաբյուջեի և քաղաքականության պատճառով:

4. Կարող ենք փաստել, որ վերջին 15 տարիներին պետական պարտքի և դրա բեռի կուտակմանը առաջնային պակասուրդի նպաստումը (որի չափերին անդրադարձել ենք երկրորդ գլխում) հիմնականում պայմանավորվել է կառուցվածքային առաջնային պակասուրդով, որը մեծ ռիսկեր է ստեղծում պետական պարտքի կայունության և ապագա բեռի տեսանկյունից (որի մասին ընդգծել ենք առաջին գլխում): Այսինքն՝ ավտոմատ կայունարարները Հայաստանում արդյունավետ չեն գործում և այս մասով անհրաժեշտ են հարկաբյուջեի և քաղաքականության համապատասխան բարելավումներ:

Այսպիսով կառուցվածքային պակասուրդի և կարճաժամկետ կայունացման հայեցակարգերի մոտեցումները թեև որոշ տարիների դրսևորվել են, սակայն ամբողջական չեն կիրառվել և պարունակում են մեծ ռիսկեր, որոնք պետք է հաշվի առնվեն և իսկայն դիմարար մոտեցումները կիրառվեն հետագա տարիների հարկաբյուջեի և քաղաքականության մշակման ժամանակ:

Հայաստանի հարկաբյուջեի և քաղաքականության ոչ բավարար հակացիկլային բնույթի եզրահանգմանն են եկել նաև Մաթևոսյանը, Ջանվելյանը և Ալեքսանյանը իրենց 2014թ.¹⁰¹ և Էլ-Գանայնին ու Վեբերը իրենց 2010թ.¹⁰² հետազոտություններին մեջ:

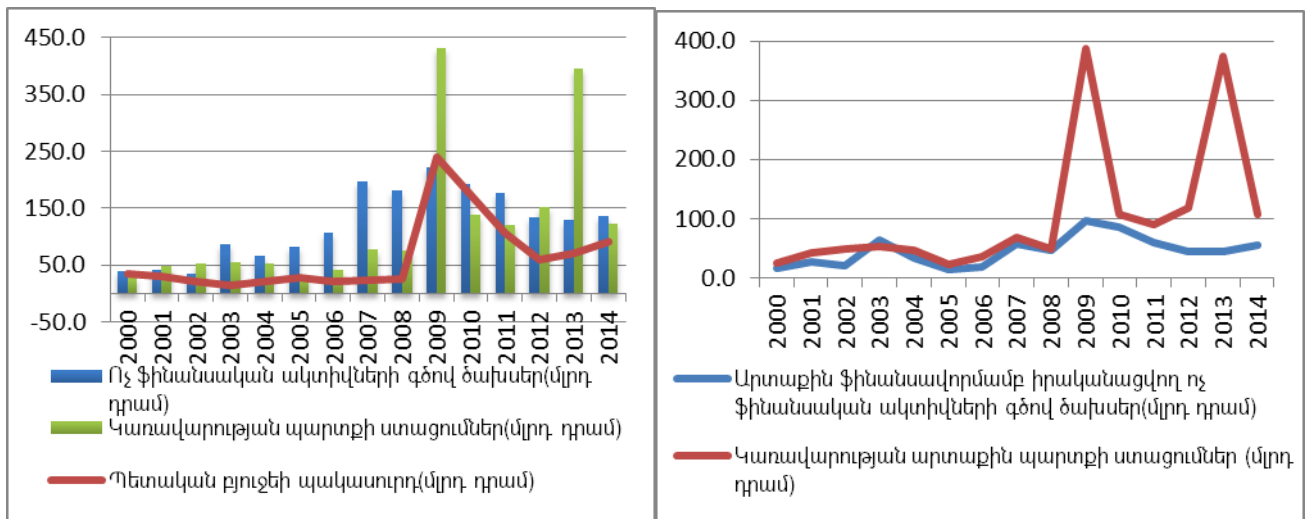
Հայաստանում Ռսկե կանոնի դրսևորման առանձնահատկությունները հասկանալու համար ուսումնասիրությունները կատարվել են մի քանի տեսանկյունից՝ հիմնվելով որոշ ցուցանիշերի վրա, որոնց դիտարկումները կարևորագույն են ներթուրանյալ գծապատկերում:

Գծապատկեր 24: «Ռսկե կանոնի» դրսևորման առանձնահատկությունները Հայաստանում 2000-2014թթ.¹⁰³

¹⁰¹ **Մաթևոսյան Ա., Ջանվելյան Վ., Ալեքսանյան Շ.**, Հարկաբյուջեի և քաղաքականության և ՀՀ կառուցվածքային բյուջեի Գնահատականը, «Ամբերդ» ՀԳՏՀ հետազոտական կենտրոն, Երևան, 2014:

¹⁰² **El-Ganainy A., Weber A.**, Estimates of the Output Gap in Armenia with Applications to Monetary and Fiscal Policy, IMF Working Paper, 2010.

¹⁰³ Աղբյուրը՝ ՀՀ \$-ն և ԱՎԾ տվյալների բազա, հեղինակի հաշվարկներ: Պետական պարտքի ստացումներն իրենց մեջ ներառում են արտաքին պետական պարտքի ստացումները և պետական պարտատմսերի գուտմուտքերը կամ դրանց հաշվին պետական բյուջեի պակասուրդի ֆինանսավորման չափերը:



Վերոնշյալ առաջին գծապատկերից նախկարող ենք եզրակացնել, որ 2000-2014թթ. ՀՀ կառավարությունը հիմնականում պահպանել է Ոսկե կանոնի մոտեցումները, քանի որ դիտարկվող ժամանակահատվածում պետական բյուջեի պակասորդը, բացառությամբ 2009թ. չի գերազանցել պետական բյուջեի ոչ ֆինանսական ակտիվների գծով ծախսերին կամ կապիտալ ծախսերին: Սակայն նույն գծապատկերից ակնհայտ է դառնում, որ առանձին տարիներին, հատկապես 2009 և 2013թթ. պետական պարտքի ստացումները ավելի մեծ են եղել, քան կապիտալ ծախսերը: Ընդ որում 2009թ. տարբերությունը պայմանավորված է ընթացիկ ծախսերով և հիմնականում ՌԴ-ից ներգրավված միջոցներով տնտեսության վարկավորմամբ, իսկ 2013թ.՝ 700 մլն դոլար եվրոբոնդերի թողարկմամբ, որի մեծ մասն ուղղվեց ՌԴ-ից ներգրավված այդ վարկի մարմանը:

Սակայն ռիսկերն ի հայտ են գալիս, երբ այս կանոնի դրսևորման առանձնահատկությունները դիտարկում ենք միայն արտաքին պարտքի կտրվածքով: Երկրորդ գծապատկերը այս առումով շատ կարևոր եզրահանգումներ է առաջացնում: Այստեղ արտաքին պետական պարտքի ստացումները համեմատվել են դրանց առնչվող կապիտալ ծախսերի մի մասի՝ արտաքին ֆինանսավորմամբ իրականացվող կապիտալ ծախսերի հետ: Ինչպես տեսնում ենք, մինչ ճգնաժամային հատվածում այդ երկու ցուցանիշների շարժընթացները հիմնականում մոտ են, այսինքն՝ արտաքին պարտքի ստացումների մեծ մասն ուղղվել են պետական ներդրումներին: Այնուամենայնիվ պետք է նշել, որ 2000-2008թ. արտաքին պարտքի կուտակային ստացումները շուրջ 93 մլրդ դրամով գերազանցել են արտաքին ֆինանսավորմամբ իրականացված

կուտակային կապիտալ ծախսերին՝ կազմելով 390.8 մլրդ դրամ: Յետճգնաժամային հատվածում, որը նաև ներառում է վերոնշյալ 2009 և 2013թթ. մեծ շեղումները, պատկերը հակառակն է՝ կառավարության արտաքին պարտքի ոչ բոլոր ստացումներն են ուղղվել պետական ներդրումներին: Ավելին, եթե նույնիսկ կառավարության արտաքին պարտքի 2009թ. ստացումներից հանենք ՌԴ վարկը և 2013թ. ստացումներից՝ ՌԴ վարկի մարումը, ապա ինչպես 2009թ. կառավարության արտաքին պարտքի ստացումները, այնպես էլ հետճգնաժամային 2010-2014թթ.՝ կուտակային ստացումները գրեթե 2 անգամ գերազանցում են արտաքին ֆինանսավորմամբ իրականացվող կապիտալ ծախսերի համապատասխան մեծություներին: Դա նշանակում է, որ վերցված արտաքին պարտքի կեսն ուղղվում է ընթացիկ ծախսերին և որոշ մասով նաև տնտեսության վարկավորմանը:

Այսպիսով, կարող ենք եզրակացնել .

1. Յայաստանում Ոսկե կանոնի հիմնարար դրույթները հիմնականում չեն պահպանվել, որը երկարաժամկետ ռիսկեր է ստեղծում ինչպես տնտեսության, այնպես էլ հարկաբյուջետային ու պարտքային քաղաքականության նկատմամբ և պետական պարտքի կայունության համար:

2. Պարտքային քաղաքականության այսպիսի միտումները ընդգծում են այս մասով դրամաբար դրամաշրջանակում, քանի որ ստացված մեծ պարտքերի կեսից ավելին ուղղվում են ընթացիկ ծախսերին այն դեպքում, երբ դրանք երկարաժամկետ բնույթ ունեն:

3. Պետական պարտքի մի մեծ զանգված երկարաժամկետ ազդեցություն ունի ունենում տնտեսական աճի և բնակչության բարեկեցության վրա, ինչը կարող է ռիսկեր ստեղծել նաև երկարաժամկետ պարտքի մարման համար:

3.2. Յայաստանի պետական պարտքի կայունության վերլուծությունը և կառավարման ռիսկերը

Այժմ անդրադառնանք Յայաստանի պետական պարտքի կայունության վերլուծությանը (ՊԿՎ, debt sustainability analysis, DSA): Ինչպես արդեն նշվել է առաջին գլխում, պետական պարտքի կայունության վերլուծությունը կառուցվում է երեք հիմնարար երևույթների՝

վճարող նակոթյան, իրացվելի ության և խոցելի ության շուրջ: Եվ այս հարցի շրջանակներում Հայաստանի համար մենք կփորձենք բազմակողմանիորեն գնահատել հենց այդ երեք երևույթները և բացահայտել պարտքային քաղաքականության հիմնական ռիսկերն ու մարտահրավերները: Առաջին գլխում նշվել է նաև, որ միջազգային փորձում տարածված են պետական պարտքի կայունության վերլուծության ԱՄՆ և ՀԲ կողմից մշակված երկու մեթոդաբանություններ և դրանց համապատասխան Excel-ային \$այլեր՝ LIC_DSA՝ ցածր եկամուտ ունեցող երկրների (low-income countries, LIC) և MAC_DSA՝ համաշխարհային ֆինանսական շուկաներին հասանելի ություն ունեցող երկրների (market-access countries, MAC) համար: Ընդ որում վերջինս համեմատաբար նոր մոտեցում է և թույլ է տալիս պետական պարտքի կայունությանը վերլուծել և գնահատել ավելի իրատեսական՝ միջնաժամկետ ժամանակահատվածի համար: Հաշվի առնելով, որ Հայաստանը նույնպես հասանելի ություն ունի միջազգային շուկաներին, քանի որ երկու անգամ՝ 2013 և 2015թթ. միջազգային շուկայում համապատասխանաբար 700մլն և 500մլն ծավալով տեղաբաշխել է եվրապարտատոմսեր, և միջազգային վարկանշային կազմակերպությունները՝ Moody's-ը և Fitch-ը վարկանիշներ են տալիս Հայաստանին, այս հարցի շրջանակներում Հայաստանի պետական պարտքի կայունության գնահատման համար կկիրառենք MAC_DSA մեթոդաբանությունը¹⁰⁴ և համապատասխան Excel-ային \$այլը (MAC_DSA Template)¹⁰⁵:

Վերլուծության համար կիրառվել են ՀՀ ԱԿԾ և ՖՆ տվյալների բազաներից վերցված ՀՀ մակրոտնտեսական ցուցանիշների փաստացի տվյալները, ինչպես նաև դրանց կանխատեսումները, որոնք արտացոլված են ԹՀՀ կառավարության 2016թ. բյուջետային ուղերձում¹⁰⁶ և Հայաստանին նվիրված ԱՄՆ N 15/320 երկրի զեկուլյցում¹⁰⁷, և հիմնված են Հայաստանի, տարածաշրջանի և համաշխարհային վերջին շրջանի զարգացումների և ապագա

¹⁰⁴ **International Monetary Fund**, Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries, May 9, 2013.

¹⁰⁵ <https://www.imf.org/external/pubs/ft/dsa/mac.htm>

¹⁰⁶ <http://www.minfin.am/index.php?cat=72&lang=1>

¹⁰⁷ **International Monetary Fund**, Republic of Armenia Second Review Under the Extended Arrangement and Request for Waivers of Nonobservance and Rephasing—Press Release; Staff report; Supplement; and Statement by the Executive Director for the Republic of Armenia, November 2015.

սպասու մների վրա: Իսկ պետական պարտքի մասով վերլուծության մեջ կիրառվել են ՀՀ պետական պարտքի տարբեր տարիների հաշվետվությունների¹⁰⁸ փաստացի տվյալները և ՀՀ ՏՆ Պետական պարտքի կառավարման վարչության կողմից տրամադրված պետական պարտքի տարբեր ցուցանիշների փաստացի և կանխատեսվող տվյալները:

Հայաստանի պետական պարտքի կայունության վերլուծությունը նախ կատարվել է ՀՀ կառավարության պարտքի կտրվածքով՝ հաշվի առնելով, որ ըստ 2015թ. հունիսի 23-ին ընդունված «Պետական պարտքի մասին» Հայաստանի Հանրապետության օրենքում փոփոխություններ կատարելու մասին» ՀՀ օրենքի գործող «Պետական պարտքի մասին» օրենքում պետական պարտքը սահմանափակող 50% և 60% շեմերը վերագրվել են կառավարության պարտքին: Վերլուծությունը կատարվել է քայլերի հետևյալ հաջորդականությամբ.

1. Երկրի ռիսկայնության աստիճանի որոշում: Ռիսկայնության աստիճանի որոշումը հիմք է հանդիսանում պարտքի կայունության վերլուծության ընթացքի համար: Բարձր ռիսկայնությունը ենթադրում է պարտքի կայունության բոլոր գործիքների կիրառում: Ռիսկայնության աստիճանի որոշման համար ծառայում են մի շարք ցուցանիշներ, որոնց մի մասը վերաբերում է պետական պարտքի ընդհանուր բեռին, մյուս մասը մակրոտնտեսական ցուցանիշներին և պարտքի պորտֆելին (տես Աղյուսակ 5): Այսպես, ըստ բեռի ցուցանիշների Հայաստանը դասակարգվում է որպես բարձր ռիսկայնություն ունեցող երկիր, քանի որ պետական պարտքի բեռը բնութագրող ցուցանիշներից առնվազն մեկը՝ պետական պարտք/ՀՆԱ-ն 2015թ. և կանխատեսվող տարիներից առնվազն մեկում գերազանցում է 50% շեմը:

Աղյուսակ 5: Հայաստանի ռիսկայնության աստիճանի որոշում

¹⁰⁸ <http://www.minfin.am/index.php?cat=79&lang=1>

			2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
Համախառն պետական պարտք >	50	% ՀՆԱ նկատմամբ?	43.4	45.7	49.0	51.1	53.0	53.1	52.9	Այո
Պետական համախառն ֆինանսավորման պահանջ>	10	% ՀՆԱ նկատմամբ?	8.4	5.3	5.0	5.0	4.7	8.8	8.1	Ոչ
Երկրի ռիսկայնության գնահատում՝ հիմնվելով պարտքի բեռի ցուցանիշների վրա									Բարձր ռիսկայնություն	
Երկրի ռիսկայնության ամփոփ գնահատում՝ հիմնվելով նաև լրացուցիչ վերլուծության վրա									Բարձր ռիսկայնություն	
Լրացուցիչ վերլուծություն										
Առաջնային հաշվեկշռի 3 տարվա առավելագույն ճշգրտում	2.2		>	2	% ՀՆԱ նկատմամբ?					Այո
Տնտեսական աճի վարիացիայի գործակից	1.8		>	1	միավոր?					Այո
Ամերիկյան պարտատուների նկատմամբ եվրապարտատուների սփռեղ	475.0		>	600	բազային միավոր?					Ոչ
Արտաքին ֆինանսավորման պահանջ	16.1		>	15	% ՀՆԱ նկատմամբ?					Այո
Պետական պարտք ոչ ռեզիդենտների նկատմամբ	83.4		>	45	կշիռ ընդհանուր պարտքի մեջ?					Այո
Արտարժույթային պետական պարտք	85.6		>	60	կշիռ ընդհանուր պարտքի մեջ?					Այո
Կարճաժամկետ պետական պարտքի կշռի փոփոխություն	0.3		>	1	կշիռ ընդհանուր պարտքի մեջ?					Ոչ

Ռիսկայնության ամփոփ պատկերը ստանալու համար կարևոր են նաև մակրոտնտեսական և պարտքի պրոտֆելը բնութագրող ցուցանիշները, քանի որ կան երկրներ, որոնք թեև ունեն պետական պարտքի մեծ բեռ, սակայն այդ երկրները աչքի են ընկնում մակրոտնտեսական բարձր կայունությամբ և պարտքի ցածր ռիսկային կառուցվածքով, այդպիսիք են, օրինակ՝ ԱՄՆ-ն և Ճապոնիան: Լրացուցիչ ցուցանիշների վերլուծությանը նույնպես ցույց է տալիս, որ Հայաստանը բարձր ռիսկայնություն ունի, քանի որ 2015թ. դրությամբ վերոնշյալ աղյուսակում ներկայացված լրացուցիչ ցուցանիշներից առնվազն մեկը գերազանցում է համապատասխան շեմը: Ավելիս, համապատասխան շեմերը գերազանցում են հինգ ցուցանիշներ՝ 1) առաջնային հաշվեկշիռը կանխատեսվող տարիներից մեկում՝ 2018թ. 2.2 տոկոսային կետով ավել է 3 տարի առաջվա՝ 2015թ. համապատասխան ցուցանիշից, որը մեծ է 2% շեմից, 2) վերջին տասնամյակի (2006-2015) տնտեսական աճի վարիացիայի գործակիցը¹⁰⁹ 1.8-ը գերազանցում է 1 շեմը, 3) 2014թ. դրությամբ Հայաստանի տնտեսության արտաքին ֆինանսավորման պահանջը¹¹⁰ կազմում է ՀՆԱ-ի 16.1%-ը, որը գերազանցում է 15% շեմը, 4) 2015թ. պետական պարտքի մեջ ոչ ռեզիդենտների նկատմամբ պետական

¹⁰⁹ Վարիացիայի գործակիցը որոշվում է 2006-2015թթ. տնտեսական աճի ստանդարտ շեղումը հարաբերելով միջին տնտեսական աճի վրան ցույց է տալիս տնտեսական աճի տատանողականությունը:

¹¹⁰ Արտաքին ֆինանսավորման պահանջը որոշվում է ընթացիկ հաշվի պակասուրդի, միջնամյակի երկարաժամկետ համախառն արտաքին պարտքի մայր գումարների մարումների և նախորդ տարվա կարճաժամկետ արտաքին պարտքի գումարով, որի միջոցով որոշվում է, թե տվյալ տարում ամբողջ տնտեսությունը որքան գումար է պարտավոր վճարել ոչ ռեզիդենտներին: Հաշվի առնելով, որ 2015թ. տվյալները դեռևս հասանելի չեն՝ վերլուծություններում Հայաստանի համար այս ցուցանիշի հաշվարկման համար կիրառվել են 2014թ. տվյալները:

պարտքի 83.4% և 5) արտարժույթային պետական պարտքի 85.6% ցուցանիշները գերազանցում են համապատասխանաբար 45% և 60% շեմերը:

2. Բազային սցենար: Այս սցենարը կառուցվել է՝ հիմք ընդունելով վերոնշյալ տվյալների բազաները: Բազային սցենարի ամփոփ արդյունքները ներկայացված են ներքոնշյալ գծապատկերում: Ինչպես տեսնում ենք բազային սցենարում պետական պարտք/ՀՆԱ-ն աստիճանաբար աճում է մինչև 2019թ.՝ հասնելով 53% մակարդակին, որից հետո կայունանում է դրա շրջանակներում: Ինչպես նկատում ենք ներքոնշյալ գծապատկերում ներկայացված է նաև պարտքի փոփոխության գործոնային դիսամիկան, որն ըստ էության երկրորդ գլխում կատարված վերլուծության շարունակությունն է, պարզապես ներառում է միայն կառավարության պարտքը: Սակայն պատկերն էապես չի տարբերվում: Նախորդ գլխում վերլուծությունները ավարտվել էին 2014թ., այդ իսկ պատճառով մինչև կանխատեսվող հորիզոնի նկարագրությանն անդրադառնալը ներկայացնենք նաև 2015թ. պարտք առաջացնող գործոնները: Այսպես, 2015թ. կառավարության պարտքն աճել է 2.3 տոկոսային կետով՝ կազմելով 45.7%, որին վերջին տարիների համեմատ մեծ՝ 1.8 տոկոսային կետ նպաստում է ունեցել առաջնային պակասորդը: Առաջնային պակասորդի աճը իր հերթին 2015թ. մարտահրավերներով լի տնտեսական զարգացումների հետևանք էր: 2015թ. մի կողմից էլեկտրաէներգիայի գների բարձրացումը բողոքի մեծ ալիք բարձրացրեց հասարակության շրջանում, որի հետևանքով կառավարությունը ստիպված եղավ սուբսիդավորել հասարակությանը և լրացուցիչ բեռ դնել պետական բյուջեի վրա: Իսկ մյուս կողմից պետական բյուջեի հարկային եկամուտները նվազեցին մի շարք պատճառներով: Այդ պատճառներն էին ներմուծման նվազումը, որն իր հերթին Ռուսաստանից ներհոսող տրանսֆերտների կտրուկ կրճատմամբ պայմանավորված պահանջարկի նվազման հետևանք էր, տնտեսության աճը հարկերի աճ չապահովող (գյուղատնտեսություն, հանքարդյունաբերություն, զվարճություններ) ճյուղերի հաշվին, ԵԱՏՄ անդամակցությամբ պայմանավորված ավելացված արժեքի հարկի վճարման հետաձգումները և հարկային արտոնությունները: 2015թ. պարտքի աճին նպաստող գործոններն էին նաև փոխարժեքի արժեզրկումը, դրական իրական տոկոսադրույքը և պետական բյուջեից գուտ

վարկավորումը: Պարտքը նվազեցնող միակ գործոնը տնտեսական աճն էր, որը 2015թ. նախնական գնահատվում է 2.5%:

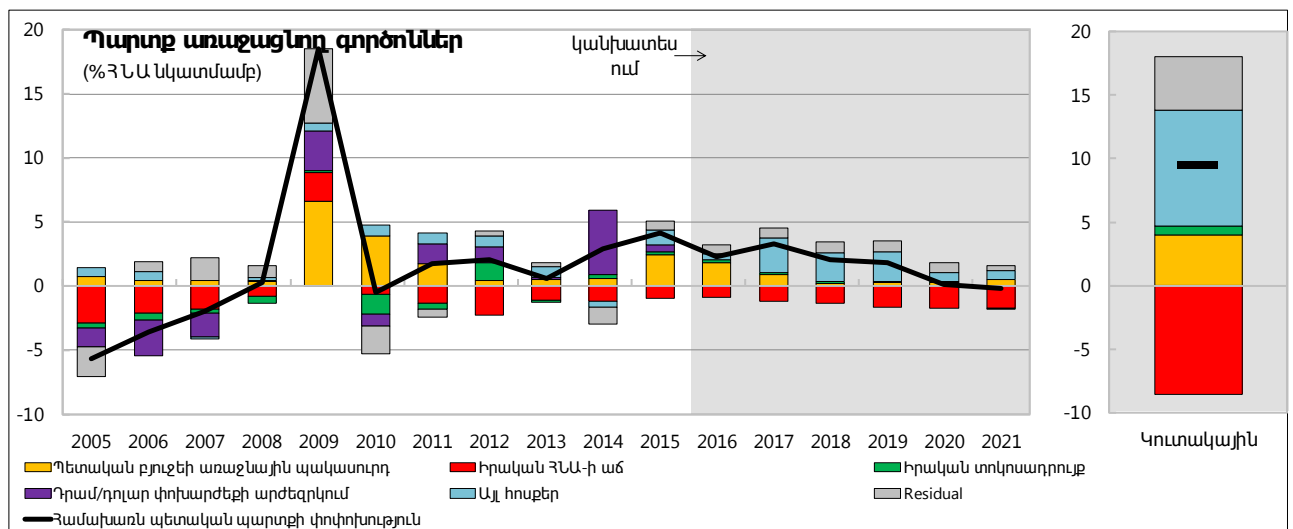
Գծապատկեր 25: Հայաստանի պետական ՊԿՎ - Բազային սցենար (%ՀՆԱ նկատմամբ, եթե այլ բան նշված չէ)

Պարտք, մակրոտնտեսական և շուկայական ցուցանիշներ^{1/}

	Փաստացի			Կանխատեսումներ						2015թ. սեպտեմբերի դրությամբ Պետական պարտատոմսերի սփերե Եվրոբոնդերի սփերե ^{3/}
	2005-2013 ^{2/}	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
Համախառն պետական պարտք	25.8	39.2	43.4	45.7	49.0	51.1	53.0	53.1	52.9	48.9
Պետական համախառն ֆինանսավորման պահանջ	4.8	4.0	8.4	5.3	5.0	5.0	4.7	8.8	8.1	
Իրական ՀՆԱ աճ (%)	5.7	3.5	2.5	2.2	2.8	3.0	3.5	3.5	3.5	Վարկանիշներ Արտաքին
Գնաճ ՔՆԱ դեֆլյատոր, (%)	3.9	2.7	3.2	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	Moody's Ba3
Անվանական ՀՆԱ աճ (%)	9.8	6.3	5.8	6.3	6.9	7.2	7.6	7.6	7.6	S&P's BB-
Արդյունավետ տոկոսադրույք (%) ^{4/}	2.6	3.7	3.9	4.6	4.6	4.5	4.3	4.3	4.0	Fitch B+

Նպաստումներ պետական պարտքի փոփոխությանը

	Փաստացի			Կանխատեսումներ						Կուտակային պարտքը կայունացնող առաջնային հաշվեկշիռ ^{9/}
	2005-2013 ^{2/}	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
Պետական պարտքի փոփոխություն	1.3	2.9	4.2	2.3	3.3	2.1	1.8	0.1	-0.2	9.5
Պարտք առաջացնող հոսքեր	0.7	4.3	3.4	1.7	2.6	1.3	1.0	-0.7	-0.6	5.2
Առաջնային պակասորդ	1.7	0.6	2.4	1.8	0.9	0.2	0.3	0.3	0.5	4.0
Առաջնային եկամուտներ	20.5	23.6	23.1	22.8	23.4	23.7	23.7	23.8	23.9	141.5
Առաջնային ծախսեր	22.2	24.2	25.6	24.7	24.3	24.0	24.0	24.1	24.4	145.5
Պարտքի ավտոմատ դիսամիկա ^{5/}	-1.6	4.1	-0.1	-0.7	-1.0	-1.2	-1.6	-1.6	-1.8	-7.9
Տոկոսադրույք-տնտեսական աճ տարբերություն ^{6/}	-1.5	-0.9	-0.7	-0.7	-1.0	-1.2	-1.6	-1.6	-1.8	-7.9
իրական տոկոսադրույք	-0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	-0.1	0.7
իրական ՀՆԱ աճ	-1.2	-1.2	-0.9	-0.9	-1.2	-1.4	-1.7	-1.7	-1.7	-8.6
Փոխարժեքի արժեզրկում ^{7/}	-0.1	5.0	0.6
Պարտք առաջացնող այլ հոսքեր	0.6	-0.4	1.1	0.5	2.7	2.3	2.3	0.7	0.7	9.1
Մնացորդ ^{8/}	0.5	-1.3	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.4	4.2



Աղբյուրը՝ ՀՀ ՖՆ, ԱՎԾ, ԱՄՀ և հեղինակի հաշվարկներ:
 1/ Պետական հատվածը ներառում է կառավարությունը:
 2/ Հիմնված հասանելի տվյալների վրա:
 3/ Ամերիկյան պարտատոմսերի նկատմամբ ՀՀ ելիապարտատոմսերի սփերե բազային միավոր:
 4/ Որոշվում է տոկոսային ծախսերը հարաբերելով նախորդ տարվա պարտքի պաշարի վրա:
 5/, 6/, 7/ Որոշվում են առաջին գլխում ներկայացված պետական պարտքի շարժման օրենքի բանաձևի հիման վրա:
 8/ Ներառում է ակտիվների փոփոխությունը և տոկոսային եկամուտները, իսկ կանխատեսվող հորիզոնի համար նաև փոխարժեքի փոփոխությունները:
 9/ Որոշվում է առաջին գլխում ներկայացված պարտքը կայունացնող առաջնային հաշվեկշռի բանաձևի հիման վրա:

Պարտքի կայունության պահպանման և հարկերի հավաքագրման դժվարության նկատմամբ պայմանավորված կանխատեսվող ժամանակահատվածում առաջնային պակասուրդը նախատեսվում է աստիճանաբար կրճատել, որի հետևանքով պետական պարտքի փոփոխությանը առաջնային պակասուրդի նպաստումը աստիճանաբար կնվազի: Կանխատեսվող տարիներին տարածաշրջանային (Ռուսաստանի տնտեսական ճգնաժամ, ԱՊՅ և հատկապես ԵԱՏՄ անդամ երկրների փոխարժեքների անկում) և համաշխարհային ռիսկերի (նավթի գներ, դոլարի փոխարժեքի արժևորում) թուլացման պայմաններում տնտեսական ակտիվության աստիճանական արագացմամբ պայմանավորված Հայաստանի տնտեսական աճը կարգանա՝ նպաստելով պետական պարտքի բեռի նվազմանը: Պետական պարտքի բեռի աճին կշարունակեն դրական նպաստել փոխարժեքի աստիճանական արժեզրկումը և դրական իրական տոկոսադրույքը: Իսկ, մասնավորապես, 2017-2019թթ. նախատեսվող խոշոր արտաքին վարկային ծրագրերը (Ռուսաստանից վարկերի ներգրավումը առումակայանի վերակառուցման համար, Գերմանիայից՝ «Կովկասյան էլեկտրահաղորդման ցանց» ծրագրի շրջանակներում էլեկտրացանցերի վերականգնման և վերակառուցման համար, Ասիական զարգացման բանկից՝ «Հյուսիս-Հարավ մայրուղու կառուցման ծրագրի» շարունակության համար), որոնք վերոնշյալ գծապատկերում ներկայացված են այլ հոսքերի տեսքով, մեծ նպաստում կունենան պարտքի բեռի աճին: Սակայն այդ ծրագրերի իրականացումը կսահմանափակեն հարկաբյուջե տային քաղաքականության հնարավորությունները. մի կողմից պարտքի կայունության պահպանման համար անհրաժեշտության կառաջանա նախատեսվող կրճատումից ավելի սահմանափակել առաջնային պակասուրդը, իսկ մյուս կողմից, քանի որ կառավարության պարտքը կգերազանցի օրենքով սահմանված 50%-ի շեմը, կգործի այն սահմանափակումը, ըստ որի հաջորդ տարվա պետական բյուջեի պակասուրդը չպետք է գերազանցի նախորդ երեք տարիների ՀՆԱ-ների միջին ցուցանիշի 3%-ը:

Պետական պարտքի այսպիսի զարգացումների պայմաններում պետական համախառն ֆինանսավորման պահանջը 2016-2019թթ. կպահպանվի կայուն մակարդակում՝ ՀՆԱ նկատմամբ 5% շրջանակներում, սակայն 2020թ. այն կտրուկ կաճի մինչև ՀՆԱ նկատմամբ 8.8% մակարդակ՝

կապված 2013թ. թողարկված եվրասպարտառոմսերի մարման ժամկետի ավարտի հետ: Ինչ վերաբերում է պետական պարտքի գործիքներին, ապա ինչպես երևում է Գծապատկեր 26-ից ըստ բազային սցենարի ԶԶ կառավարությունը կշարունակի նախընտրություն տալ երկարաժամկետ արտոնյալ վարկերին: Նույն գծապատկերից պարզ է դառնում, որ չնայած տարիների ընթացքում ներքին պարտքի շուկայի զարգացմանը զուգահեռ կանխատեսվող հորիզոնում պետական պարտքի կառուցվածքում աստիճանաբար կաճի արժույթային պարտքի կշիռը, սակայն կգերիշխի արտարժույթով պարտքը՝ պարտքի պրոտֆելը պահպանելով փոխարժեքի շուկերի նկատմամբ խոցելի վիճակում:

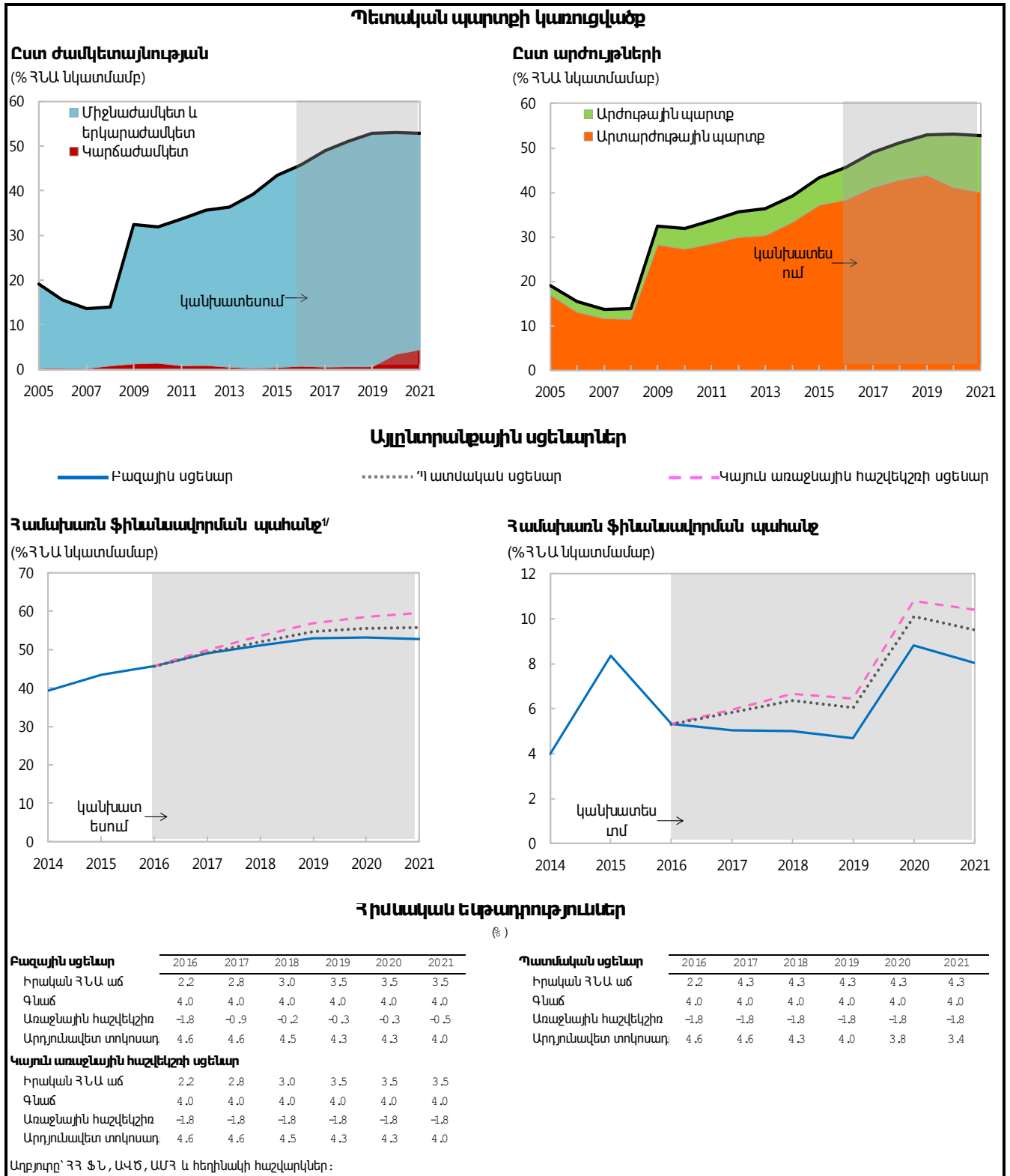
3. Բազային սցենարի իրատեսականության գնահատում: Բազային սցենարի իրատեսականությունը գնահատելու նպատակով MAC_DSA մեթոդաբանության մեջ առաջարկվում են մի քանի մեթոդներ: Առաջինը երկու ստանդարտ այլընտրանքային սցենարների կառուցումն է՝ պատմական և կայուն առաջնային հաշվեկշռի սցենարները:

Պատմական սցենարի դեպքում իրական ԶՆԱ աճը, առաջնային հաշվեկշիռը և իրական տոկոսադրույքը կանխատեսվող հորիզոնի համար պահպանվում են պատմական 10 տարիների (2006-2015թթ.) միջին ցուցանիշների մակարդակում, իսկ մնացած ցուցանիշները պահպանվում են բազային սցենարի մակարդակում: Իսկ կայուն առաջնային հաշվեկշռի սցենարի դեպքում պետական բյուջեի առաջնային հաշվեկշիռը (% ԶՆԱ նկատմամբ) կանխատեսվող երկրորդ տարվանից սկսած (մեր դեպքում՝ 2017-2021թթ.) պահպանվում են կանխատեսվող առաջին տարվա (2016թ.) մակարդակում¹¹¹:

Չայաստանի համար կառուցված այս սցենարների արդյունքները ներկայացված են ներքոնշյալ գծապատկերում: Այդ սցենարների արդյունքները փաստում են, որ պետական պարտքի բեռի դեպքում բազային սցենարը հիմնականում իրատեսական է, սակայն միաժամանակ բացահայտում է նաև որոշ ռիսկեր: Այսպես, ի տարբերություն բազային սցենարի, կայուն առաջնային պակասորդի սցենարի դեպքում 2021թ. պետական պարտքը հասնում է մոտ 60%-ի, պատմական սցենարի դեպքում՝ մոտ 56%, իսկ համախառն ֆինանսավորման պահանջը՝ համապատասխանաբար մոտ 10.5% և 9.5%:

¹¹¹ **International Monetary Fund**, Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries, May 9, 2013, p. 13.

Գծ ապատկեր 26: Հայաստանի պետական ՊԿԿ - Պետական պարտքի կառուցվածքն այլ ընտրանքային սցենարներ



Բազային սցենարի իրատեսականության գնահատման հաջորդ կարևոր գործիքը կանխատեսման հետքերի գրանցումն է (Forecast Track Record), որը թույլ է տալիս Հայաստանի իրական ՀՆԱ աճի, առաջնային հաշվեկշռի և գնաճի կանխատեսման սխալները համեմատել մյուս MAC երկրների համապատասխան սխալների հետ: Այս գործիքի կիրառմամբ Հայաստանի համար ստացված արդյունքները, որոնք ներկայացված են Գծապատկեր 27-ում փաստում են, որ 2007-2015թթ. Հայաստանի տնտեսական աճի կանխատեսումները վատատեսական են եղել, իսկ 2009թ.՝ լավատեսական: Ընդ որում հետճգնաժամային հատվածում կանխատեսման սխալները ավելի փոքր են եղել, քան մինչճգնաժամային հատվածում, ինչը խոսում է կանխատեսման բարելավումների մասին, և հիմնականում եղել են MAC երկրների բաշխման միջակայքում կամ դրան մոտ: Իսկ պրոցենտիլային կարգի (percentile rank) 95% ցուցանիշը փաստում է, որ MAC երկրների 95%-ի համեմատ կանխատեսումները ավելի վատատեսական են եղել:

Առաջնային հաշվեկշռի և գնաճի կանխատեսման սխալները նույնպես եղել են MAC երկրների համապատասխան սխալների բաշխումների միջակայքում կամ դրան մոտ:

Հաջորդ մեթոդը երկու կարևոր ցուցանիշների միջոցով գնահատում է նախատեսվող հարկաբյուջետային ճշգրտման իրատեսականությունը: Այսպես, հարկաբյուջետային ճշգրտումն իրատեսական չէ, եթե նախատեսվող առաջնային հաշվեկշռի ճշգրտումը կանխատեսվող ցանկացած երեք տարիների ընթացքում մեծ է ՀՆԱ-ի 3%-ից և եթե կանխատեսվող հորիզոնի ցանկացած երեք հաջորդական տարիներին առաջնային հաշվեկշռի միջին մակարդակները մեծ են ՀՆԱ-ի 3.5%-ից¹¹²: Ինչպես երևում է վերոնշյալ գծապատկերից Հայաստանի դեպքում այդ պայմանները չեն բավարարվում, հետևաբար նախատեսվող հարկաբյուջետային ճշգրտումը իրատեսական է:

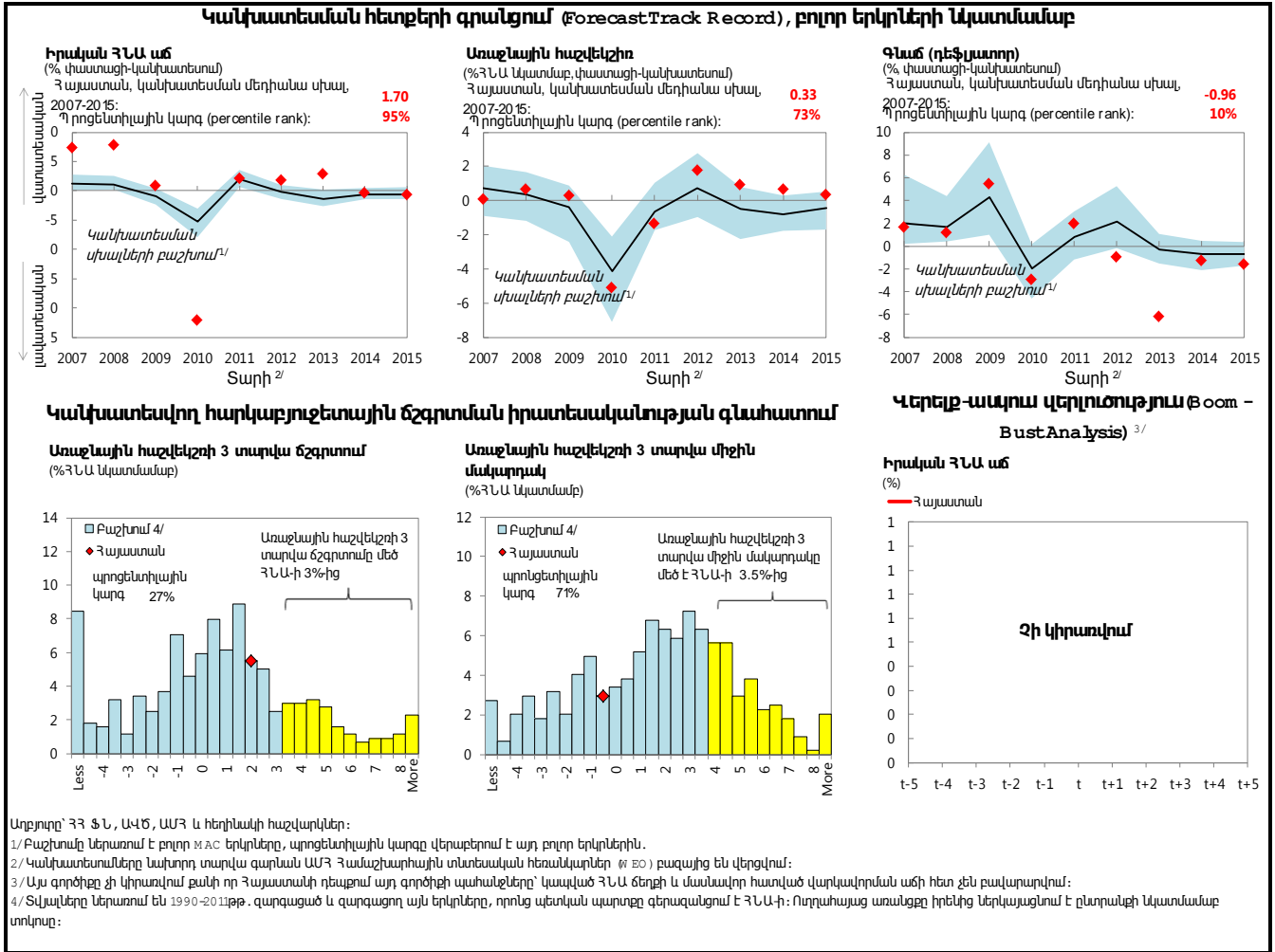
Իսկ վերջին գործիքը վերելք-անկում վերլուծությունն է, որը Հայաստանի դեպքում վերլուծության ժամանակաշրջանի համար չի կիրառվում, քանի որ չեն բավարարվում դրա անհրաժեշտ պայմանները¹¹³:

¹¹² Նույն տեղում՝ p. 19:

¹¹³ Նույն տեղում՝ p. 19:

Այս ախտով, կարող ենք եզրակացնել, որ բազային սցենարը հիմնականում իրատեսական է, սակայն վերոնշյալ մեթոդները ընդգծում են որոշակի ռիսկեր:

Գծ ապատկեր 27: Հայաստանի պետական ՊԿՎ – Բազային սցենարի իրատեսակ անուշան



4. Մակրո-Ֆիսկալ սթրես-թեստեր: Սթրես-թեստերն ըստ էության անպետական ՊԿՎ-ի այն կարևոր օղակն է, որոնց ամփոփման միջոցով կարելի է պատկերացում կազմել պարտքի կայունության մասին: Այս թեստերը թույլ են տալիս հասկանալ, թե ինչպես կարող է զարգանալ պետական պարտքի բեռը մակրոտնտեսական տարբեր ցնցումների պայմաններում: Առանձնացվում են 5 սթրես թեստեր, որոնց բնութագրիչները ներկայացվում են ներքոնշյալ աղյուսակում:

Աղյուսակ 6: Մակրո-ֆիսկալ սթրեյթ-թեստերի առանձնահատկությունները¹¹⁴

Ռիսկ	Շոկերի չափն ժամկետ	Շոկերի փոխանցման մեխանիզմ
1. Առաջնային հաշվեկշիռ	Նվազագույն շոկ՝ ներքոնշյալ 2 տարբերակներից մեծը. 1) պլանավորվող կուտակային ճշգրտման 50%-ի չափով, 2) բազային սցենարից հանած պատմական 10 տարիների ստանդարտ շեղման կեսը:	1% առաջնային հաշվեկշիռի վատթարացումը և բացուցիչ պարտքի ներգրավման ճանապարհով հանգեցնում է տոկոսադրույքի 25 բազային միավոր 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 հաշվեկշիռը 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 սկսած անվանական տոկոսադրույքը 1) աճեցվում է իրական տոկոսադրույքի պատմական 10 տարիների առավելագույն ցուցանիշի և կանխատեսվող հորիզոնի իրական տոկոսադրույքների միջին ցուցանիշի տարբերության չափով, 2) 200 բազային միավորով:	Շոկերի չափերը կարող են ճշգրտվել, եթե համախառն ֆինանսավորման պահանջը մեծ է:
4. Փոխարժեք	Ընտրվում է ներքոնշյալ 2 տարբերակներից մեծը. 1) իրական փոխարժեքի գերարժևորման գնահատական, 2) իրական փոխարժեքի պատմական 10 տարիների առավելագույն փոփոխություն:	Փոխարժեքի արժեզրկումը հանգեցնում է գնաճի 0.25 ճկունության գործակցով:
5. Կոմբինացված շոկ	Ներառում է նախորդ բոլոր առանձին շոկերի ամենամեծ ենթատեսակների միաժամանակյա ազդեցությունը:	

¹¹⁴ Նույն տեղում՝ p. 22-24

Հայաստանի համար կատարված սթրես-թեստերի արդյունքները ներկայացված են Գծապատկեր 28-ում: Այդ արդյունքները վկայում են, որ պետական պարտքի ցուցանիշների վրա առավել մեծ ազդեցություն են ունենում տնտեսական աճի բացասական շոկերը: Այդ շոկերի արդյունքում 2017 և 2018թթ. իրական ՀՆԱ համապատասխանաբար 4.9% և 4.7% նվազման հետևանքով պետական պարտք/ՀՆԱ-ն, կտրուկ աճելով մինչև 2018թ., շարունակում է աճել կանխատեսվող հորիզոնի վերջում կայունանալով 72%-ի շրջանակներում: Նույնափսի վարքագիծ է դրսևորում նաև պետական պարտք/պետական բյուջեի եկամուտներ ցուցանիշը՝ 2019-2021թթ. կայունանալով 300%-ի շրջանակներում: Իսկ համախառն ֆինանսավորման պահանջ/ՀՆԱ ցուցանիշն աճում է մինչև 2017թ.՝ հասնելով մոտ 12% մակարդակի, այնուհետև նվազում և 2020թ. հասնում նորից այդ մակարդակին, որից հետո փոքր-ինչ նվազում:

Պետական պարտքի վրա երկրորդ մեծ ազդեցությունն է ունենում 2017թ. իրական փոխարժեքի 23% արժեզրկման շոկը, որի հետևանքով պետական պարտք/ՀՆԱ և պետական պարտք/եկամուտներ ցուցանիշներն, կտրուկ աճելով 2017թ., կանխատեսվող հորիզոնի վերջում կայունանում են համապատասխանաբար 60%-ի և 250%-ի շրջանակներում: Իսկ համախառն ֆինանսավորման պահանջ/ՀՆԱ ցուցանիշը կտրուկ աճում է 2020թ.՝ հասնելով 10% մակարդակին, որից հետո փոքր-ինչ նվազում:

Մյուս երկու շոկերը՝ առաջնային հաշվեկշռի շոկը (Հայաստանի դեպքում ընտրվել է այդ շոկի երկրորդ տարբերակը (տես Աղյուսակ 6) և տոկոսադրույքի շոկը (Հայաստանի դեպքում ընտրվել է այդ շոկի առաջին տարբերակը) գրեթե նմանատիպ ազդեցություն են ունենում պետական պարտքի և պետական համախառն ֆինանսավորման պահանջի վրա: Այսպես, այդ շոկերի ազդեցությամբ պետական պարտքը/ՀՆԱ ցուցանիշն աստիճանաբար աճում է՝ կայունանալով բազային սցենարից մի փոքր բարձր՝ 55% տոկոսի շրջանակներում, իսկ համախառն ֆինանսավորման պահանջ/ՀՆԱ ցուցանիշը շարժվում է բազային սցենարի նման՝ 2016-2019թթ. հիմնականում մնալով կայուն, կտրուկ աճում է 2020թ., այնուհետև փոքր-ինչ նվազում՝ գտնվելով 9.5-10% միջակայքում:

Իսկ կոմբինացված շոկի արդյունքում, ինչպես և սպասվում էր, վերոնշյալ ցուցանիշները շատ բարձր մակարդակների են հասնում. կանխատեսվող հորիզոնի վերջում պետական պարտք/ՀՆԱ-ն հասնում է

88%, պետական պարտք/եկմուտները՝ 368%, իսկ համախառն ֆինանսավորման պահանջ/ՅԱ գուցանիշը 14.5% մակարդակին:

Գծ ապատկեր 28: Հայաստանի պետական ՊԿՎ – Սթրե սթրե ստեր

Մակրո-ֆինակալ սթրե-թեստեր

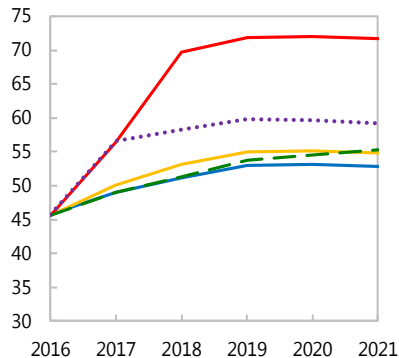
— Բազայն սցեսար
— Իրական ՀՆԱ ածր շոյ

— Առաջնայն ոռչվեչոյ շոյ
— Իրական փոխարսեթր շոյ

— Իրական տոկոսադրոյթր շոյ

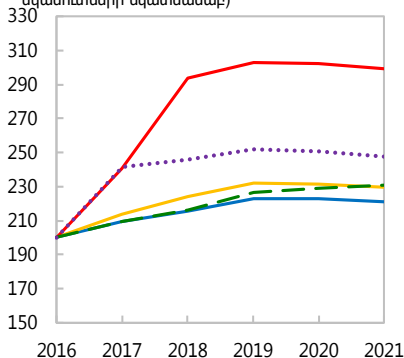
Համախառն պետկան պարտոց

(%ՀՆԱ նկատմամբ)



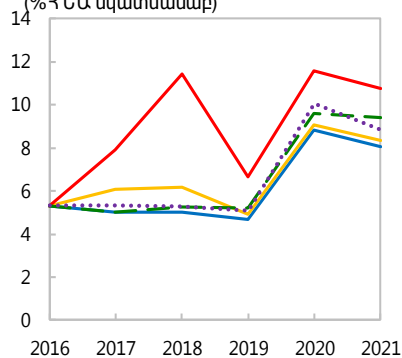
Համախառն պետկան պարտոց

(%պետական բյոջեթի եկամտոնեթրի նկատմամբ)



Համախառն ֆինանսավորման պահանջ

(%ՀՆԱ նկատմամբ)



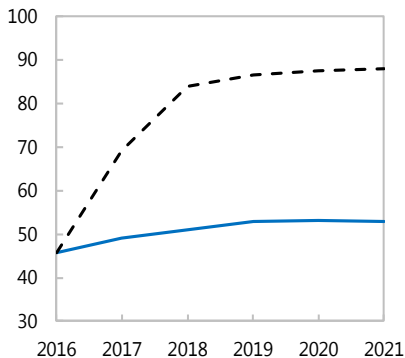
Լրացուցիչ սթրե-թեստեր

— Բազայն սցեսար

— Կոսթրուցված սալոյ-ֆրսկալ շոյ

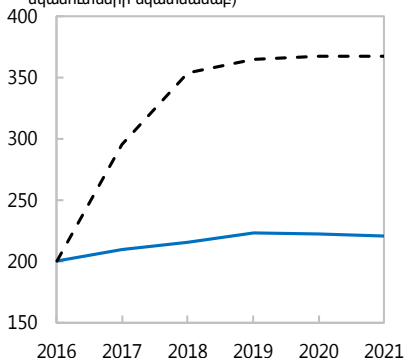
Համախառն պետկան պարտոց

(%ՀՆԱ նկատմամբ)



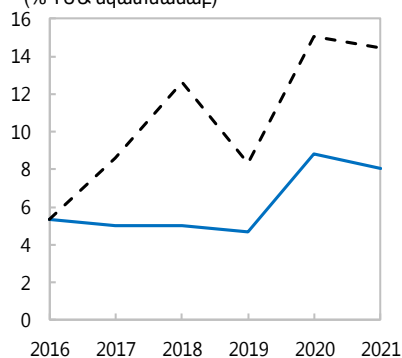
Համախառն պետկան պարտոց

(%պետական բյոջեթի եկամտոնեթրի նկատմամբ)



Համախառն ֆինանսավորման պահանջ

(%ՀՆԱ նկատմամբ)



Հիսնական եկթարոյթոյններ

(%)

Առաջնայն հաշվեկշիռի շոյ	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Իրական ՀՆԱ ած	2.2	2.8	3.0	3.5	3.5	3.5
ԳՆաճ	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Առաջնայն հաշվեկշիռ	-1.8	-1.9	-1.3	-0.3	-0.3	-0.5
Արդյունավետ տոկոսադր	4.6	4.6	4.5	4.4	4.3	4.0
Իրական տոկոսադրոյթր շոյ						
Իրական ՀՆԱ ած	2.2	2.8	3.0	3.5	3.5	3.5
ԳՆաճ	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Առաջնայն հաշվեկշիռ	-1.8	-0.9	-0.2	-0.3	-0.3	-0.5
Արդյունավետ տոկոսադր	4.6	4.6	5.1	5.4	5.7	5.9
Կոսթրուցված շոյ						
Իրական ՀՆԱ ած	2.2	-4.9	-4.7	3.5	3.5	3.5
ԳՆաճ	4.0	2.0	2.1	4.0	4.0	4.0
Առաջնայն հաշվեկշիռ	-1.8	-3.3	-5.3	-0.3	-0.3	-0.5
Արդյունավետ տոկոսադր	4.6	5.4	4.9	5.4	5.6	5.9

Իրական ՀՆԱ ածի շոյ	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Իրական ՀՆԱ ած	2.2	-4.9	-4.7	3.5	3.5	3.5
ԳՆաճ	4.0	2.0	2.1	4.0	4.0	4.0
Առաջնայն հաշվեկշիռ	-1.8	-3.3	-5.3	-0.3	-0.3	-0.5
Արդյունավետ տոկոսադր	4.6	4.6	4.6	4.7	4.6	4.2
Իրական փոխարսեթր շոյ						
Իրական ՀՆԱ ած	2.2	2.8	3.0	3.5	3.5	3.5
ԳՆաճ	4.0	11.7	4.0	4.0	4.0	4.0
Առաջնայն հաշվեկշիռ	-1.8	-0.9	-0.2	-0.3	-0.3	-0.5
Արդյունավետ տոկոսադր	4.6	5.4	4.2	4.2	4.1	3.9

Աղբյոյրը՝ ՀՀ ՖՆ, ԱԿԾ, ԱՄՀ և հեղինակի հաշվարկներ:

5. Բազային սցենարի անորոշողական գնահատում Fan Chart-երի կառուցման միջոցով: Վերոնշյալ սթրես-թեստերը հնարավորություն են տվեցին գնահատելու, թե ինչպես կարող են զարգանալ վճարունակության և իրացվելիության ցուցանիշները առանձին շուկերի և դրանց կոմբինացված ազդեցության հետևանքով: Սակայն կարևոր է նաև հասկանալ, թե ընդհանուր առմամբ ինչպիսի հնարավոր զարգացումներ կարող է ունենալ պետական պարտքը և ինչ հավանականությամբ կարող է հայտնվել այս կամ այն մակարդակում: Այդպիսի հնարավորությունն են տալիս կանխատեսման հավանականությունների գրաֆիկների (Fan Chart) կառուցումը, որոնք հնարավոր է իրականացնել MAC_DSA Template-ի շրջանակներում: Այստեղ Fan Chart-երը կառուցվում են հիմնվելով պարտքի ձևավորման վրա ազդող տնտեսական գործոնների՝ տնտեսական աճի, իրական տոկոսադրույքի, իրական փոխարժեքի, առաջնային պակասուրդի պատմական տվյալների և դրանց միջև կապերի հիման վրա: Հայաստանի համար կառուցված Fan Chart-երը ներկայացված են Գծապատկեր 29-ում: Fan Chart-երը փաստում են, որ բազային սցենարի անորոշողական ընթացքի մեծ է: Ընդ որում, սիմետրիկ Fan Chart-ը, որի դեպքում նվազման և աճի ռիսկերը հավասար հավանական են, ցույց է տալիս, որ 2016թ. պետական պարտք/ՀՆԱ-ն կարող է տատանվել 35-60% միջակայքում: Իսկ հետագա տարիներին անորոշողական աստիճանաբար մեծանում է՝ 2020թ. այդ ցուցանիշը կարող է տատանվել 29-91% միջակայքում: Հաշվի առնելով, որ ընթացիկ հաշվի պակասուրդը, ինչպես նաև տարածաշրջանային և համաշխարհային ռիսկերը (նավթի գներ, դոլարի ամրապնդում, Ռուսաստանի տնտեսական ճգնաժամ) մոտ ապագայում հավանական է, որ կպահպանվեն, ուստի մեր կողմից կառուցվել է նաև ասիմետրիկ Fan Chart, որի համար սահմանակվել են փոխարժեքի արժևորման ուղղությամբ ռիսկերը, քանի որ այդ պայմաններում ավելի հավանական է արժեզրկումը: Արդյունքում պետական պարտք/ՀՆԱ-ի աճի ռիսկերը գերակշռում են նվազման ռիսկերին: Ընդ որում, 2016թ. և 2020թ. համապատասխանաբար պետական պարտք/ՀՆԱ-ն կարող է տատանվել 40-60% և 40-105% միջակայքերում:

6. Պարտքի պորտֆելի խոցելիության գնահատում: Հայաստանի պարտքի պորտֆելի խոցելիությունը գնահատվել է վաղ արձագանքման

շեմերի հիման վրա¹¹⁵(տես Գծապատկեր 29): Այսպես, ըստ այդ շեմերի՝ Յայաստանի պետական պարտքն ունի միջինից բարձր ռիսկայնություն, քանի որ ԱՄՆ պարտատոմսերի նկատմամբ ՅՅ եվրապարտատոմսերի տոկոսադրույքների սփռեղը 2015թ. հունիս-օգոստոս ամիսներին կազմել է 460 բազային միավոր, որը գտնվում է միջին ռիսկայնության (200-600բազային միավոր) միջակայքում, արտաքին ֆինանսավորման պահանջ/ՅՆԱ 16% ցուցանիշը՝ բարձր ռիսկայնության (15%-ից բարձր) հատվածում, ոչ ռեզիդենտների նկատմամբ պետական պարտք/ընդհանուր պետական պարտք 83% և արտարժույթային պետական պարտք/ընդհանուր պետական պարտք 86% ցուցանիշները՝ բարձր ռիսկայնության (45%-ից բարձր և 60%-ից բարձր) հատվածներում: Միայն պետական պարտքի կառուցվածքում կարճաժամկետ պարտքի կշռի փոփոխությունն է գտնվում ցածր ռիսկայնության (մինչև 0.5%) հատվածում:

7. Ռիսկերի ամփոփում և ռիսկերի քարտեզի (Heat Map) կառուցում:

Վերևում նկարագրված պարտքի պորտֆելի խոցելիության գնահատումն ըստ էության պետական ՊԿՎ ռիսկերի ամփոփման փուլի երկրորդ մասն է կազմում: Առաջին մասը վերաբերում է սթրես-թեստերի արդյունքում բացահայտված մակրո-ֆիսկալ ռիսկերին: Այս փուլում, ի տարբերություն առաջին փուլում նշված շեմերի, կիրառվում են ներքոնշյալ աղյուսակի ավելի բարձր շեմերը:

Աղյուսակ 7: Ռիսկերի ամփոփման փուլում օգտագործվող պետական պարտքի բեռի շեմեր¹¹⁶

	Պետական պարտք/ՅՆԱ	Ֆինանսավորման պահանջ/ՅՆԱ
Չարգացող երկրներ	70	15
Չարգացած երկրներ	85	20

Իսկ ռիսկերի ամփոփումը և ռիսկերի քարտեզի կառուցումը կատարվում է հետևյալ տրամաբանությամբ. 1) եթե բազային սցենարում պետական պարտք/ՅՆԱ-ն մեծ է համապատասխան շեմից 2015թ. կամ կանխատեսվող որևէ տարում, այն շեմի գերազանցման կհանգեցնի նաև սթրես-թեստերի արդյունքում, ապա պետական պարտքը բարձր ռիսկային է (ռիսկեր քարտեզում նշվում է կարմիր գույնով), 2) եթե բազային սցենարում փոքր է շեմից, բայց սթրես-թեստերի դեպքում

¹¹⁵ Նույն տեղում՝ p. 30, 43-46
¹¹⁶ Նույն տեղում՝ p. 32:

գերազանցում է շեմը՝ միջին ռիսկային է (դեղին), 3) եթե երկու դեպքում էլ ցածր է շեմից՝ ցածր ռիսկային է (կանաչ): Նույն է մեկնաբանությունը նաև ֆինանսավորման պահանջ/ՆԱ ցուցանիշի դեպքում:

Աղյուսակ 8: Ռիսկերի ամփոփման գործընթաց¹¹⁷

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

Հայաստանի համար կառուցված ռիսկերի քարտեզը ներկայացված է Գծապատկեր 29-ում: Ռիսկերի քարտեզի արդյունքները փաստում են, որ վճարունակության (պետական պարտք/ՆԱ) տեսանկյունից Հայաստանի պետական պարտքը միջին ռիսկայնություն ունի տնտեսական աճի շոկերի դեպքում և ցածր ռիսկայնություն՝ մնացած շոկերի դեպքում: Իրացվելիություն (համախառն ֆինանսավորման պահանջ/ՆԱ) տեսանկյունից պետական պարտքը ցածր ռիսկային է բոլոր շոկերի դեպքում:

Ամենամեծ ռիսկայնությունը պարտքի պորտֆելի դեպքում է. պարտքը խոցելի է, քանի որ շուկայական ընկալումները (եվրապարտատոմսերի սփրեդ, որն արտացոլում է երկրի և փոխարժեքի ռիսկերը և անհանգստացնող է, հատկապես եթե դրանց ավելացնենք նաև վերջին տարիներին Հայաստանի միջազգային վարկանիշների իջեցումը) միջին ռիսկայնություն են ստեղծում, ոչ ռեզիդենտների նկատմամբ և արտարժույթային պետական պարտքերը բավական մեծ են և բարձր ռիսկայնություն են ստեղծում (պարտքի պորտֆելը հատկապես խոցելի դարձնելով փոխարժեքի տատանումների նկատմամբ) և Հայաստանի տնտեսության՝ ոչ ռեզիդենտների նկատմամբ պարտավորվածությունը բարձր ռիսկեր է ստեղծում:

Նշենք նաև, որ Հայաստանի պետական ՊԿՎ-ում ԿԲ պարտքի ներառումը, ճիշտ է ավելացնում է պետական պարտքի մակարդակը և բեռը, սակայն վերոնշյալ ՊԿՎ հիմնական արդյունքները չեն փոխվում: Հետևաբար անհրաժեշտություն չի առաջանում անդրադառնալ ԿԲ

¹¹⁷ Նույն տեղում՝ p. 32:

պարտքին՝ միաժամանակ հաշվի առնելով, որ ԿԲ պարտքը անմիջական ազդեցություն չի ունենում ՀՀ կառավարության հարկաբյուջետային քաղաքականության վրան ունի վճարային հաշվեկշռի կայունությանը միտված օբյեկտիվ բնույթ:

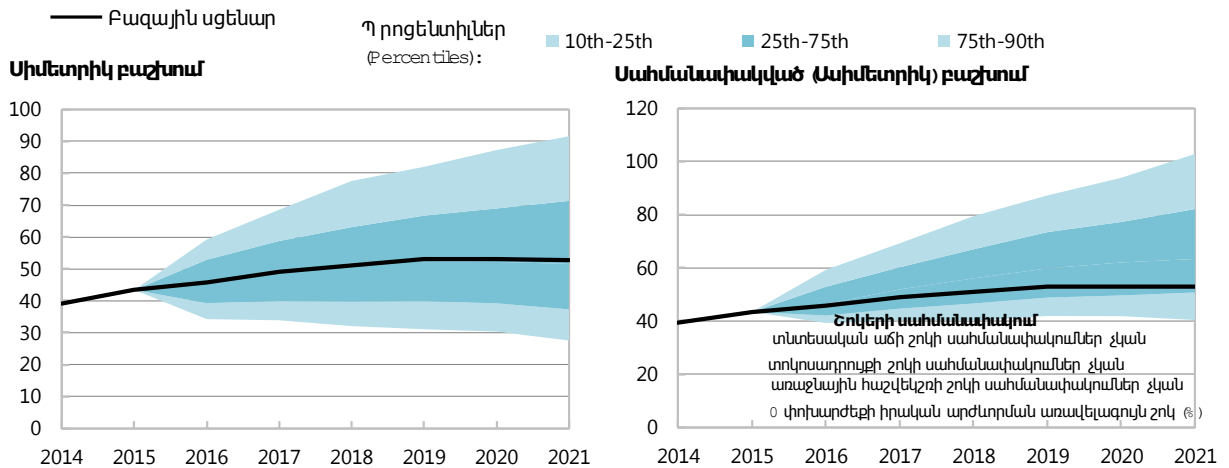
Գծապատկեր 29: Հայաստանի պետական ՊԿՎ – ռիսկերի ամփոփում և ռիսկերի քարտեզ

Ռիսկերի քարտեզ

Պարտքի մակարդակ	Իրական ՀՆԱ աճի շուկա	Առաջնային հաշվեկշռի շուկա	Իրական տոկոսադրույքի շուկա	Փոխարժեքի շուկա	Պայմանական պարտավորությունների շուկա
Համախառն ֆինանսավորման պահանջ	Իրական ՀՆԱ աճի շուկա	Առաջնային հաշվեկշռի շուկա	Իրական տոկոսադրույքի շուկա	Փոխարժեքի շուկա	Պայմանական պարտավորությունների շուկա
Պարտքի պրոտֆել	Շուկայական ընկալումներ	Արտաքին ֆինանսավորման պահանջ	Կարճաժամկետ պարտքի կշռի փոփոխություն	Պետական պարտք ոչ ռեզիդենտների նկատմամբ	Արտարժույթային պետական պարտք

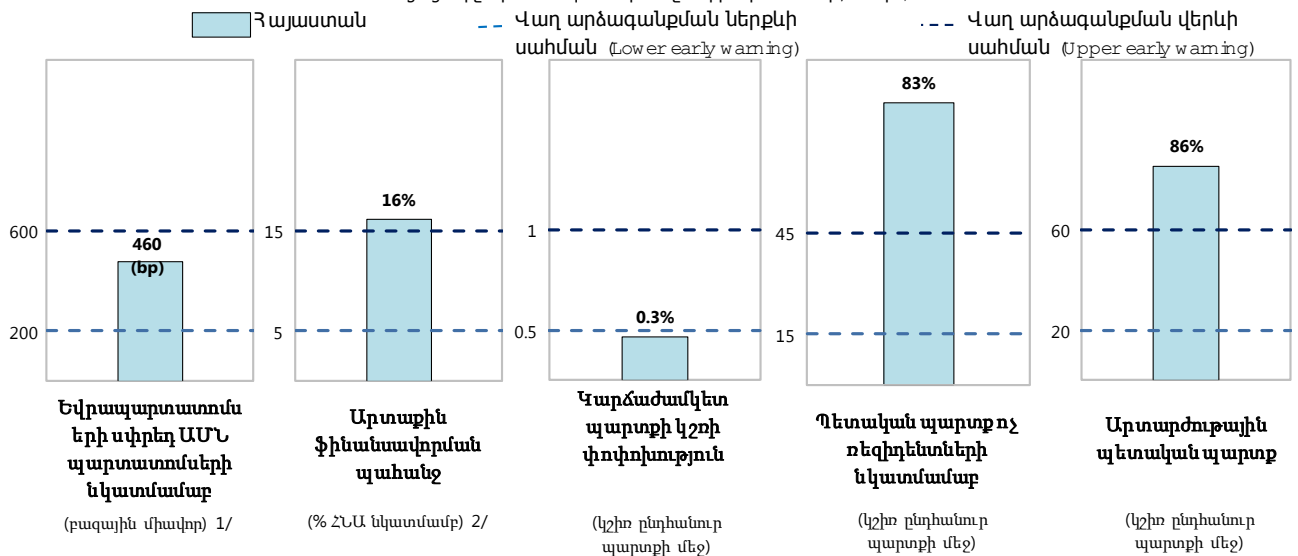
Պետական պարտք/ՀՆԱ-ի հավանականային դինամիկան (Fan Charts)

(% ՀՆԱ նկատմամբ)



Պարտքի պրոտֆելի խոցելիություն

ցուցանիշներ համապատասխան շենքերի նկատմամբ, 2015թ.)



Աղբյուրը՝ ՀՀ ՖՆ, ԱԿԾ, ԱՄՀ և հեղինակի հաշվարկներ:

1/Եվրապարտատուների 3 ամիսների իռնիս-օգոստոս) միջին սփռելի ԱՄՆ պարտատուների նկատմամբ (բազային միավոր),

2/Արտաքին ֆինանսավորման պահանջը որոշվում է ընթացիկ հաշվի պակասորդի, միջնաժամկետ և երկարաժամկետ համախառն արտաքին պարտքի մայր գումարների մարումների և նախորդ տարվա կարճաժամկետ արտաքին պարտքի գումարով:

Հաշվի առնելով աստենախոսական աշխատանքի ուղղվածությունը և այն, որ ՀՀ ՖՆ պետական պարտքի կառավարման վարչությունը յուրաքանչյուր տարի պետական պարտքի մասին հաշվետվություններին և կառավարության պարտքի ռազմավարություններին շրջանակներում վերլուծում է պարտքի կառավարման ռիսկերը քննադատող մյուս ցուցանիշները (որոնց անդրադարձ ենք կատարել առաջին գլխի շարադրանքում)՝ այստեղ անդրադարձ չենք կատարում նաև այդ ցուցանիշների վերլուծությանը:

3.3. Հայ աստանի պետական պարտքի ազդեցությունը տնտեսական աճի վրա

3.3.1. Երկարաժամկետ ազդեցություն: Մակրոտնտեսական սահմանային արդյունքների և հատույցների գնահատում

Տնտեսության և հատկապես տնտեսական աճի վրա պետական պարտքի ազդեցության գնահատումը պետական պարտքի վերաբերյալ ուսումնասիրություններին թերևս ամենախնդրահարույց հարցն է, որն անհանգստացնում է ինչպես անկախ հետազոտություններով զբաղվող տնտեսագետներին, այնպես էլ կառավարություններին, որոնք էլ հենց պատասխանատու են հարկաբյուջե տային և պարտքային քաղաքականությունների մշակման և իրականացման համար: Այս հարցը եղել է, կա և կլինի խթանող հարկաբյուջե տային քաղաքականության կողմնակիցների և պասիվ հարկաբյուջե տային քաղաքականության կողմնակիցների (որոնք վկայակոչում են երկարաժամկետում բյուջեի պակասորդների և պետական պարտքի բացասական հետևանքների մասին) միջև բանավեճերի կենտրոնական հարցերից մեկը: Տնտեսական աճի վրա պետական պարտքի ազդեցության չափի և փոխանցման ուղիների վերաբերյալ հնարավորինս ամբողջական և իրատեսական պատկերացումը թույլ կտա մշակել և իրագործել առավել արդյունավետ հարկաբյուջե տային և պարտքային քաղաքականություններ:

3.3.1.1. Միջազգային փորձ

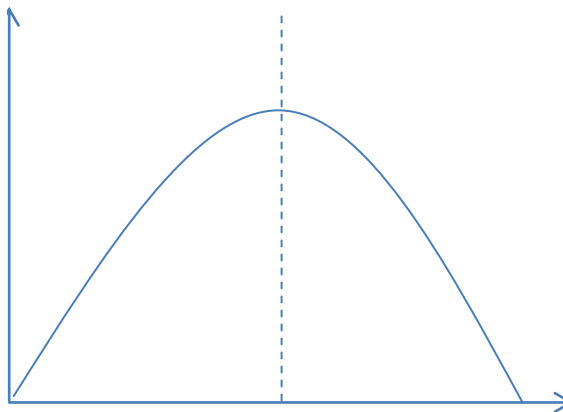
Պետական պարտքի բեռը տնտեսագետներին, երկրներին կառավարողներին, ինչպես նաև վարկատուներին մեծ անհանգստություն սկսեց պատճառել հատկապես 1980-1990-ական թթ. զարգացող երկրներին պարտքային ճգնաժամերից հետո, իսկ 2008-2009թթ. համաշխարհային ճգնաժամից հետո պարտքի վերաբերյալ տնտեսագիտական վերաբերմունքը կարելի է ասել երկրորդ անգամ վերածնունդ ապրեց, երբ արդեն իսկ վերջին տասնամյակում կուտակված մեծ պարտքը հայտնվեց լրացուցիչ ճնշումների ներքո: Լույս տեսան էմպիրիկ հետազոտողները, որոնք պետական պարտքի վերաբերյալ ուսումնասիրությունների նոր և առավել պրակտիկ ու արդիական ուղղությունների սկիզբ դրեցին, մասնավորապես՝ տնտեսագետները սկսեցին առավել մեծ ուշադրություն դարձնել տնտեսության վրա պետական պարտքի ազդեցության գնահատմանը, տնտեսական աճի, ներդրումների, գնաճի վրա պետական պարտքի մեծ բեռի բացասական հետևանքներին և դրանց գնահատմանը: Այս համատեքստում կարևոր է տնտեսության վրա պետական պարտքի ազդեցության փոխանցման նոր ուղիների բացահայտումը, ՀՆԱ նկատմամբ պետական պարտքի այնպիսի սահմանի գնահատումը, որից մեծ պարտքը բացասաբար է ազդում տնտեսական աճի վրա, պետության նկատմամբ վստահության վերականգնման, կուտակված մեծ պարտքերի կրճատման ուղիների բացահայտման և այլ հարցեր:

Տնտեսության վրա պետական պարտքի ազդեցության հետազոտողները կարելի է տարանջատել երկու խմբի: Առաջին խմբի հետազոտողները նվիրված են տնտեսական աճի վրա ամբողջ պետական պարտքի բեռի ազդեցության գնահատմանը՝ հիմնվելով այն գաղափարի վրա, որ պետական պարտքի բեռը ինչ-որ մակարդակից սկսած բացասական է ազդում տնտեսական աճի վրա: Իսկ երկրորդ խմբի հետազոտողները նվիրված են տնտեսության վրա ընդհանուր և ըստ առանձին ոլորտների պետական ներդրումների, այդ թվում նաև պետական պարտքով \$ինանսավորվող ներդրումների ազդեցության գնահատմանը: Առաջին խմբին մենք անվանում ենք տնտեսության վրա պետական պարտքի ազդեցության **ադրեգացված**, իսկ երկրորդին՝ **ապադրեգացված մեթոդների խումբ**:

Նշենք, որ տնտեսական աճի վրա պետական պարտքի մեծ բեռի բացասական ազդեցությունը ինչպես տնտեսանորեն (որին անդրադարձել ենք մեր աշխատանքի առաջին գլխում), այնպես էլ էմպիրիկ տեսանկյունից անսպասելի չէ: Տնտեսական հետազոտությունները տարանջատում են տնտեսական աճի վրա մեծ պետական պարտքի բացասական ազդեցության հետևյալ հիմնական ուղիները.

1. Առաջինն այսպես կոչված «պարտքի վերածածկի» (debt overhang) հայեցակարգն է, որն առաջարկվել է ամերիկացի տնտեսագետներ Կրուգմանի¹¹⁸ և Սաքսի¹¹⁹ կողմից: Այս հայեցակարգը իրենից ներկայացնում է այնպիսի իրավիճակ, երբ պետական պարտքի աճը նվազեցնում է ապագա եկամտի վերաբերյալ ինչպես հայրենական, այնպես էլ օտարերկրյա ներդրողների սպասումները, քանի որ ներդրողները սպասում են, որ ներայումս կուտակվող պետական պարտքը ապագայում մարվելու է խեղաթյուրող հարկերի ավելացման հաշվին: Այսինքն՝ տեղի է ունենում ներդրումների արտամղում, որն էլ իր հերթին դանդաղեցնում է երկարաժամկետ տնտեսական աճի համար անհրաժեշտ կապիտալի պաշարի կուտակման գործընթացը:

Գծապատկեր 30: «Պարտքի Լաֆֆերի կոր»



Այս հայեցակարգը ներկայացվում է «պարտքի Լաֆֆերի կորի միջոցով», որը փաստում է, որ պետական պարտքի մեծ պաշարը

¹¹⁸ **Krugman P.**, Financing vs. forgiving a debt overhang, *Journal of Development Economics* 29(3):253–268, 1988.

¹¹⁹ **Sachs J.**, *The Debt Overhang of Developing Countries*. In *Debt, Stabilization and Development*, Oxford: Basil Blackwell, 1989.

նվազեցնում է ապագայում պարտքի մարման հավանականությունը: Կորի ձախ հատվածում պետական պարտքի անվանական արժեքի աճին զուգահեռ աճում է սպասվող պարտքի մարման հավանականությունը, իսկ աջ հատվածում՝ այդ հավանականությունը նվազում է:

2. Մեծ պետական պարտքը ապագայում հարկերի խեղաթյուրող է ֆֆեկտի միջոցով սահմանափակում է տնտեսական աճը¹²⁰:

3. Պետական պարտքի բարձր մակարդակը սահմանափակում է տնտեսական աճը ընհանուր գործույթին արտադրողականության կրճատման ճանապարհով: Պետական պարտքի բարձր մակարդակի դեպքում կառավարությունները ավելի քիչ պատրաստակամ կլինեն իրագործել դժվար և ծախսատար կառուցվածքային ռեֆորմներ, քանի որ դրանց արդյունքում ապագայում ստեղծված արդյունքի մի մասը պետք է փոխանցվի օտարերկրյա վարկատուներին՝ արտաքին պարտքի մարման տեսքով: Ստեղծված անորոշ քաղաքական միջավայրը իր հերթին կարող է ազդել նաև մասնավոր հատվածի ներդրումների արդյունավետության և արտադրողականության վրա¹²¹: Մյուս կողմից ստեղծված անորոշ իրավիճակը, ինչպես նաև «պարտքի վերածածկի» հետ կապված անկայունությունը կարող է նվազեցնել մասնավոր հատվածի կողմից տեխնոլոգիաների բարելավման և ռեսուրսների արդյունավետ օգտագործման խթանները, որի արդյունքում ներդրումները կարող են ուղղվել կարճաժամկետ արդյունք ապահովող ծրագրերին, որոնք իրենց հերթին կնվազեցնեն տնտեսության արտադրողականությունը և խոչընդոտեն կստեղծեն երկարաժամկետ տնտեսական աճի համար¹²²:

4. Մեծ պետական պարտքը տնտեսական աճի վրա ազդում է նաև լրացուցիչ գնաճի ստեղծման ճանապարհով¹²³:

¹²⁰ **Barro R.**, On the Determinants of the Public Debt, *Journal of Political Economy*, Vol. 85 (5), pp. 940–71, 1979

¹²¹ **Malone S. W.**, Sovereign Indebtedness, Default and Gambling for Redemption, *Oxford Economic Papers*, 2010, Volume 63 (2), 2010.

¹²² **Fosu A. K.**, The Impact of External Debt on Economic Growth in Sub-Saharan Africa, *Journal of Development Economics* 21(1):93–117, 1996.

Serven L., Irreversibility, Uncertainty and Private Investment: Analytical Issues and Some Lessons for Africa. *Journal of African Economies* 6(3):229–68, 1997.

¹²³ **Sargent T., Wallace N.**, Some Unpleasant Monetarist Arithmetic, *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, 1981.

Barro R., Inflation and Economic Growth, NBER Working Paper No. 5326, 1995.

Cochrane J., Understanding Policy in the Great Recession: Some Unpleasant Fiscal Arithmetic, Working Paper, University of Chicago Press, 2010.

5. Մեծ պարտքը սահմանափակում է հակացիկլային հարկաբյուջե տային քաղաքականությունն իրականացնելու հնարավորությունները, որն էլ իր հերթին կարող է հանգեցնել տնտեսության բարձր տատանողականության և նվազեցնել տնտեսական աճը¹²⁴:

6. Պետական պարտքի բարձր մակարդակը սահմանափակում է ցածր և միջին եկամուտունեցող երկրների համար կենսական նշանակություն ունեցող սոցիալական ծառայությունների, այդ թվում՝ կրթության, առողջապահության, սոցիալական պաշտպանության և այլ ծառայությունների մատուցման հնարավորությունները¹²⁵:

7. Պետական պարտքի բարձր մակարդակը կարող է բարձրացնել երկրից կապիտալի փախուստի ռիսկը¹²⁶, քանի որ միջազգային ֆինանսական շուկաներում երկրի ակտիվների նկատմամբ պահանջարկը կարող է կտրուկ նվազել:

8. Մեծ պետական պարտքը բարձրացնում է երկրի ռիսկայնությունը և անվճարունակության հավանականությունը¹²⁷ և, հետևաբար նվազեցնում կառավարության հանդեպ ներդրողների, այլ տնտեսվարող սուբյեկտների, միջազգային վարկատուների և նաև քաղաքացիների վստահությունը:

9. Մեծ պետական պարտքը, հատկապես մեծ արտաքին պետական պարտքը կարող է թուլացնել աշխարհում տվյալ երկրի քաղաքական դիրքը, քանի որ երկրին արտաքին վարկատուներից մեծ կախվածության մեջ է գցում:

10. Վերոնշյալ ազդեցությունների հետևանքով պարտքի բարձր մակարդակը բացասաբար է ազդում նաև մակրոտնտեսական կայունության վրա:

Առաջին խումբը հետազոտությունները (ազդեցաված մեթոդների խումբ) հիմնականում բացահայտում են, որ պետական պարտքի բեռն և տնտեսական աճի կապը ոչ գծային է, այսինքն՝ մինչև ՅՆԱ նկատմամբ

¹²⁴ **Aghion P., Kharroubi E.**, Cyclical Macro Policy and Industry Growth: The Effect of Countercyclical Fiscal Policy, Working Paper, Harvard University, 2007.

Woo J., Why Do More Polarized Countries Run More Procyclical Fiscal Policy?, Review of Economics and Statistics, Vol. 91(4), pp. 850–70, 2009.

¹²⁵ **Pattillo C., Poirson H., Ricci. L.**, What Are the Channels Through Which External Debt Affects Growth, IMF Working Paper, 2004.

¹²⁶ **Cerra V., Meenakshi R., Saxena S.**, Robbing the Riches: Capital Flight, Institutions and Debt, Journal of Development Studies 44(8):1190–1213, 2008.

¹²⁷ **Savvides A.**, Investment Slowdown in Developing Countries during the 1980s: Debt Overhang or Foreign Capital Inflows? Kyklos, 1992.

որոշ սահմանին հասնելը պետական պարտքը դրական է ազդում տնտեսական աճի վրա, իսկ այդ սահմանից բարձր պետական պարտքի բեռը սկսում է բացասաբար ազդել տնտեսական աճի վրա: Այս խմբի ազդեցիկ հետազոտություններից մեկը աշխարհի առավել ազդեցիկ տնտեսագետներից ամերիկյան տնտեսագետներ Ռեյնհարթի և Ռոգոֆի 2010թ. հետազոտությունն է¹²⁸: Այս հեղինակները իրենց աշխատությունում անդրադարձ են կատարում 44 զարգացած և զարգացող երկրների 1790-2009թթ. պատմությանը՝ տարանջատելով պետական պարտք/ՅՆԱ ցուցանիշի չորս միջակայք՝ 0-30%, 30-60%, 60-90%: Աշխատության առաջին եզրահանգումն այն է, որ երբ պետական պարտքի բեռը անցնում է 90% մակարդակը, տնտեսական մեդիանա աճը նվազում է 1%-ով, իսկ միջին աճը 1%-ից ավել: Երկրորդ, երբ զարգացող երկրների արտաքին պարտքը (պետական և մասնավոր) գերազանցում է ՅՆԱ-ի 60%-ը տարեկան տնտեսական աճը նվազում է 2%-ով, իսկ ավելի բարձր արտաքին պարտքի դեպքում տնտեսական աճը նվազում է գրեթե երկու անգամ: Եվ երրորդ, պետական պարտքի բեռի և ինֆլյացիայի միջև զարգացած երկրներում ակնհայտ կապ չկա, իսկ զարգացող երկրների դեպքում պետական պարտքի աճին զուգահեռ ինֆլյացիան կտրուկ աճում է:

Սակայն Յերոդոնը, Էշը և Փոլինը իրենց 2013թ. հետազոտության¹²⁹ մեջ քննադատում են վերոնշյալ աշխատությունը և եզրակացնում, որ ուղղելով այդ աշխատության կողավավորման սխալները և օգտագործելով կշռման այլ մեթոդներ՝ կարելի է փաստել, որ վերոնշյալ եզրահանգումները միանշանակ չեն դիտարկվող բոլոր երկրների համար:

Հաջորդ հայտնի աշխատությունը ԱՄՆ տնտեսագետներ Կուլմարի և Վուլի 2010թ. հետազոտությունն է¹³⁰: Աշխատության մեջ հեղինակները պանելային ռեգրեսիայի գնահատման տարբեր մեթոդներով (pooled OLS, BE, FE, SGMM) գնահատում են 1970-2007թթ. 38 զարգացած և զարգացող երկրների Էնդոգեն աճի մոդել, որի շրջանակներում գնահատում նաև նախնական պետական պարտք/ՅՆԱ-ի ազդեցությունը հետագա տարիների բնակչության մեկ շնչի հաշվով իրական ՅՆԱ-ի աճի վրա՝ փորձելով բացահայտել պարտքի վերածածկի էֆեկտը: Կատարված գնահատումների

¹²⁸ Reinhart C., Rogoff K., Growth in a Time of Debt, NBER Working Paper No. 15639, 2010, p 75-79.
¹²⁹ Herndon T., Ash M., Pollin R., Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff, Political Economy Research Institute, Working Paper Series No. 322, 2013.
¹³⁰ Kumar M., Woo J., Public Debt and Growth, IMF Working Paper WP/10/174, 2010.

արդյունքները փաստում են, որ նախնական պետական պարտք/ՅՆԱ-ի 10 տոկոսային կետ աճը հետագա տարիներին հանգեցնում է զարգացող երկրներում մեկ շնչի հաշվով իրական ՅՆԱ-ի աճի տարեկան 0.2 տոկոսային կետ, իսկ զարգացած երկրներում՝ 0.15 տոկոսային կետ նվազման: Միաժամանակ հեղինակները գնահատում են նաև վերոնշյալ երկու ցուցանիշների ոչ գծային կապը, ըստ որի 90%-ից բարձր պետական պարտքի բեռի դեպքում է միայն ի հայտ գալիս տնտեսական աճի վրա գալիս բացասական ազդեցությունը:

Չեչերիտան և Ռոթերը իրենց 2010թ. հետազոտության¹³¹ մեջ նույնպես ենդոգեն աճի մոդելի շրջանակներում գնահատում են պետական պարտք/ՅՆԱ-ի ազդեցությունը բնակչության մեկ շնչի հաշվով իրական ՅՆԱ-ի աճի վրա, սակայն եվրոպական 12 երկրների համար՝ կիրառելով 1970-2010թթ. տվյալներ: Օգտագործվող մեթոդը ֆիքսված էֆեկտներով (FE) պանելային ռեգրեսիան է: Կատարված վերլուծության հիմնական եզրահանգումն այն է, որ պետական պարտքի բեռը բնակչության մեկ շնչի հաշվով իրական ՅՆԱ-ի երկարաժամկետ աճի վրա սկսում են էական բացասական ազդեցություն ունենալ ՅՆԱ-ի նկատմամբ 90-100% մակարդակին հասնելուց հետո: Սակայն աշխատության վստահության միջակայքերի գնահատումը փաստում է նաև, որ բացասական ազդեցություն կարող է ի հայտ գալ նույնիսկ ավելի ցածր 70-80% մակարդակի դեպքում:

Կեչետին, Մոհանտին և Չամպոլին իրենց 2011թ. աշխատության¹³² մեջ նույնպես փորձում են բացահայտել ոչ գծային կապի երևույթը Տնտեսական համագործակցության և զարգացման կազմակերպության (ՏՀԶԿ) 18 երկրների համար՝ օգտագործելով 1980-2010թթ. տվյալները: Աշխատության մեջ գնահատվում են նաև ձեռնարկությունների և տնային տնտեսությունների պարտքերի ազդեցությունը տնտեսական աճի վրա: Կատարված վերլուծության արդյունքում հեղինակները եզրակացնում են, որ տնտեսական աճի վրա պարտքի բացասական ազդեցությունը ի հայտ է գալիս հետևյալ դեպքերում՝ երբ պետական պարտքը գերազանցում է ՅՆԱ-ի 85%-ը, երբ տնային տնտեսությունների պարտքը գերազանցում է ՅՆԱ-ի 85%-ը և երբ ձեռնարկությունների պարտքը գերազանցում է ՅՆԱ-ի 90%-ը:

¹³¹ **Checherita C., Rother. P.**, The Impact of High and Growing Government Debt on Economic Growth. An Empirical Investigation For the Euro Area, ECB Working Paper Series No. 1237, 2010.

¹³² **Cecchetti S., Mohanty M.S., Zampolli F.**, The Real Effects of Debt, BIS Working Papers No 352, 2011.

Բալասոնեն, Ֆրանչեսեն և Փեյսը իրենց 2011թ. հետազոտության¹³³ մեջ տնտեսական աճի մոդելի (արտադրական ֆունկցիա) շրջանակներում 1861-2009թթ. համար գնահատում են Իտալիայի պետական պարտք/ՅՆԱ-ի և բնակչության մեկ շնչի հաշվով իրական ՅՆԱ-ի աճի միջև կապը: Յեղիևակները բացահայտում են, որ ամբողջ ժամանակաշրջանի համար այդ երկու ցուցանիշների միջև կոռելացիան բացասական է, սակայն 1985թ. սկսած կապը թուլվել է: Ընդ որում այդ բացասական կապը դրսևորվում է հիմնականում ներդրումների նվազման ճանապարհով:

Կան նաև հետազոտողներ, որոնք նվիրված են միայն զարգացող երկրներին: Այսպես, Պրեսբիտերոն իր 2010թ. հետազոտության¹³⁴ մեջ պետական պարտքի և տնտեսական աճի կապը գնահատում է 92 ցածր և միջին եկամտ ունեցող երկրների համար՝ օգտագործելով 1990-2007թթ. տվյալները: Յեղիևակը պանելային ռեգրեսիայի մեթոդներով (մոմենտների եղանակի՝ GMM-ի տարբեր ձևեր) տնտեսական աճի մոդելի գնահատման միջոցով բացահայտում է, որ այս երկրներում պետական պարտքը բացասական է ազդում տնտեսական աճի վրա մինչև ՅՆԱ-ի նկատմամբ 90% մակարդակը հասնելը, որից այն կողմ այդ կապը նշանակալի չէ, ինչը կարող է պայմանավորված լինել նրանով, որ այդպիսի մեծ պարտքի դեպքում մակրոտնտեսական քաղաքականությունները հիմնականում ավելի անկայուն և տատանողական են, ինչը կարող է թաքցնել այդ բարձր մակարդակներում տնտեսական աճի վրա պետական պարտքի բացասական ազդեցությունը:

Պատիլիոյի, Պոիրսոնի և Ռիչիի 2011թ. հետազոտությունը¹³⁵ նվիրված է 93 զարգացող երկրներին: Յեղիևակները գնահատում են 1969-1998թթ. արտաքին պարտքի (պետական և մասնավոր) ազդեցությունը տնտեսական աճի վրա: Այստեղ նույնպես պանելային ռեգրեսիայի մեթոդով տնտեսական աճի մոդելի գնահատման միջոցով բացահայտում են տնտեսական աճի և արտաքին պարտք/ՅՆԱ ու արտաքին պարտք/արտահանում ցուցանիշների ոչ գծային կապը, ըստ որի արտաքին պարտք/ՅՆԱ-ն բացասաբար է ազդում տնտեսական աճի վրա, երբ

¹³³ **Balassone F., Francese M., Pace A.**, Public Debt and Growth in Italy, Quaderni di Storia Economica Banca D'Italia No. 11, October 2011.

¹³⁴ **Presbitero A. F.**, Total Public Debt and Growth in Developing Countries, Centro Studi Luca D'Agliano Development Studies Working Paper N. 300, 2010.

¹³⁵ **Pattillo C., Poirson H., Ricci L.**, External Debt and Growth, Review of Economics and Institutions, Fall 2011, vol. 2, issue 3, Article 2, 2002.

գերազանցում է 35-40% մակարդակը, իսկ արտաքին պարտք/արտահանում գուցանիշի դեպքում այդ շեմը 160-170% է:

Կան նաև հետազոտություններ¹³⁶, որոնք ի տարբերություն վերոնշյալ հետազոտությունների, տնտեսական աճի վրա պետական պարտքի ազդեցությունը գնահատում են առանձին երկրների համար (օրինակ՝ Աֆրիկայի, Ասիայի զարգացող երկրների համար)՝ օգտագործելով երկչափ և բազմաչափ ռեգրեսիաներ և վեկտոր ավտոռեգրեսիոն մոդելներ (VAR), սակայն չեն անդրադառնում ոչ գծային կապի առկայությանը:

Երկրորդ խումբ հետազոտությունները (ապագրեգացված մեթոդների խումբ) արտացոլում են ոչ միայն տնտեսության վրա պետական պարտքի և հետևաբար պետության պարտքային քաղաքականության ազդեցությունը, այլ նաև հարկաբյուջետային քաղաքականության ազդեցությունը: Այս խումբը կարելի է բաժանել երկու ենթախմբերի: Առաջին ենթախմբի հետազոտությունները գնահատում են տնտեսության վրա ընդհանուր և ըստ առանձին ոլորտների պետական ներդրումների երկարաժամկետ ազդեցությունը, իսկ երկրորդ ենթախումբը գնահատում է տնտեսության վրա պետական ծախսերի և դրա առանձին տարատեսակների (այդ թվում նաև կապիտալ ծախսերի կամ ոչ ֆինանսական ակտիվների գծով ծախսերի, որոնք ել իրենցից ներկայացնում են պետական ներդրումները) ազդեցությունը՝ ծախսերի կարճաժամկետ և միջնաժամկետ բազմարկիչների (մոլլ տիպի կատորների) գնահատման միջոցով:

Չայտնի է, որ ներդրումները և կապիտալի կուտակումը անկասկած երկարաժամկետ տնտեսական աճի հիմնական շարժիչ ուժերն են: Բացառություն չեն նաև պետական ներդրումները, քանի որ դրանք հիմնականում մասնավոր ներդրումներին փոխրացնող, այլ ոչ թե փոխարինող բնույթ ունեն: Ինչպես տեսական, այնպես էլ էմպիրիկ տնտեսագիտական աշխատանքները հիմնավորում են պետական ներդրումների և տնտեսական աճի միջև դրական կապի առկայությունը: Դեռևս Ռոբերտ Բարրոն իր 1990թ. աշխատության¹³⁷ մեջ տնտեսական աճի տեսական էնդոգեն մոդելի շրջանակներում, որտեղ պետական ներդրումները փոխրացնում են մասնավոր ներդրումներին, ցույց է

¹³⁶ Այս հետազոտությունները ներկայացված են գրականության ցանկում:

¹³⁷ **Barro R. J.**, Government Spending in a Simple Model of Endogenous Growth, Journal of Political Economy, University of Chicago Press, vol. 98(5), pages S103-26, October, 1990.

տալ իս պետական ներդրումների և տնտեսական աճի միջև դրական կապը: Երկարաժամկետում պետական ներդրումներն երկրում ավելացնում են կապիտալի պաշարը և ընդլայնում տնտեսության արտադրական կարողությունները, իսկ կարճաժամկետում մյուս պետական ծախսերի նման, պետական ներդրումները խթանում են տնտեսությանը բազմարկիչների ազդեցության միջոցով:

Պետական ներդրումներին անդրադարձ ենք կատարել նաև մեր աշխատության առաջին գլխում և այս գլխի առաջին հարցում, իսկ դրանց պրակտիկ կարևորությունը և պետական պարտքի հետ դրանց կարևոր կապն են արտացոլում նաև մեր կողմից ներկայացված պարտքային քաղաքականության հայեցակարգերը և, մասնավորապես, «Ռսկե կանոնը» և «Կայուն ներդրման կանոնը»:

Իրականում, բացի վերոնշյալ դատողություններից, տնտեսության վրա պետական ներդրումների ազդեցության փոխանցման ուղիները բավական բարդ ու բազմազան են: Պետական ներդրումները մասնավոր արտադրության և ներդրումների, ինչպես նաև բնակչության բարեկեցության վրա ազդում են բազմաթիվ ճանապարհներով, ինչը պայմանավորված է նրանով, որ պետական ներդրումները հիմնականում ներկայացնում են ենթակառուցվածքներում կատարվող ներդրումներն են, որոնք իրենց հերթին հասարակական բարիքներ են: Իսկ այդ բարիքների, ինչպես նաև պետության, որպես կարևոր ինստիտուտի, բարդ և բազմաբովանդակ բնույթով պայմանավորված՝ տնտեսության և հասարակության բարեկեցության վրա դրանց ազդեցությունը, ինչպես հայտնի, բարդ ու բազմակողմանի է: Այնուամենայնիվ, կարող ենք տարանջատել տնտեսության վրա պետական ներդրումների ազդեցության երեք հիմնական ուղիներ:

Առաջինը, պետական ենթակառուցվածքները տնտեսության վրա ունենում են լրացուցիչ, բայց միաժամանակ քիչ տեսանելի ազդեցություններ.

- Բացի այն, որ պետական ներդրումները, որպես արտադրության գործոն ազդում են գործոնների սահմանային արդյունքների վրա, պետական ենթակառուցվածքները լրացուցիչ ազդեցություն են ունենում աշխատանքի արտադրողականության վրա: Օրինակ՝ ճանապարհների հասանելիությունը թույլ է տալիս աշխատողներին ավելի շուտ հասնել աշխատանքի կամ ֆիրմաներին՝ ավելի հեշտ

տեղափոխել և ավելի արագ հասցնել իրենց արտադրանքը սպառողին, հետևաբար կրճատում է երկու տարբեր տարածքների միջև տեղափոխվելու ժամանակը: Կամ, օրինակ, ոռոգման ցանցի առկայությունը խթանում է գյուղատնտեսական ցանքատարածությունների մշակումը:

- Պետական ենթակառուցվածքները նվազեցնում են նաև մասնավոր հատվածի այսպես կոչված ճշգրտող ծախսերը, քանի որ մասնավոր հատվածը, օգտվելով այդ ենթակառուցվածքներից, ստիպված չի լինում կատարել լրացուցիչ այնպիսի ծախսեր, որոնք կարող էր կատարել դրանց բացակայության կամ ցածր որակի ենթակառուցվածքների առկայության դեպքում, և հետևաբար այդ չափով չի ճշգրտում իր կողմից վճարվող ապրանքների կամ մատուցվող ծառայությունների գները: Այսինքն, նվազեցնելով ճշգրտող լրացուցիչ ծախսերը, պետական ներդրումները նպաստում են մասնավոր ներդրումների հատույցների աճին:

- Պետական ենթակառուցվածքները նվազեցնում են նաև մասնավոր կապիտալի մաշվածության նորմը՝ երկարացնելով դրա օգտագործման ժամկետը: Օրինակ՝ որակյալ ճանապարհներով երթևեկելիս ավտոմեքենաները ավելի քիչ և ուշ են մաշվում: Ավելի կայուն և որակյալ էներգետիկ համակարգի առկայության դեպքում էլ եկտրական սարքերը ավելի երկար են օգտագործվում:

Երկրորդ կարևոր փոխանցման ուղին այն է, որ պետական ենթակառուցվածքները նպաստում են մարդկային կապիտալի զարգացմանը, որն իր հերթին արտադրության գործոն է և ավելացնում է հասարակության սոցիալական բարեկեցությունը:

- Պետական ներդրումները (կրթական ծրագրեր, դասախոսների վերապատրաստում, դպրոցների կառուցում և վերանորոգում, անհրաժեշտ տեխնիկայով ապահովում) խթանում են կրթության հասանելիությունը, բարձրացնում կրթության և կրթության կազմակերպման որակը և նպաստում բնակչության կրթական մակարդակի բարձրացմանը:

- Պետական ենթակառուցվածքները (հիվանդանոցներ, անհրաժեշտ գույք և որակյալ տեխնիկա) նպաստում են բնակչության առողջության պահպանմանը և վերականգնմանը:

Եվ երրորդ, պետական ենթակառուցվածքները հեշտացնում են այլ պետական ծառայությունների մատուցումը, որոնք էլ իրենց հերթին դրական ազդեցություն են ունենում մասնավոր արտադրության և ներդրումների նկատմամբ:

Վերոնշյալ ուղիները կարելի է դիտարկել նաև որպես մասնավոր ներդրումների **ներսմղման էֆեկտ**՝ սակայն անհրաժեշտ է նշել, որ պետական ներդրումները կարող են նաև բացասաբար ազդել տնտեսության վրա՝ արտամղելով մասնավոր ներդրումները (**արտամղման էֆեկտ**): Այստեղ հատկապես կարևոր է պետական ներդրումների ֆինանսավորման աղբյուրը.

- Եթե դրանք ֆինանսավորվում են խեղաթյուրող հարկերի միջոցով, ապա դրանք կարտամղեն մասնավոր ներդրումները, իսկ եթե դրանց միջոցով ֆինանսավորվում են նաև լրացուցիչ պետական ծախսեր, ապա մասնավոր ներդրումները ավելի մեծ չափով կարտամղեն (այս դատողությանը ավելի մանրամասն անդրադարձել ենք հարկերի խեղաթյուրող էֆեկտի քննարկման ժամանակ):

- Եթե պետական ներդրումները ֆինանսավորվում են ներքին ֆինանսական շուկաներից պարտք ներգրավելու միջոցով, տնտեսությունում տոկոսադրույքները կարող են աճել, որոնք էլ իրենց հերթին կհանգեցնեն մասնավոր ներդրումների ֆինանսավորման ծախսերի աճին և հետևաբար նվազեցնել մասնավոր ներդրումների հատույցները ու արտամղել մասնավոր ներդրումները:

- Իսկ եթե դրանք ֆինանսավորվում են արտաքին օժանդակության կամ վարկերի միջոցով, ապա կարող է գործել ՅուՆԱՏԱԿԱՆ հիվանդության էֆեկտը և խաթարել երկրի մրցունակությունը և պետական պարտքի արդեն իսկ նշված բացասական ազդեցությունները:

Ճիշտ է, ներդրումների և, մասնավորապես, պետական պարտքի բացասական ազդեցություններին բազմիցս անդրադարձ ենք կատարել նախորդ շարադրանքներում, սակայն անհրաժեշտ է նշել, որ պետությունն ինքնին կատարյալ չէ և կարող է ունենալ բազմաթիվ ծախողումներ, ինչպիսին են՝ պետության սահմանային ծախսերի և սահմանային արդյունքի միջև անհամամասնությունը (չկա ոչ մի շուկա, որ գնահատի պետության որոշումների որակը), հասարակական ընտրության պարադոքսները, հարկաբյուջեային պատրանքը, պետական բյուրոկրատիայի օպորտունիստական և վատնողական վարքագիծը,

չ արաչ ահ ու մ ները, կ ոռ ու պ ց ի ան, տ ն տե ս ակ ան ք աղ աք ակ ան ու թ յ ան որ ոչ ու մ ն եր ի Ժ ամ ան ակ այ ի ն ան հ ամ առ տ ղ ե լ ի ու թ յ ու լ ն ը, պ առ ա ս խ ան առ վ ու թ յ ան ի ն ս տ ի տ ու տ ի ք աց ակ այ ու թ յ ու լ ն ը և այ լ ն¹³⁸: Յ ե տ ն աք ար տ ն տե ս ու թ յ ան վ ր ա պ ե տ ակ ան ն եր դ ր ու մ ն եր ի ք աց ա ս ակ ան ազ դ ե ց ու թ յ ու լ ն ը, ի հ ար կ ե ո ր պ ե ս եր և ու յ թ կ ար ող է լ ի ն ե լ ան ս պ ա ս ե լ ի, ս ակ այ ն ի ր է ու թ յ ամ ք ան ս պ ա ս ե լ ի չ է:

Ա յ ս ա ի ս ո վ կ ար ե լ ի է փ ա ս տ ե լ, ո ր պ ե տ ակ ան ն եր դ ր ու մ ն եր ը տ ն տե ս ու թ յ ան վ ր ա ու ն ե ն ո չ մ ի այ ն ք ան ակ ակ ան, այ լ և ո ր ակ ակ ան ք ար դ և ք ազ մ ակ ող մ ան ի ազ դ ե ց ու թ յ ու լ ն եր, ա ս յ ի ն ք ն` այ դ ազ դ ե ց ու թ յ ու լ ն եր ն ու ն ե ն եր կ ար ա ժ ամ կ ե տ և դ ի ն ամ ի կ բ ն ու յ թ: Ի ս կ այ դ ազ դ ե ց ու թ յ ու լ ն եր ը կ ար ե լ ի է խ մ ք ա վ ո ր ե լ եր ե ք ու ղ ղ ու թ յ ու լ ն եր ո վ` **ար տ ա դ ր ող ակ ան ու թ յ ու լ ն, մ ա ս ն ա վ ո ր ն եր դ ր ու մ ն եր և մ ար դ կ այ ի ն կ ա ա ի տ ալ :**

Ի ն չ պ ե ս հ այ տ ն ի է ն եր դ ր ու մ ն եր ի ար դ յ ու ն ա վ ե տ ու թ յ ան գ ն ա հ ա տ մ ան հ ի մ ն ակ ան ց ու ց ան ի շ ը ն եր դ ր ու մ ն եր ի հ ա տ ու յ ց ն (rate of return) է: Ն ու յ ն ը վ եր աք եր ու մ է ն ա ն պ ե տ ակ ան ն եր դ ր ու մ ն եր ի ն: Պ ե տ ակ ան ն եր դ ր ու մ ն եր ի հ ա տ ու յ ց ը ք ա վ ակ ան կ ար և ո ր ց ու ց ան ի շ է ն ա ն հ ար կ աք յ ու շ ե տ այ ի ն ք աղ աք ակ ան ու թ յ ան և, մ ա ս ն ա վ ո ր ա պ ե ս, պ ար տ ք այ ի ն և ն եր դ ր ու մ այ ի ն ք աղ աք ակ ան ու թ յ ու լ ն եր ի հ ամ ար: Պ ե տ ակ ան ն եր դ ր ու մ ն եր ի ց ան կ ալ ի չ ա ի ի և պ ե տ ակ ան ռ ե ս ու ը ս ն եր ի (այ դ թ վ ու մ` պ ար տ ք ի մ ի ջ ո ց ո վ ն եր գ ր ա վ վ ա ժ ռ ե ս ու ը ս ն եր ի) ար դ յ ու ն ա վ ե տ ք ա շ խ մ ան ն պ ա տ ակ ո վ ք աղ աք ակ ան ու թ յ ու լ ն ի ր ակ ան ա ց ն ող ն եր ը պ ե տ ք է հ ն ար ա վ ո ր ի ն ս հ ս տ ակ պ ա տ կ եր ա ց ու մ ու ն ե ն ան ի ն չ պ ե ս ամ ք ող ջ պ ե տ ակ ան ն եր դ ր ու մ ն եր ի, այ ն պ ե ս է լ տ ար ք եր ե ն թ ակ առ ու ց վ ա ժ ք ն եր ու մ կ ա տ ար վ ող ն եր դ ր ու մ ն եր ի հ ա տ ու յ ց ն եր ի վ եր աք եր յ ալ, այ լ ա պ ե ս այ դ ք աղ աք ակ ան ու թ յ ու լ ն եր ը ե ն թ ակ ա ե ն ձ ա փ ող մ ան: Պ ե տ ակ ան ն եր դ ր ու մ ն եր ի հ ա տ ու յ ց ն եր ի վ եր աք եր յ ալ գ ն ա հ ա տ ակ ան ն եր ը թ ու յ լ կ տ ա առ ան ձ ն ա ց ն ե լ ի ր ա տ ե ս ակ ան և ար դ յ ու ն ա վ ե տ ք աղ աք ակ ան ու թ յ ու լ ն եր ը, ո ր ո ն ք հ ա ս ց ե ակ ան ո ր ե ն կ ն պ ա ս տ ե ն ք ար ծ ր տ ն տե ս ակ ան ա ճ ի ն և աղ ք ա տ ու թ յ ան ն վ ազ ե ց մ ան ը: Ս ակ այ ն ի ր ակ ան կ յ ան ք ու մ պ ե տ ակ ան ն եր դ ր ու մ ն եր ի վ եր աք եր յ ալ ո ր ո շ ու մ ն եր ը հ ազ վ ադ ե պ ե ն հ ի մ ն վ ու մ այ դ ա ի ս ի գ ն ա հ ա տ ակ ան ն եր ի վ ր ա: Ա վ ե լ ի ն, շ ա տ հ ա ճ ա փ ող ր ան ք հ ի մ ն վ ու մ ե ն պ ա տ ա հ ակ ան ո ր ո շ ու մ ն եր ի վ ր ա:

¹³⁸ **Աղ աք ան յ ան Յ .**, Տ ն տե ս ազ ի տ ու թ յ ան տե ս ու թ յ ու լ ն, Մ Ա Ս I, Եր և ան, Յ ե դ ի ն ակ այ ի ն հ ր ա տ ար ակ ու թ յ ու լ ն, 2009թ., Է ջ 462-465:

Այս տեղ մի օբյեկտիվ հարց է առաջանում. «ինչպե՞ս կարելի է գնահատել տնտեսության վրա պետական ներդրումների, այդ թվում նաև պետական պարտքի հաշվին ֆինանսավորվող ներդրումների ազդեցության չափը կամ պետական ներդրումների հատույցը»:

Ընդհանրապես տնտեսության վրա պետական ներդրումների ազդեցության տնտեսագիտական հետազոտությունները բաժանվում են երկու խմբի՝ մակրոտնտեսական և միկրոտնտեսական: Միկրոտնտեսական մակարդակում պետական ներդրումների ազդեցությունը և դրանց արդյունավետությունը գնահատվում է ըստ առանձին վարկային և ներդրումային նախագծերի հիմնականում ծախս-օգուտ վերլուծության (cost-benefit analysis) միջոցով: Օրինակ, որևէ միջազգային վարկատուից ներգրավված վարկերի կամ ներքին ռեսուրսների հաշվին ոռոգման համակարգում ներդրում կատարելիս առանձնացվում են որոշ տնտեսական և սոցիալական ցուցանիշներ և դրանք համեմատվում նույն ցուցանիշների՝ ծրագրի ավարտից հետո գրանցած արժեքների հետ:

Իսկ մակրոտնտեսական մակարդակում պետական ներդրումների ազդեցությունը գնահատվում է մակրոտնտեսական մոդելների շրջանակներում, որոնք իրենց հերթին բաժանվում են կարճաժամկետ և երկարաժամկետ մոդելների:

21-րդ դարում տնտեսության վրա պետական ներդրումների ազդեցության գնահատման համար հատկապես մեծ տարածում են գտել վեկտոր ավտոռեգրեսիոն մոդելները՝ VAR-երը¹³⁹: VAR մոդելի առավելությունը մյուս մեթոդների նկատմամբ կայանում է նրանում, որ այն մոդելի մեջ ներառվող ցուցանիշների միջև էնդոգեն կապերի գնահատման միջոցով թույլ է տալիս գնահատել այդ ցուցանիշների ինչպես կարճաժամկետ, այնպես էլ երկարաժամկետ դինամիկ կապերը: Իսկ քանի որ պետական ներդրումները, լինելով հասարակական բարիքների ստեղծմանն ուղղվող ներդրումներ, իրենց բնույթով երկարաժամկետ բազմակողմանի դինամիկ ազդեցություն են ունենում տնտեսության վրա, հետևաբար VAR մոդելները թույլ են տալիս հնարավորինս իրատեսական պատկերացում կազմել այդ ազդեցությունների վերաբերյալ:

¹³⁹ Պետական ներդրումների վերաբերյալ մի շարք այլ հետազոտությունները արդյունքները ներկայացված են Յավել ված 3-ում:

Այս մեթոդն առաջին անգամ օգտագործվել է Պերեիրայի 2000թ.¹⁴⁰ և 2001թ.¹⁴¹ և Պինայի ու Աուբինի 2005թ.¹⁴² աշխատության ունենում: Պերեիրան իր աշխատության մեջ եզրակացնում է, որ ԱՄՆ-ում ընդհանուր առմամբ երկարաժամկետում պետական ներդրումները դրական ազդեցություն ունեն մասնավոր հատվածի ՅՆԱ-ի, ներդրումների և զբաղվածության վրա: Իսկ իր 2001թ. հետազոտության մեջ նույնպես այդպիսի եզրահանգում է կատարում, սակայն այստեղ գնահատում է առանձին ենթակառուցվածքներում պետական ներդրումների ազդեցությունը ընդհանուր մասնավոր ներդրումների և դրա առանձին տարատեսակների վրա: Պորտուգալիայի օրինակին նվիրված իր 2015թ. հետազոտության¹⁴³ մեջ, նույնպես կիրառելով VAR մեթոդը, ոչ միայն գնահատում է տնտեսության վրա առանձին պետական ներդրումների երկարաժամկետ ազդեցությունը, այլև պատասխանում այն հարցին, թե արդյոք այդ ներդրումների արդյունքները հետագայում ինքնուրույն կֆինանսավորեն այդ ծախսերը, այսինքն՝ գնահատում է նաև պետական ներդրումների բյուջետային էֆեկտը: Արդյունքները փաստում են, որ որոշ ուղղություններով պետական ներդրումները արդյունավետ են, իսկ որոշներով՝ ոչ:

Պինայի ու Աուբինի աշխատությունը նույնպես նվիրված է Պորտուգալիային: Արդյունքները փաստում են, որ պետական ներդրումները դրական ազդեցություն ունեն մասնավոր ներդրումների և տնտեսական աճի վրա:

Իր հերթին Վոսը իր 2002թ. հետազոտության¹⁴⁴ մեջ գնահատում է VAR մոդելի Կանադայի և ԱՄՆ-ի համար և եզրակացնում, որ պետական ներդրումները արտամղում են մասնավոր ներդրումներին: Իսկ Միտնիկը և Նյումանը իրենց 2001թ. հետազոտության¹⁴⁵ մեջ գնահատում

¹⁴⁰ **Pereira A.**, Is All Public Capital Created Equal? Review of Economics and Statistics 82 (3), 513-518, 2000.

¹⁴¹ **Pereira A.**, On the Effects of Public Investment on Private Investment: What Crowds in what?, Public Finance Review 29, no. 1, 2001.

¹⁴² **Pina A., St. Aubyn M.**, Comparing macroeconomic returns on human and public capital: An empirical analysis of the Portuguese case (1960–2001), Journal of Policy Modelling 27, 585-598, 2005.

¹⁴³ **Pereira A., Pereira R.**, Is All Infrastructure Investment Created Equal? The Case of Portugal, College of William and Mary, Department of Economics, Working Paper N 156, 2015.

¹⁴⁴ **Voss G.**, Public and private investment in the United States and Canada. Economic Modelling 19, 641-664, 2002.

¹⁴⁵ **Mittnik S., Neumann T.**, Dynamic effects of public investment: Vector autoregression evidence from six industrialized countries. Empirical Economics 26, 429-446, 2001.

են, որ վեց զարգացած երկրներում¹⁴⁶ պետական ներդրումները դրական ազդեցություն ունեն ՅՆԱ-ի վրա և այդ երկրներում չկան մասնավոր ներդրումների արտամղման նկատելի էֆեկտներ:

Աֆոնսոն և Աուբինը իրենց 2008թ. հետազոտության¹⁴⁷ մեջ եվրամիության 14 երկրների և Կանադայի, Ճապոնիակի ու ԱՄՆ-ի համար առանձին գնահատված կառուցվածքային VAR մոդելի արդյունքների հիման վրա փաստում են, որ ընտրված երկրների մի մասում առկա է տնտեսական աճի վրա պետական ներդրումների դրական ազդեցություն և մասնավոր ներդրումների ներսմղման էֆեկտ, իսկ մյուս մասում՝ բացասական ազդեցություն և արտամղման էֆեկտ:

Իսկ Պերոտտին¹⁴⁸ և Կամպսը¹⁴⁹ 2004թ. հրատարակված աշխատություններում VAR մոդելի շրջանակներում գնահատում են պետական ներդրումների ազդեցությունը ինչպես ՅՆԱ-ի, այնպես էլ աշխատանքի շուկայի վրա: Այսպես, Պերոտտին տարանջատում է պետական ներդրումներ տարատեսակները ըստ ՅՆԱ-ի և աշխատանքի շուկայի վրա դրական և բացասական ազդեցության: Իսկ Կամպսը ՏՀԶԿ անդամ 22 երկրների համար եզրակացնում է, որ պետական ներդրումները տնտեսական աճի վրա ճիշտ է ունեն դրական ազդեցություն, սակայն զբաղվածության վրա բացասական ազդեցություններ առկա չեն:

3.3.1.2. Ուորտային արտաքին վարկերի ազդեցության գնահատում

Հայաստանի համար մենք կկիրառենք տնտեսության վրա պետական պարտքի ազդեցության ապաազրեգացված մեթոդը և մասնավորապես կառուցվածքային VAR (SVAR) մոդելը՝ առանձին-առանձին գնահատելով ուրտային արտաքին վարկերի երկարաժամկետ ազդեցությունը տնտեսության վրա: Այս վարկերը հենց պետական պարտքի այն տարրերն են, որոնք, ուղղվելով ենթակառուցվածքներին, խթանում են երկարաժամկետ տնտեսական աճի խթանմանը և իրենց բնույթով հիմնականում պետական ներդրումներ են: Հետևաբար ապաազրեգացված

¹⁴⁶ Կանադա, Ֆրանսիա, Մեծ Բրիտանիա, Ճապոնիա, Նիդերլանդներ և Գերմանիա:

¹⁴⁷ Afonso A., St. Aubyn M., Macroeconomic rates of return of public and private investment. Crowding-in and crowding-out effects, ECB working paper series, No 864, 2008.

¹⁴⁸ Perotti R., Public investment: another (different) look, IGIER, Working Paper 277, 2004.

¹⁴⁹ Kamps C., The dynamic effects of public capital: VAR evidence for 22 OECD countries, Kiel Institute for World Economics, Working Paper 1224, 2004.

մեթոդի կիրառումը այս վարկերի համար միանգամայն արդարացված է: Այդ մոդելներից յուրաքանչյուրն ունի հետևյալ տեսքը.

$$X_t = c + \sum_{i=1}^p A_i X_{t-i} + \varepsilon_t$$

որտեղ X_t -ն էնդոգեն ցուցանիշների (4x1) չափանի վեկտորն է, c -ն՝ ազատ անդամների (4x1) չափանի վեկտորը, A_i -ն՝ ավտոռեգրեսիվ գործակիցների (4x4) չափանի մատրիցը, ε_t -ն՝ մոդելի մնացորդների (4x1) չափանի վեկտորն է, p -ն՝ էնդոգեն ցուցանիշների լագերի քանակն է:

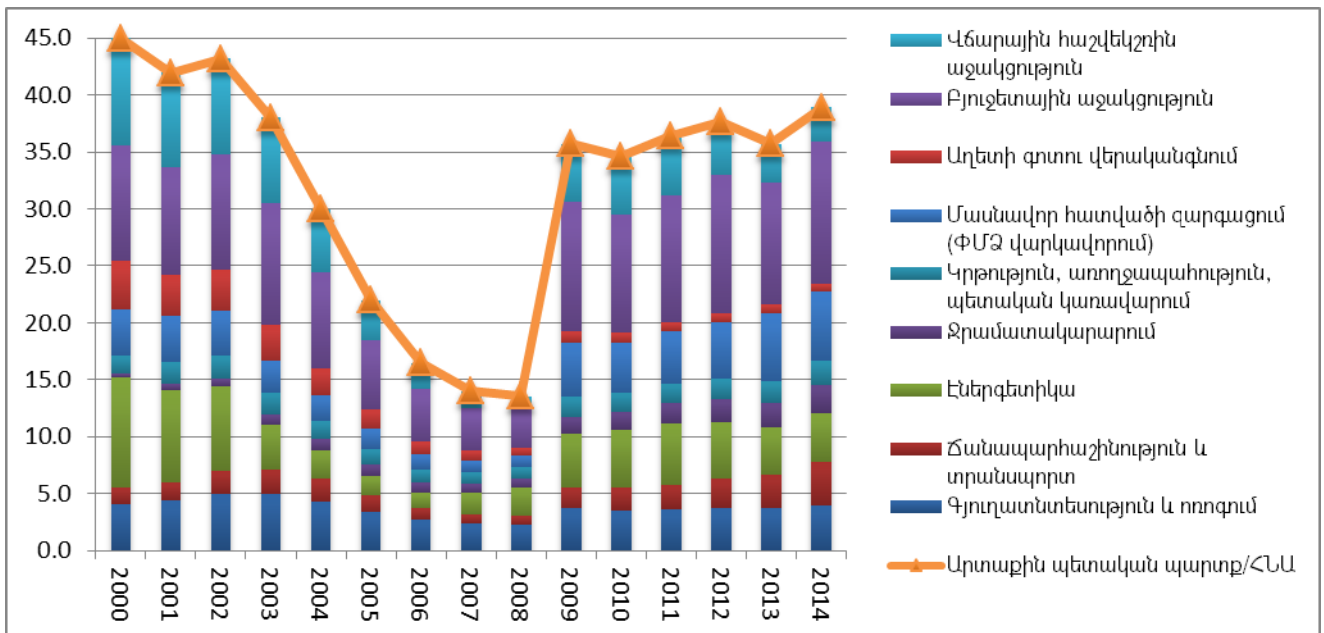
Նշենք նաև, որ մինչև SVAR մոդելի գնահատումը փորձել ենք գնահատել նաև փոքրագույն քառակուսիների եղանակով առանձին ռեգրեսիաներ ոլորտային վարկերի ազդեցությունը տնտեսության համապատասխան ճյուղերի աճերի, արտադրողականությունների և այդ ճյուղերի կորուստների (օրինակ՝ բաշխիչ էլեկտրական ցանցերի կորուստներ, ջրի կորուստներ և այլն) վրա գնահատելու նպատակով, սակայն արդյունքները վիճակագրորեն նշանակալի չեն եղել: Սա ևս մեկ անգամ փաստում է, որ ենթակառուցվածքներ ուղղվող ներդրումները բազմակողմանի դինամիկ ազդեցություն ունեն տնտեսության վրա և այդ ազդեցությունը անհրաժեշտ է գնահատել երկարաժամկետ մոդելների այդ թվում SVAR-երի միջոցով:

Մինչև մոդելի գնահատմանը անդրադառնալը ներկայացնենք այդ վարկերի գծով որոշ պատմական զարգացումներ: Նախ նշենք, որ այդ վարկերի պատմական շարքերի ստացման համար մեր կողմից հսկայական աշխատանք է կատարվել: Վերջին 15 տարիների՝ 2000-2014թթ. համար 33 \$-ն տվյալների հիման վրա բոլոր արտաքին վարկատուներից ներգրավված վարկերը դասակարգվել են ըստ ոլորտների և խմբավորվել, որոնց հիման վրա ստացվել են ըստ առանձին ոլորտների արտաքին վարկերի տարեկան և եռամսյակային շարքեր: Ստացված շարքերի դինամիկայի վերաբերյալ առավել ակնառու պատկերացում կազմելու համար դրանք դիտարկենք արտաքին պետական պարտքի բեռը բնութագրող արտաքին պետական պարտք/ՐՆԱ ցուցանիշի տարրեր հանդիսացող ոլորտային արտաքին պարտքերի պաշարներ/ՐՆԱ ցուցանիշների դինամիկաների տեսանկյունից (տես՝ Գծապատկեր 31):

Ինչպես երևում է ներքոնշյալ գծապատկերից մինչև 2009թ. ճգնաժամը արտաքին պետական պարտքի բեռի նվազմանը զուգահեռ նվազել են բոլոր ոլորտային արտաքին պարտքերի բեռի ցուցանիշները, իսկ հետճգնաժամային 2009-2014թթ. վերոնշյալ բոլոր ցուցանիշներն հիմնականում աճել են:

Ընդ որում վերջին 15 տարիների արտաքին պետական պարտքի բեռի ոլորտային կառուցվածքում առաջին տեղում են բյուջետային աջակցության պարտքը (վարկ և եվրապարտատոմս), այնուհետև վճարային հաշվեկշռի աջակցության, Էներգետիկայի, գյուղատնտեսության և ոռոգման, մասնավոր հատվածի զարգացման, ճանապարհաշինության և տրանսպորտի, կրթության, առողջապահության և պետական կառավարման ու ջրամատակարարման վարկերը:

Գծապատկեր 31: Արտաքին պարտք/ՅԱՀ-ի դինամիկան 2000-2014թթ. ըստ ոլորտների¹⁵⁰

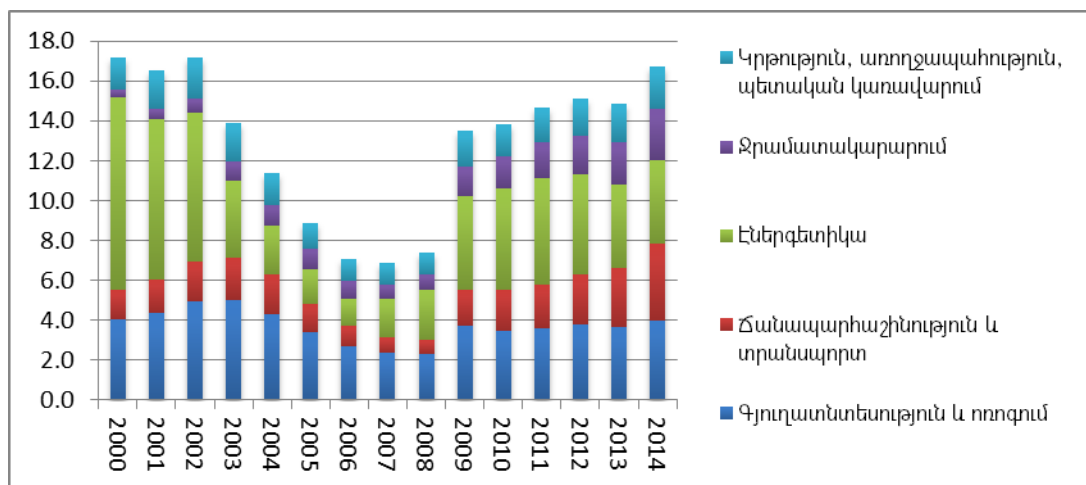


Արտաքին պետական պարտքի բեռի գրեթե կեսը բաժին է ընկնում հենց երկարաժամկետ տնտեսական աճի խթանմանն ուղղված արտաքին կամ այսպես կոչված՝ նպատակային վարկերին: Դրանց մեջ մեծ ունեցողությամբ առաջինը Էներգետիկայի վարկերն են, այնուհետև գյուղատնտեսության և ոռոգման, ճանապարհաշինության և

¹⁵⁰ Աղբյուրը ՀՀ Ֆինանսների նախարարությանը, ԱՎՃ և հեղինակի հաշվարկներ: ՀՆԱ-ն ՀՀ ԱՎՃ կողմից հրապարակված Ազգային հաշիվների համակարգ 1993 մեթոդաբանությամբ հաշվարկված ՀՆԱ-ն է:

տրանսպորտի, կրթության, առողջապահության և պետական կառավարման ու ջրամատակարարման վարկերը, որոնք մինչև ճգնաժամային 2000-2008թթ. միջինում կազմել են ՀՆԱ-ի համապատասխանաբար՝ 4.3, 3.7, 1.5, 1.5 և 0.8, իսկ հետճգնաժամային ժամանակահատվածում համապատասխանաբար՝ 4.7, 3.7, 2.6, 1.8 և 1.9 %-ը: Իհարկե առանձին տարիներին այդ ցուցանիշները տարբեր են, սակայն կառուցվածքի վերոնշյալ միտումը պահպանվել է 15 տարիների ընթացքում:

Գծապատկեր 32: Ուժոճային վարկերի պաշարներ/ՀՆԱ-ի դինամիկան 2000-2014թթ.



Այժմ անդրադառնանք SVAR մոդելներին: Մոդելների գնահատումը կատարվել է Eviews 9 ծրագրային փաթեթի միջոցով քայլերի հետևյալ հաջորդականությամբ.

1. Տնտեսական ցուցանիշներ և դրանց շարքերի մշակում:

Հայաստանի համար SVAR մոդելների գնահատման համար կիրառվել են ՀՆԱ-ի, ուժոճային վարկերի պաշարների¹⁵¹, մասնավոր ներդրումների և զբաղվածության եռամսյակային տվյալները: Այսինքն՝ կարելի է նկատել, որ մոդելներն ունեն արտադրական ֆունկցիայի տեսք, որտեղ արտադրությունը կախված է կապիտալից և աշխատուժից: Մինչև մոդելի մեջ ներառելը շարքերը ենթարկվել են որոշակի մշակումների:

¹⁵¹ Նշենք, որ վերնում նկարագրված միջազգային փորձում մոդելի մեջ վերցվում են պետական ներդրումների հոսքերը, սակայն օբյեկտիվ պատճառով մենք վերցրել ենք վարկերի պաշարները: Այդ օբյեկտիվ պատճառն այն է, որ վարկերի ստացումներ կամ հոսքեր որոշ եռամսյակներում չեն եղել, որոնք ընդհատում են շարքերը և թույլ չեն տալիս ունենալ մոդելի համար կիրառելի եռամսյակային շարքեր:

Այսպես, նախ առաջին երեք ցուցանիշները վերածվել են 2005թ. գներով իրական ցուցանիշների՝ ՀՆԱ-ի համար կիրառելով ՀՆԱ դեֆլյատորը, ոլորտային պետական պարտքերի պաշարների համար՝ ՍԳԻ-ն, իսկ մասնավոր ներդրումների համար՝ ներդրումների դեֆլյատորը: Այնուհետև այդ իրական ցուցանիշները և զբաղվածության ցուցանիշը լոգարիթմվել են բնական հիմքով լոգարիթմով (ln), որից հետո քանի որ օգտագործվում են եռամսյակային ցուցանիշներ, լոգարիթմված շարքերը սեզոնայնորեն հարթեցվել են՝ օգտագործելով Eviews 9 ծրագրային փաթեթի Census X12 մեթոդը:

2. Տեսական ցուցանիշների շարքերի ուսումնասիրություն:

SVAR-ի գնահատման նպատակով նախահրաժեշտ է պարզել, թե արդյոք ընտրված ցուցանիշները ստացիոնար են: Ցուցանիշների ստացիոնարությունը ստուգվել է Eviews 9 ծրագրային փաթեթի միջոցով՝ օգտագործելով ցուցանիշների ստացիոնարության ստուգման երկու՝ Augmented Dickey-Fuller և Phillips-Perron թեստեր¹⁵²: Երկու թեստերի արդյունքները վկայում են որ բոլոր ցուցանիշները, բացառությամբ ջրամատակարարման վարկերի իրական պաշարի, ոչ ստացիոնար ցուցանիշներ են: Հետևաբար այդ ցուցանիշները անհրաժեշտ է դիֆերենցել: Ընդ որում մեկ անգամ դիֆերենցելուց հետո այդ ցուցանիշները ըստ վերոնշյալ ստացիոնարության ստուգման թեստերի վերածվում են ստացիոնար ցուցանիշների, հետևաբար դրանք առաջին կարգի ինտեգրված (I(1)) ոչ ստացիոնար ցուցանիշներ են:

Դիֆերենցումը թույլ է տալիս ստանալ ցուցանիշների աճերի շարքերը, քանի որ լոգարիթմված ցուցանիշների տվյալ և նախորդ ժամանակահատվածի տվյալների միջև տարբերությունները ըստ էության իրենցից ներկայացնում են այդ ցուցանիշների աճերը: Այսինքն՝ դիֆերենցված ցուցանիշների կամ ցուցանիշների առաջին տարբերությունների միջև քանակական կապերի գնահատումը թույլ կտա բացահայտել այդ ցուցանիշների միջև առաձգականությունները:

Այսպիսով մոդելում ներառվում են վերոնշյալ ցուցանիշների սեզոնայնորեն հարթեցված լոգարիթմական իրական աճերը. ոլորտային արտաքին վարկերի պաշարներ (credit, այդ թվում՝ գյուղատնտեսություն և ոռոգում (agro), ճանապարհաշինություն և տրանսպորտ (transport_road),

¹⁵² Թեստերի արդյունքները ներկայացված են Հավելված 4-ում:

Էներգետիկա (energy), ջրամատակարարում (water) և կրթություն, առողջապահություն, պետական կառավարում (education_health_public), ՅՆԱ (gdp), մասնավոր ներդրումներ (ipriv) և զբաղվածություն (employment):

3. Գույքների հաջորդականության որոշում, լագերի ընտրություն և մոդելների գնահատում¹⁵³: SVAR մոդելը VAR մոդելից տարբերվում է նրանով, որ այստեղ պետք է սահմանել ցուցանիշների հաջորդականությունը ըստ իրենց Էկոնոմիկայի աստիճանի: Այսպես՝ առանձին մոդելներում ոլորտային արտաքին վարկերի պաշարների իրական աճերը ներառվում են որպես առաջին (առավել Էկոնոմիկայի) ցուցանիշ, որի շուրջ անմիջական ազդեցություն է ունենում մյուս ցուցանիշների վրա և անմիջականորեն (ազդվում է ավելի ուշ, օրինակ՝ մի քանի եռամսյակ անց) չի ազդվում մյուս ցուցանիշների շուրջից, որը պայմանավորված է կառավարության որոշումների կայացման լագերով: Երկրորդ փոփոխականը մասնավոր ներդրումների իրական աճն է, որն անմիջական ազդեցություն է ունենում ՅՆԱ-ի իրական և զբաղվածության աճերի վրա, և անմիջականորեն չեն ազդում ոլորտային արտաքին վարկերի վրա: Երրորդ և չորրորդ ցուցանիշները համապատասխանաբար ՅՆԱ-ի իրական աճն ու զբաղվածության աճն են:

Այսպիսով մոդելների X_t վեկտորները կունենան հետևյալ տեսքը՝

$$X_t = [\Delta \ln_credit (agro, transport_road, energy, water, education_health_public), \Delta \ln_ipriv, \Delta \ln_gdp, \Delta \ln_employment]:$$

c ազատանդամները և ε_t մոդելի մնացորդները նույնպես կունենան վերոնշյալ վեկտորի հաջորդականությունը:

Լագերի ընտրությունն իրականացվել է Akaike տեղեկատվական չափանիշի հիման վրա, ըստ որի բոլոր մոդելների գնահատման օպտիմալ լագերի քանակ է ընտրվել 6 եռամսյակը:

4. Մոդելների որակի գնահատում: Մինչ մոդելի հիմնական արդյունքներին և դրանց հիման վրա հաշվարկվող կարևոր ցուցանիշներին անդրադառնալը անհրաժեշտ է համոզվել, թե արդյոք գնահատված մոդելները որակյալ են: Ըստ R^2 (R-squared) գործակիցների կարելի է փաստել, որ գնահատված բոլոր մոդելները որակյալ են, քանի որ այդ գործակիցները բավական բարձր են և փաստում են, որ

¹⁵³ Մոդելների արդյունքները ներկայացված են Յավել ված 5-ում:

գնահատված մոդելների առանձին հավասարումները որոշ դեպքերում մշակվել են 60, որոշ դեպքերում մշակվել են 70, իսկ որոշ դեպքերում էլ մշակվել են 80 տոկոսով բացատրում են կախյալ փոփոխականի տատանումները¹⁵⁴:

Մոդելների որակի վերաբերյալ ամբողջական պատկերացում կազմելու, ինչպես նաև ազդակների արձագանքման իրատեսական ֆունկցիաների կառուցման նպատակով անհրաժեշտ է կատարել նաև մոդելի մնացորդների ավտոկոռելացվածություն, հետերոսկեդաստիկություն և նորմալություն ստուգման թեստեր: Ընդ որում, որպեսզի մոդելը լինի որակյալ, անհրաժեշտ է, որ մոդելի մնացորդները չլինեն ավտոկոռելացված, չլինեն հոմոսկեդաստիկ և նորմալ: Ավտոկոռելացիայի առկայություն ստուգման համար կիրառվել է կոռելոգրամների գրաֆիկների կառուցումը և LM թեստը, հետերոսկեդաստիկության առկայություն ստուգման համար՝ White-ի թեստը, իսկ նորմալության ստուգման համար՝ Cholesky (Lutkepohl) թեստը, որոնք կատարվել են Eviews 9 ծրագրային փաթեթի միջոցով¹⁵⁵: Արդյունքները փաստում են որ ոլորտային վարկերի համար գնահատված առանձին մոդելների մնացորդները ավտոկոռելացված չեն, հոմոսկեդաստիկ են և նորմալ:

5. Ազդակների արձագանքման ֆունկցիաների (Impulse response functions)

կառուցում: Այս ֆունկցիաները ցույց են տալիս, թե համապատասխան մոդելում որևէ ցուցանիշի շոկի հետևանքով ինչպես են հետագա եռամսյակներում փոփոխվում մյուս ցուցանիշները: Սովորաբար պետական ներդրումների ազդեցությունը գնահատող VAR մոդելներում այդ ֆունկցիաները կառուցվում են 20 տարվա կտրվածքով՝ հաշվի առնելով, որ կապիտալ ապրանքի և, մասնավորապես, ենթակառուցվածքների, միջին կյանքը 20 տարի է: Սակայն Հայաստանի համար տվյալների սահմանափակության պատճառով մենք կիրառել ենք 15 տարիներ կամ 60 եռամսյակ: Գնահատված մոդելների հիման վրա կառուցված վերոնշյալ ֆունկցիաները ներկայացված են ներքոնշյալ գծապատկերներում:

Ինչպես տեսնում ենք գծապատկերից տնտեսական աճը դրական է արձագանքում բոլոր ոլորտային վարկերի շոկերին, բացառությամբ էներգետիկայի ոլորտի վարկերի: Սակայն կարևոր է, թե տնտեսական

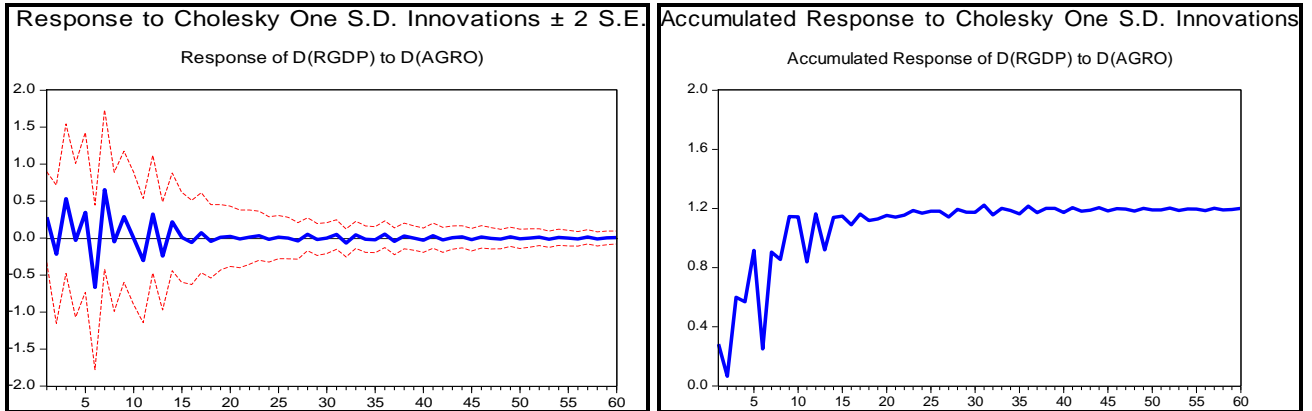
¹⁵⁴ Նույն տեղում:

¹⁵⁵ Թեստերի արդյունքները ներկայացված են Հավելված 6-ում:

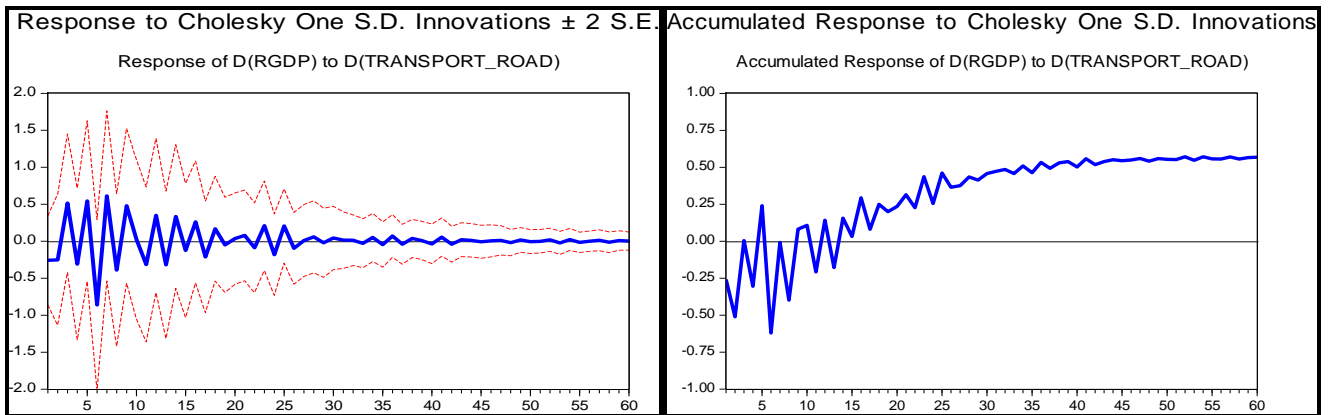
աճը այդ ոլորտային վարկերի շուկերից ինչ չափով է ազդվում և ինչպիսի արդյունավետություն ունեն այդ վարկերը, որն ավելի մանրամասն կներկայացնենք հաջորդ քայլերում:

Գծապատկեր 33: Ազդակների արձագանքման ֆունկցիաներ (ձախկողմում դիսկրետ արձագանքներն են, իսկ աճ կողմում՝ կուտակային արձագանքները)

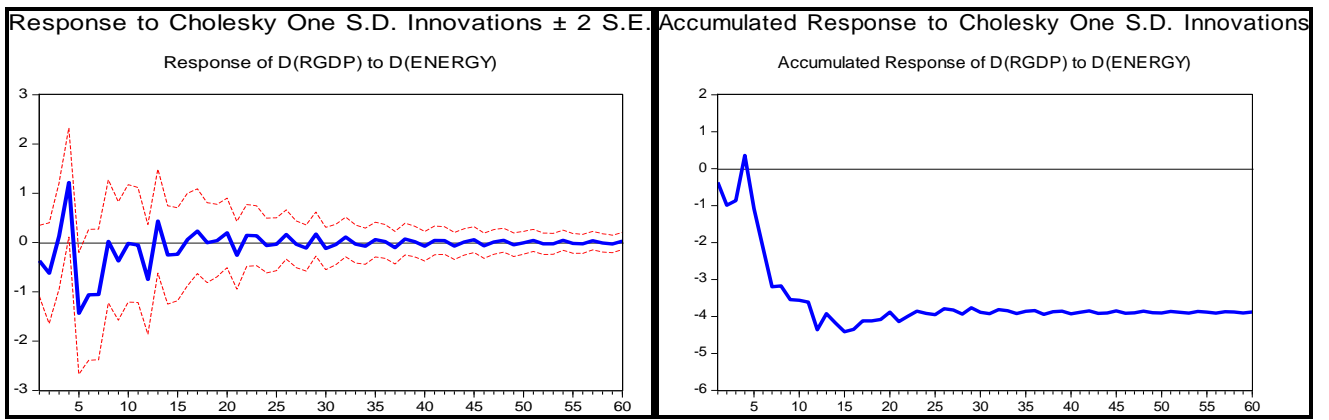
Գյուղատնտեսություն և ոռոգում



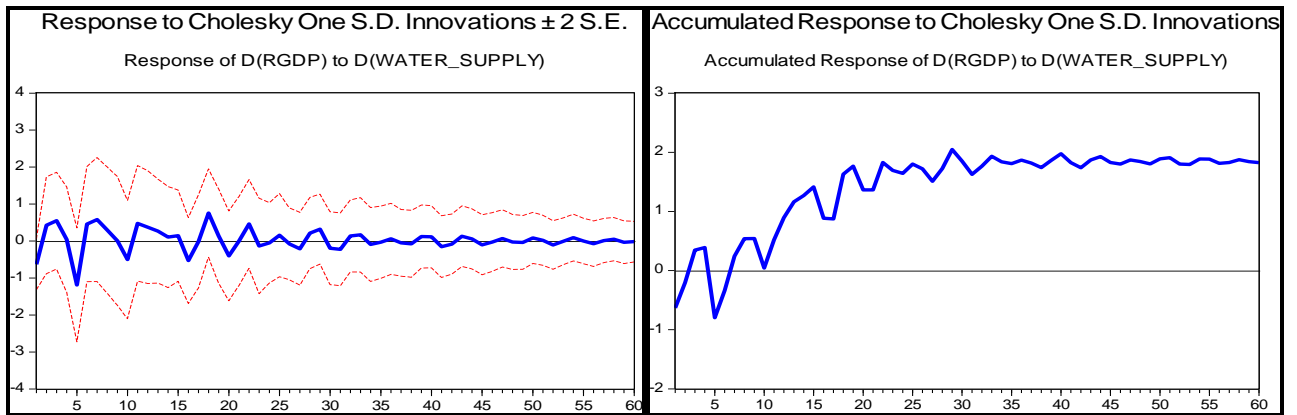
Ճանապարհաչի ուղի ունև սրանսարտ



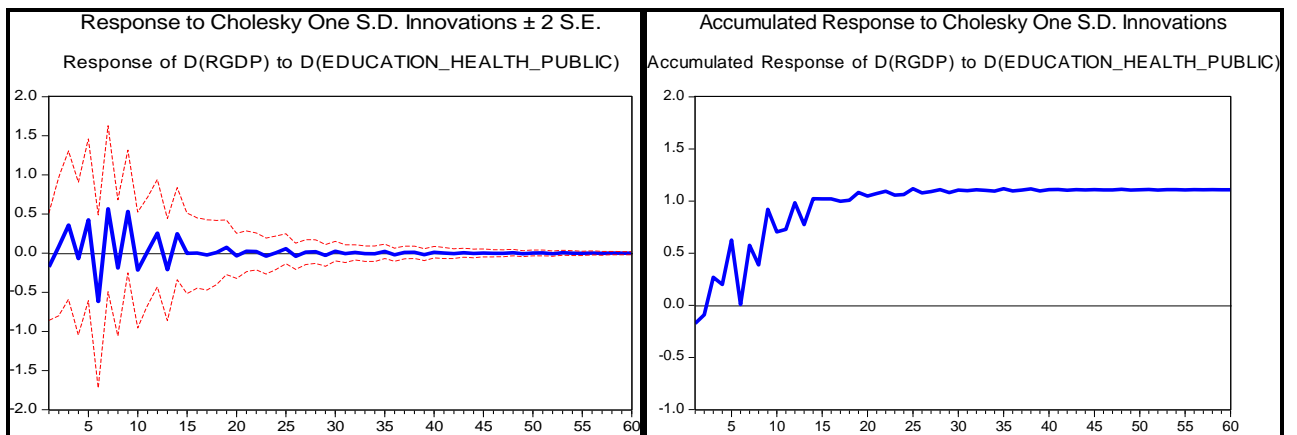
Էներգետիկա



Ջրամատակարարում



Կրթություն, առողջապահություն, սփյուռման կառավարում



6. Մոդելների կայունության գնահատում: Մոդելների արդյունքների կայունությունը ստուգելու նպատակով գնահատվել են նաև լրացուցիչ SVAR մոդելներ մեր կողմից գնահատված SVAR մոդելների մեջ ներառելով հարկերի իրական աճերը, ինչպես նաև նույն մոդելները գնահատվել 4 և 5 լագերի ներառմամբ:

Արդյունքները փաստում են, որ մեր կողմից սկզբում գնահատված մոդելների արդյունքները՝ այդ թվում ազդակների արձագանքման ֆունկցիաները հիմնականում կայուն են, բացառությամբ չնչին տարբերությունների:

7. Երկարաժամկետ Էլաստիկությունների, արտաքին վարկերի սահմանային արդյունքների և հատույցների գնահատում: Ազդակների արձագանքման ֆունկցիայից ստացվող կուտակային արձագանքների տվյալների հիման վրա կարելի է հաշվարկել ՀՆԱ իրական աճի և ոլորտային արտաքին վարկերի պաշարների իրական աճերի միջև երկարաժամկետ Էլաստիկությունները հետևյալ բանաձևով.

$$\varepsilon_{credit} = \frac{\Delta \ln_{gdp}}{\Delta \ln_{credit}}$$

որտեղ համարիչում ոլորտային վարկերի իրական աճերի շուկերի արդյունքում 15 տարիների կամ 60 եռամսյակների ընթացքում ՀՆԱ իրական աճի փոփոխությունների կուտակային մեծությունն է, իսկ հայտարարում՝ այդ նույն շուկերի արդյունքում ոլորտային վարկերի իրական աճերի փոփոխությունների կուտակային մեծությունը:

Այնուհետև այդ Էլաստիկությունների հիման վրա հաշվարկում ենք ոլորտային վարկերի մակրոտնտեսական սահմանային արդյունքները հետևյալ բանաձևով.

$$MP_{credit} = \frac{\Delta gdp}{\Delta credit} = \varepsilon_{credit} \frac{gdp}{credit}$$

որտեղ հավասարման վերջին մասի համարիչը՝ իրենից ներկայացնում է իրական ՀՆԱ-ի 15 տարիների՝ 2000-2014թթ. կուտակային մեծությունը, իսկ հայտարարը նույն տարիներին ոլորտային վարկերի կուտակված իրական պաշարների մեծությունները, որոնք իրենց հերթին իրենցից ներկայացնում են ոլորտային վարկերի իրական հոսքերի գումարը: Քանի որ Հայաստանի համար մեր կողմից գնահատված մոդելներում մենք ներառել ենք ոլորտային վարկերի պաշարների իրական աճերը, հետևաբար սահմանային արդյունքների իրատեսական գնահատականներ ստանալու համար Էլաստիկությունները ճշգրտել ենք՝ դրանք բազմապատկելով վարկերի իրական հոսքեր/իրական պաշարներ հարաբերական ցուցանիշների 2000-2014թթ. միջին ցուցանիշներով:

Հաշվարկված սահմանային արդյունքերը թույլ են տալիս հաշվարկել հաջորդ կարևոր ցուցանիշը՝ ոլորտային վարկերի մակրոտնտեսական հատույցները հետևյալ բանաձևով.

$$(1+r)^{15} = MP_{credit}$$

որտեղ r -ը մակրոտնտեսական հատույցն է:

Վերոնշյալ հաշվարկների արդյունքները ներկայացվում են ներքոնշյալ աղյուսակում:

Աղյուսակ 9: Տնտեսական աճի վրա ոլորտային վարկերի ազդեցությունը և դրանց արդյունավետությունը

Ոլորտային վարկեր	15 տարիների կուտակային արձագանքներ ոլորտային վարկերի շուկային (տոկոսային կետ)		Էլաստիկություններ	Ոլորտային վարկերի սահմանային արդյունք	Ոլորտային վարկերի հատույց (%)
	Ոլորտային վարկերի իրական աճ	ՀՆԱ իրական աճ			
Գյուղատնտեսություն և ոռոգում	7.4	1.2	0.163	2.5	6.4
Ճանապարհաշինություն և սրահասարտ	17.9	0.6	0.032	0.4	-
Էներգետիկա	16.6	-3.9	-0.233	-3.4	-
Ջրամատակարարում	14.2	1.8	0.129	7.5	14.3
Կրթություն, առողջապահություն, սեփական կառավարում	5.3	1.1	0.208	8.6	15.4

Ստացված արդյունքներից կարելի է եզրակացնել, որ տնտեսական աճը երկարաժամկետում (15 տարի) դրական ճկունություն ունի բոլոր վարկերի պաշարների իրական աճերի նկատմամբ, բացառությամբ էներգետիկայի վարկերի, որը սպասվում էր՝ ելնելով ազդակների արձագանքման ֆունկցիաների արդյունքներից: Ընդ որում, ստացված էլաստիկության գործակիցները փաստում են, որ տնտեսական աճի վրա ավելի մեծ երկարաժամկետ ազդեցություն են ունենում կրթության, առողջապահության և սեփական կառավարման վարկերի պաշարների իրական աճը, այնուհետև գյուղատնտեսության և ոռոգման,

ջրամատակարարման ու ճանապարհաշինության և տրանսպորտի վարկերի պաշարների իրական աճերը: Կրթության, առողջապահության և պետական կառավարման վարկերն ունեն նաև ամենամեծ սահմանային արդյունքը կամ մոլորակային կատորը՝ 8.6 իրական դրամ, այսինքն՝ այս ոլորտի վարկերի 1 դրամով իրական աճը երկարաժամկետում հանգեցնում է իրական ՀՆԱ-ի 8.6 դրամով աճի, որն էլ իր հերթին ենթադրում է տարեկան 15.4% հատույց: Սահմանային արդյունքի մեծությամբ երկրորդ ոլորտը ջրամատակարարումն է, որտեղ 1 դրամով իրական աճը երկարաժամկետում հանգեցնում է իրական ՀՆԱ-ի 7.5 դրամով աճի, որը ենթադրում է տարեկան 14.3% հատույց: Գյուղատնտեսության և ոռոգման ոլորտում սահմանային արդյունքը և հատույցը կազմում են համապատասխանաբար 2.5 դրամ և 6.4%: Իսկ ճանապարհաշինության ոլորտում սահմանային արդյունքը ցածր է նույնիսկ 1-ից, հետևաբար այս դեպքում նույնիսկ անիմաստ է հաշվարկել հատույցը:

Այսպիսով, կարող ենք եզրակացնել, որ կրթության, առողջապահության և պետական կառավարման, ջրամատակարարման, գյուղատնտեսության և ոռոգման ոլորտի վարկերը տնտեսապես արդյունավետ են: Դրանք արդյունավետ են նաև բյուջետային տեսանկյունից, քանի որ դրանց սահմանային արդյունքները և հատույցները այնքան բարձր են, որ երկարաժամկետում կարող են այսպես ասած ինքուրույն \$ֆինանսավորել կամ մարել այդ ոլորտներ ուղղված վարկերը: Ավելի չափավոր հատույցները ավելի մեծ են քան այդ վարկերի տոկոսադրույթները, որոնք տատանվում են 1-2%-ի շրջանակներում: Իսկ էներգետիկայի ու ճանապարհաշինության և տրանսպորտի ոլորտների վարկերը մեր գնահատականներով անարդյունավետ են, սակայն դա դեռևս չի նշանակում, որ այս ոլորտներ ուղղվող վարկերը անհրաժեշտ և կարևոր չեն տնտեսության համար և որ պետք չէ այդ ոլորտներում վարկեր ուղղել: Այս արդյունքները անսպասելի չեն և, ավելի, վերջին տարիների զարգացումները որոշ մասով ապացուցում են նաև դա: Այդպիսի զարգացումներ են, օրինակ, էներգետիկ համակարգի վերջին տարիների անարդյունավետությունը, որի արդյունքում մի քանի անգամ բարձրացվեցին էլեկտրաէներգիայի գները, բաշխիչ էլեկտրոնային մեծ կորուստները, իսկ ճանապարհների մասով՝ տարբեր պատճառներով կապիտալ ծախսերի թերակատարումները, ծրագրերի հետաձգումները,

որն առավել ակնառու է ճանապարհների կառուցման վերջին խոշոր ՅՅՆՍԻՍ-Յարավ մայրուղու կառուցման դեպքում:

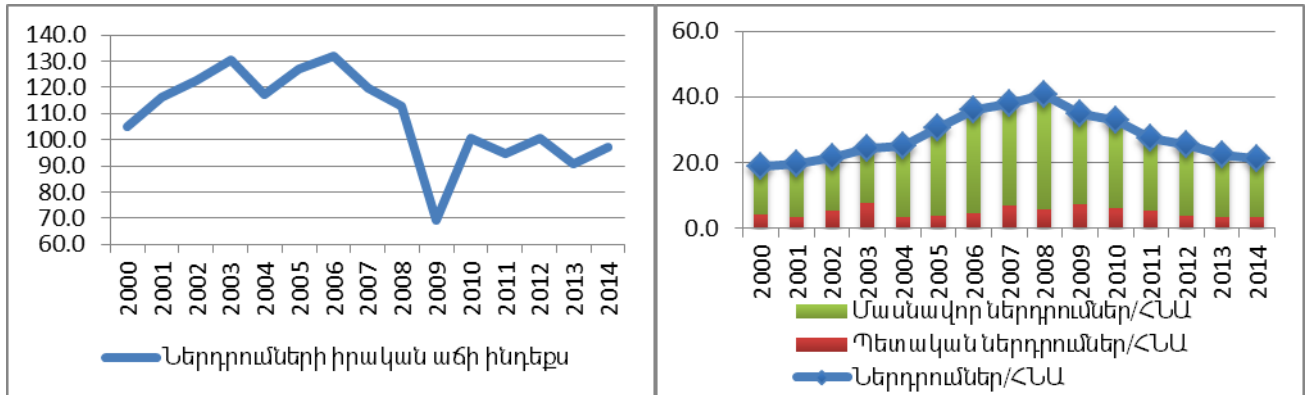
3.3.1.3. Պետական ներդրումների ազդեցության գնահատում

Ինչպես նշել ենք պետական պարտքի ստացումների գրեթե կեսը, հատկապես վերջին տարիներին, ուղղվում է ընթացիկ ծախսերի ֆինանսավորմանը: Մյուս կողմից, ինչպես նշեցինք, բյուջետային աջակցության վարկերը մեծ կշիռ են կազմում պետական պարտքի կառուցվածքում և եթե հաշվի առնենք, որ մյուս ոլորտային վարկերը հիմնականում պետական ներդրումներ են, հետևաբար բյուջետային աջակցության վարկերի մեծ մասն ուղղվում է ընթացիկ ծախսերի ֆինանսավորմանը: Եվ մյուս կողմից ներքին պետական պարտքը նույնպես իր հերթին ուղղվում է ընթացիկ և կապիտալ ծախսերի ֆինանսավորմանը: Յետևաբար անհրաժեշտ է նաև հասկանալ, թե մի կողմից ընդհանուր պետական ներդրումները ինչպիսի կարճաժամկետ և երկարաժամկետ ազդեցություն են ունենում տնտեսական աճի վրա, որը թույլ կտա պատկերացում կազմել կապիտալ ծախսերին ուղղվող պետական պարտքի և վերոնշյալ ոլորտներում պետական ներդրումների ընդհանուր ազդեցությունների վերաբերյալ, մյուս կողմից ընթացիկ ծախսերը ինչպիսի կարճաժամկետ ազդեցություն են ունենում: Այս ենթահարցի շրջանակներում կփորձենք պատասխանել առաջին հարցին, իսկ երկրորդին կանդրադառնանք ատենախոսության հաջորդ հարցի շրջանակներում:

Նախ անդրադառնանք Յայաստանում ներդրումների պատմական զարգացումներին: Մինչև 2009թ. ճգնաժամը, շինարարության բումով պայմանավորված երկնիշ տնտեսական աճի շրջանում Յայաստանի ներդրումները բարձր տեմպերով աճում էին հիմնականում մասնավոր ներդրումների հաշվին: Մինչ ճգնաժամային 2000-2008թթ. այդ բարձր աճերի արդյունքում ներդրումները ՅՆԱ-ի նկատմամբ 18.6%-ից հասան 40.9%-ի: Սակայն 2009թ. ճգնաժամի հետևանքով ներդրումները իրական արտահայտությամբ կտրուկ նվազեցին 30.9 տոկոսով և ՅՆԱ-ի նկատմամբ 6.2 տոկոսային կետով: 2009թ. տնտեսության խթանման նպատակով հիմնականում արտաքին պետական պարտքի ներգրավման հաշվին ավելացվեցին պետական ներդրումները, որի հետևանքով պետական ներդրումները ՅՆԱ-ի նկատմամբ աճեցին 1.8%-ով՝ կազմելով 7.3%:

Սակայն հետզհետե՝ 2000-2014թթ. տնտեսության վերականգնման տարիներին ինչպես մասնավոր, այնպես էլ պետական ներդրումները հիմնականում շարունակեցին նվազել :

Գծապատկեր 34: Ներդրումների իրական աճի և ներդրումներ/ՀՆԱ ցուցանիշի դինամիկաները 2000-2014թթ.¹⁵⁶



Հատկապես վերջին տարիների զարգացումները լուրջ ռիսկեր են ստեղծում երկարաժամկետ տնտեսական աճի ապահովման տեսանկյունից: Այս պայմաններում անհրաժեշտությամբ է առաջանում հասկանալ, թե պետական և մասնավոր ներդրումները ինչպիսի երկարաժամկետ ազդեցություն են ունենում տնտեսական աճի և զբաղվածության վրա, արդյոք պետական ներդրումները ներսմղում են մասնավոր ներդրումներ: Վերջինս հատկապես կարևոր է ներկա շրջանի զարգացումների պայմաններում, քանի որ Հայաստանի տնտեսական և ներդրումային ներկայիս թույլ ակտիվությունը, տարածաշրջանային մեծ ռիսկերը տնտեսությունում պետության ակտիվ միջամտության, այդ թվում նաև պետական ներդրումների անհրաժեշտություն են առաջացնում, իսկ պետական պարտքի բեռի շարունակական աճը ընդգծում է այդ ներդրումների արդյունավետության վերաբերյալ գնահատականների անհրաժեշտությունը:

Տնտեսության վրա ներդրումների ազդեցության գնահատման նպատակով Eviews 9 ծրագրային փաթեթի միջոցով մշակվել է նախորդ ենթահարցում ներկայացված SVAR մոդելների նման մոդել, պարզապես այս դեպքում մոդելում կիրառվել են ՀՆԱ-ի, պետական ներդրումների, մասնավոր ներդրումների և զբաղվածության եռամսյակային տվյալները: Մինչ մոդելի մեջ ներառելը առաջին երեք ցուցանիշները վերածվել են 2005թ. գներով իրական ցուցանիշների՝ ՀՆԱ-ի համար

¹⁵⁶ Աղբյուրը՝ ՀՀ ԱԿԾ, \$Ն և հեղինակի հաշվարկներ:

կիրառելով ՀՆԱ դեֆլյատորը, պետական և մասնավոր ներդրումների համար՝ ներդրումների դեֆլյատորը: Այնուհետև այդ իրական ցուցանիշները և զբաղվածության ցուցանիշը լոգարիթմվել են բնական հիմքով լոգարիթմով (\ln), որից հետո, քանի որ օգտագործվում են եռամսյակային ցուցանիշներ, լոգարիթմված շարքերը սեզոնայնորեն հարթեցվել են՝ օգտագործելով Eviews 9 ծրագրային փաթեթի Census X12 մեթոդը:

Այդ ցուցանիշների ստացիոնարության ստուգման համար կիրառված համապատասխան թեստերի արդյունքները նույնպես վկայում են, որ դրանք ոչ ստացիոնար են և հետևաբար դիֆերենցվել են: Մոդելում ցուցանիշների հաջորդականությունը, կառուցվելով նմանապես տրամաբանությամբ, ունի հետևյալ տեսքը. $X_t = [\Delta \ln_r_ipub, \Delta \ln_r_ipriv, \Delta \ln_gdp, \Delta \ln_employment]$: c ազատ անդամները և ε_t մոդելի մնացորդները նույնպես կունենան վերոնշյալ վեկտորի հաջորդականությունը¹⁵⁷:

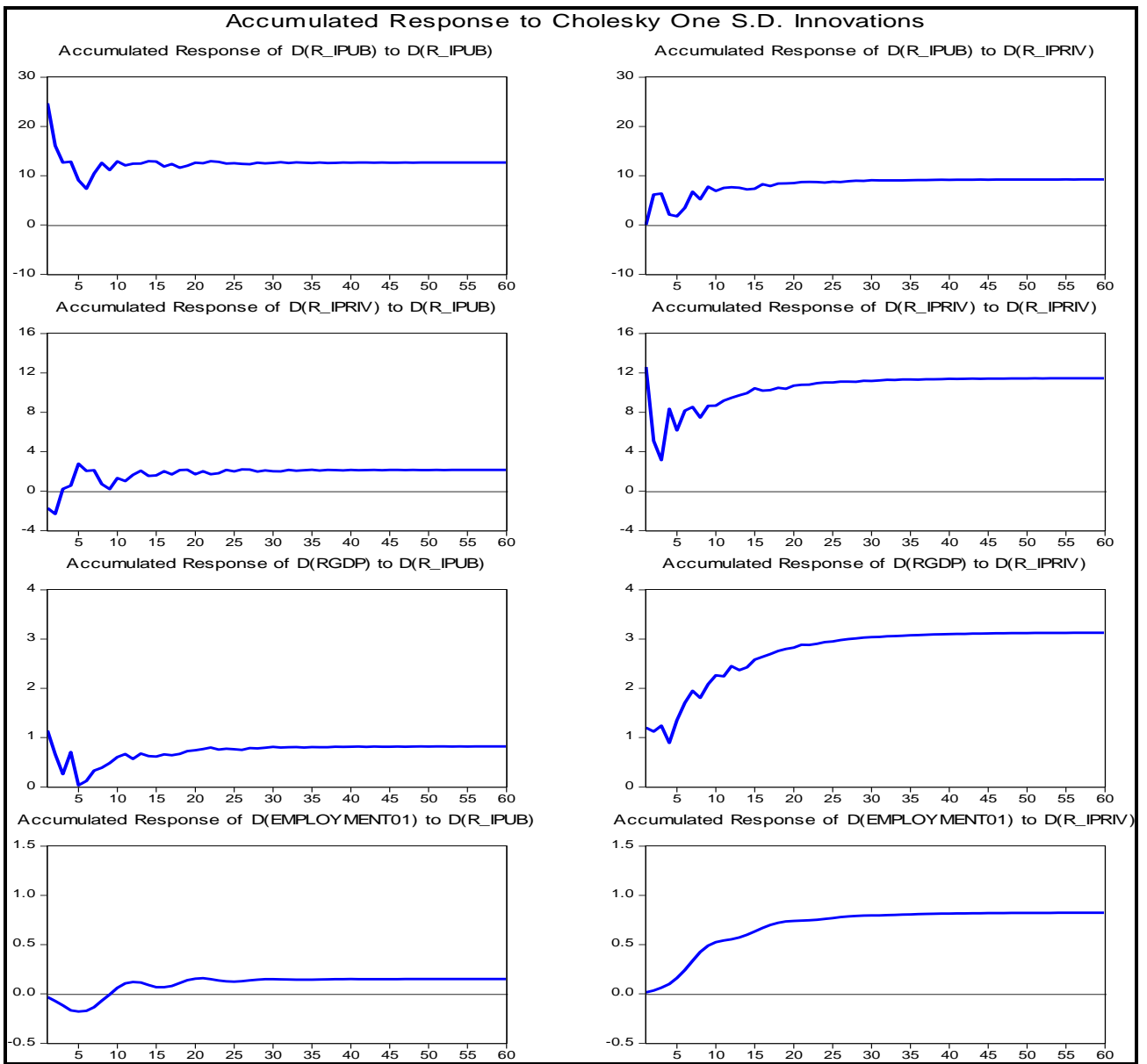
Ըստ R^2 (R-squared) գործակիցների կարելի է փաստել, որ գնահատված բոլոր մոդելները որակյալ են, քանի որ այդ գործակիցները բավական բարձր են և փաստում են, որ գնահատված մոդելի առանձին հավասարումները որոշ դեպքերում շուրջ 60 և ավելի տոկոսով բացատրում են կախյալ փոփոխականի տատանումները: Մոդելների որակի գնահատման մյուս համապատասխան թեստերը վկայում են, որ մոդելի մնացորդները ավտոկոռելացված չեն, հոմոսկեդաստիկ են ու նորմալ և ընդգծում են մոդելի որակյալությունը¹⁵⁸:

60 եռամսյակների համար կառուցված ազդակների արձագանքման ֆունկցիաները ներկայացված են ներքոնշյալ գծապատկերում: Ինչպես տեսնում ենք գծապատկերներից բոլոր ցուցանիշները դրական են արձագանքում պետական և մասնավոր ներդրումների շուկերին: Ընդ որում տնտեսական աճն ու զբաղվածության աճը ավելի մեծ չափով են արձագանքում մասնավոր ներդրումների շուկերին, քան պետական ներդրումների շուկերին:

Գծապատկեր 35: Ազդակների կուտակային արձագանքման ֆունկցիաներ (ձախկողմում ցուցանիշների արձագանքներն են պետական, իսկ աջ կողմում՝ մասնավոր ներդրումների շուկին)

¹⁵⁷ Թեստերի արդյունքները ներկայացված են Հավելված 4-ում, իսկ մոդելի արդյունքները՝ Հավելված 5-ում:

¹⁵⁸ Թեստերի արդյունքները ներկայացված են Հավելված 6-ում



Ազդակների արձագանքման ֆունկցիայից ստացվող կուտակային արձագանքների հիման վրա տվյալների հիման վրա կարելի է հաշվարկել ՀՆԱ իրական աճի, զբաղվածության և պետական կամ մասնավոր ներդրումների միջև երկարաժամկետ էլաստիկությունները հետևյալ բանաձևով.

$$\varepsilon_I = \frac{\Delta \ln_{gdp} (\text{կամ } \Delta \ln_{\text{employment}})}{\Delta \ln_I}$$

որտեղ համարիչում պետական կամ մասնավոր ներդրումների իրական աճերի շուկերի արդյունքում 15 տարիների կամ 60 եռամսյակների ընթացքում ՀՆԱ իրական աճի փոփոխությունների կուտակային մեծությունն է, իսկ հայտարարում՝ այդ նույն շուկերի

արդյունքում պետական կամ մասնավոր ներդրումների իրական աճերի փոփոխությանը կուտակային մեծությանը:

Այնուհետև այդ էլաստիկությանը կհամարվի վրահաշվարկում ենթադրյալ վարկերի մակրոտնտեսական սահմանային արդյունքները հետևյալ բանաձևով.

$$MP_I = \frac{\Delta gdp(\text{կամ} \Delta \text{employment})}{\Delta I} = \varepsilon_I \frac{gdp(\text{կամ} \text{employment})}{I}$$

որտեղ հավասարման վերջին մասի համարիչը՝ իրենից ներկայացնում է իրական ՀՆԱ-ի 15 տարիների՝ 2000-2014թթ. կուտակային մեծությանը (պաշարը) կամ զբաղվածության 2014թ. մեծությանը, իսկ հայտարարը նույն տարիների պետական կամ մասնավոր ներդրումների կուտակված իրական պաշարների մեծությանը:

Հաշվարկված սահմանային արդյունքները թույլ են տալիս հաշվարկել հաջորդ կարևոր ցուցանիշը՝ պետական կամ մասնավոր ներդրումների միջին տարեկան մակրոտնտեսական հատույցները հետևյալ բանաձևով.

$$(1+r)^{15} = MP_I$$

որտեղ r -ը մակրոտնտեսական հատույցն է:

Հաշվարկների արդյունքները ներկայացված են ներքոնշյալ աղյուսակում:

Ստացված արդյունքներից կարելի է տեսնել, որ ինչպես տնտեսական աճը, այնպես էլ զբաղվածության աճը դրական երկարաժամկետ ճկունության ունենև՝ պետական և մասնավոր ներդրումների շուկայի նկատմամբ: Ընդ որում մասնավոր ներդրումների նկատմամբ տնտեսական աճի երկարաժամկետ էլաստիկության գործակիցը (0.247) ավելի մեծ է պետական ներդրումների նկատմամբ տնտեսական աճի էլաստիկության գործակիցից (0.065): Նույնը կարելի է ընդգծել նաև զբաղվածության աճի համար:

Սահմանային արդյունքների տեսանկյունից պատկերը հակառակն է. պետական ներդրումների 1 դրամով իրական աճը երկարաժամկետում (15 տարի) հանգեցնում է իրական ՀՆԱ-ի 1.39 դրամով աճի, իսկ մասնավոր ներդրումների դեպքում՝ 1.04 դրամով աճի: Իսկ այդ պայմաններում միջին տարեկան հատույցները կազմում են համապատասխանաբար 2.23 տոկոս և 0.23 տոկոս:

Աղյուսակ 10: Պետական և մասնավոր ներդրումների ազդեցությունը տնտեսական աճի և զբաղվածության վրա

Ցուցանիշներ	15 տարիների կուտակային արձագանքներ պետական ներդրումների շոկին (տոկոսային կետ)	Էլաստիկություն	Իրական պաշարներ	Պետական ներդրումների սահմանային արդյունք	Պետական ներդրումների հատույց (%)
Պետական ներդրումներ	12.676		1691.1		
ՀՆԱ	0.821	0.065	36365.1	1.39	2.23
Զբաղվածություն	0.152	0.012	1133.5	0.0080	
Ցուցանիշներ	15 տարիների կուտակային արձագանքներ մասնավոր ներդրումների շոկին (տոկոսային կետ)	Էլաստիկություն	Իրական պաշարներ	Մասնավոր ներդրումների սահմանային արդյունք	Մասնավոր ներդրումների հատույց (%)
Մասնավոր ներդրումներ	11.457		8671.4		
ՀՆԱ	3.129	0.247	36365.1	1.04	0.23
Զբաղվածություն	0.824	0.065	1133.5	0.0085	

Իսկ զբաղվածության դեպքում սահմանային արդյունքների հաշվարկները ցույց են տալիս, որ պետական ներդրումների 1 դրամով իրական աճը երկարաժամկետում ստեղծում է լրացուցիչ 8 աշխատատեղ, իսկ մասնավոր ներդրումների նույն չափով աճը՝ 8.5 աշխատատեղ:

Ինչպես նշել ենք, պետական ներդրումները կարող են ներսմղել կամ արտամղել մասնավոր ներդրումներին: Վերևում ստացված ցուցանիշների հիման վրա կարելի է հաշվարկել ներսմղման կամ արտամղման էֆեկտները հետևյալ բանաձևով.

$$\frac{\Delta I_{priv}}{\Delta I_{pub}} = \frac{\varepsilon_{I_{pub}}}{\varepsilon_{I_{priv}}} \frac{I_{priv}}{I_{pub}} = \frac{0.065}{0.247} * \frac{8671.4}{1691.1} = 1.35$$

որտեղ հավասարման աջ մասի առաջին կոտորակի համարիչում և հայտարարում ՀՆԱ իրական աճի և համապատասխանաբար պետական ներդրումների ու մասնավոր ներդրումների միջև էլաստիկության գործակիցներն են, իսկ երկրորդ կոտորակի համարիչում և հայտարարում համապատասխանաբար 2000-2014թթ. (15 տարի) մասնավոր և պետական ներդրումների իրական պաշարները: Ստացված արդյունքը ցույց է տալիս, որ պետական ներդրումները երկարաժամկետում ներս են մղում մասնավոր ներդրումներ, մասնավորապես՝ պետական

Ներդրումների 1 դրամով իրական աճը ներս է մղում Լրացուցիչ 1.35 դրամ իրական ներդրումներ:

Այսպիսով, Հայաստանում պետական և մասնավոր ներդրումներն ունեն երկարաժամկետ դրական տնտեսական և զբաղվածության էֆեկտներ, իսկ պետական ներդրումները երկարաժամկետում ներս են մղում Լրացուցիչ մասնավոր ներդրումներ: Սակայն հատույցների ցածր ցուցանիշները փաստում են, որ Հայաստանում առկա են հատկապես մասնավոր ներդրումների արդյունավետության խնդիրներ, որը կարող է վերջին տարիներին ներդրումային անբարենպաստ միջավայրի հետևանք և ներդրումների նվազման կարևոր պատճառներից լինել: Իսկ պետական ներդրումների ոչ բարձր արդյունավետությունը կարող է նախորդ հարցում քննարկված որոշ ոլորտներում ոչ արդյունավետ ներդրումների պատճառ լինել: Արդյունքները կարևոր են նաև պարտքային և հարկաբյուջետային քաղաքականության տեսանկյունից և ահազանգում են, որ հատկապես ներկայիս ներդրումային ցածր ակտիվության պայմաններում անհրաժեշտ է կենտրոնանալ արդյունավետության հիմնախնդիրների վրա և ներդրումային և պարտքային քաղաքականությունները կառուցել առաջնահերթությունների հիման վրա, իսկ ներդրումային ներքին և արտաքին ռեսուրսներն ուղղել երկարաժամկետ տնտեսական աճի խթանմանն ուղղված արդյունավետ ներդրումային ծրագրերի իրականացմանը, ինչպես նաև բացահայտել և հասցեականորեն լուծել մասնավոր ներդրումների արդյունավետությանը խոչընդոտող հիմնախնդիրները:

3.3.2. Կարճաժամկետ ազդեցություն և: Պետական բյուջեի ծախսերի բազմարկիչներ

Ինչպես արդեն նշել ենք ապագրեգացված մեթոդների երկրորդ ենթախումբը գնահատում է տնտեսության վրա պետական ծախսերի ազդեցությունը բազմարկիչների գնահատման ճանապարհով: Այսպիսի գնահատականները անհրաժեշտ են նաև Հայաստանի տնտեսության վրա պետական պարտքի ազդեցության և դրա արդյունավետության գնահատման տեսանկյունից:

Հարկաբյուջե տային բազմարկիչների գնահատումը բավական բարդ գործընթաց է՝ պայմանավորված պատճառահետևանքային կապի ոչ ակնհայտ բնույթի հետ: Այսպես, հարկաբյուջե տային քաղաքականությունը, հատկապես զարգացող երկրներում, շատ դեպքերում պրոցիկլիկ բնույթ ունի: Բացառություն չէ նաև Հայաստանը, որում համոզվեցինք այս գլխի առաջին հարցի ուսումնասիրություններում: Այս պայմաններում դժվար է տարանջատել, թե որ դեպքում են, օրինակ, ծախսերն ազդում տնտեսական աճի և որ դեպքում՝ տնտեսական աճը ծախսերի վրա: Ընդ որում, բացի այս դժվարությունները, բազմարկիչների վրակարող են ազդել բազմաթիվ գործոններ, որոնք տարանջատվում են երկու խմբի¹⁵⁹.

1. Տվյալ երկրին բնորոշ կառուցվածքային գործոններ՝ առևտրի բացություն (Ներմուծման ավելի փոքր հակում ունեցող երկրները սովորաբար ավելի մեծ բազմարկիչներ են ունենում:), աշխատանքի շուկայի կոշտություններ (Կոշտ աշխատանքի շուկաներ(ուժեղ միություններ, խիստ պետական կարգավորումներ) ունեցող երկրները ավելի մեծ բազմարկիչներ ունեն), ավտոմատ կայուն արարների չափեր (Մեծ ավտոմատ կայուն արարները նվազեցնում են բազմարկիչները:), փոխարժեքի ռեժիմ (Ավելի ճկուն փոխարժեքի ռեժիմ ունեցող երկրները ավելի փոքր բազմարկիչներ են ունենում:), պարտքի մակարդակ (Բարձր պարտքով երկրները ավելի փոքր բազմարկիչներ ունեն):

2. Ժամանակավոր գործոններ՝ բիզնես պարբերաբար շաներ (Բազմարկիչները սովորաբար ավելի մեծ են լինում անկման փուլերում:), հարկաբյուջե տային շուկերին դրամավարկային հարմարեցման աստիճան (Խթանող դրամավարկային քաղաքականությունը թուլացնում է հարկաբյուջե տային գույքի ազդեցությունը):

Տնտեսագիտական հետազոտությունների մեջ հանդիպում են բազմարկիչների գնահատման երկու հիմնական մեթոդներ՝ կառուցվածքային վեկտոր ավտոռեգրեսիոն մոդելներ (SVAR) և դինամիկ ստոխաստիկ ընդհանուր հավասարակշռության մոդելներ

¹⁵⁹ **Batini N., Eyraud L., Weber A.**, A Simple Method to Compute Fiscal Multipliers, IMF Working Paper, June 2014.

Batini N., Eyraud L., Forni L., Weber A., Fiscal Multipliers: Size, Determinants, and Use in Macroeconomic Projections, IMF, Technical Notes and Manuals, September 2014.

(DSGE): Եթե այդ մեթոդները դժվար է գնահատել որևէ երկրի համար, մեկ տարվա բազմարկիչների հաշվարկման պարզ մեթոդ են առաջարկում Նաև Բատինին, Էյրաուդը և Վեբերը¹⁶⁰՝ հիմնվելով վերոնշյալ գործոնների վրա: Այդ մեթոդը կոչվում է bucket (back-of-the envelope) մոտեցում և վերոնշյալ գործոններին տալով 0 կամ 1 գնահատականներ, ստանում է գումարային գնահատական, որի հիման վրա էլ որոշվում են բազմարկիչները. 0-3 գնահատականի դեպքում ենթադրվում է ցածր՝ 0.1-0.3 բազմարկիչ, 3-4 գնահատականի դեպքում՝ միջին 0.4-0.6 բազմարկիչ և 4-6 գնահատականի դեպքում՝ մեծ 0.7-1 բազմարկիչ:

Ընդհանրապես զարգացած երկրների համար ծախսերի մեկ տարվա բազմարկիչը միջինում 0.8 է, իսկ զարգացող երկրների համար ավելի փոքր¹⁶¹:

Հայաստանի համար կարող են կիրառվել մի շարք հետազոտությունների արդյունքներ: Այսպես, Սինսիբաչը DSGE մոդելի միջոցով գնահատում է, որ Հայաստանում պետական ծախսերի 5% աճը տվյալ տարում հանգեցնում է իրական ՀՆԱ-ի 2.5% աճի: Հաշվի առնելով ՀՆԱ-ի մեջ պետական ծախսերի կշիռը այս ազդեցությունը վերածվում գրեթե 2-ի հավասար բազմարկիչի¹⁶²:

Առավել տարածված SVAR մեթոդներից մեկի՝ Բլանշարի և Պերոտտիի կողմից մշակված SVAR մոդելի մոտեցումների¹⁶³ կիրառմամբ Ռոզենովը և Ջանվելյանը իրենց 2015թ. հետազոտության¹⁶⁴ մեջ գնահատում են Հայաստանի պետական ծախսերի և հարկերի կարճաժամկետ և միջնաժամկետ բազմարկիչները: Ընդ որում բազմարկիչները հաշվարկվել են SVAR մոդելի արդյունքների հիման վրա կառուցված ազդակների արձագանքման ֆունկցիաների կառուցման միջոցով: Հետազոտության արդյունքները փաստում են, որ պետական ծախսերի բազմարկիչը մեկ տարի հետո կազմում է 0.89, իսկ առավելագույն մակարդակին՝ 1.42-ի է հասնում երեք եռամսյակ անց: Իսկ միայն կապիտալ ծախսերի բազմարկիչը մեկ տարի հետո կազմում է

¹⁶⁰ Նույն տեղում:

¹⁶¹ Նույն տեղում: Այստեղ ներկայացված են բազմարկիչների գնահատման բոլոր հայտնի հետազոտությունները:

¹⁶² **Rozenov R., Janvelyan V.**, Fiscal Multipliers in Armenia, IMF Country Report No. 15/66, Republic of Armenia, Selected Issues, March 2015, pp. 15-26.

¹⁶³ **Blanchard O, Perotti R.**, An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output, Quarterly Journal Of Economics, Vol. 117, pp.1329–68, 2002.

¹⁶⁴ Նույն տեղում:

1.12 և նորից իր առավել ազուլյն մակարդակին՝ 1.64-ի հասնում է երեք եռամսյակ անց:

Յեղիականները հետազոտության մեջ զուգահեռներ են անցկացնում նաև այլ զարգացող երկրների՝ Բուլղարիայի, Խորվաթիայի, Չեխոսլովակիայի, Լեհաստանի, Ռումինիայի հետ և եզրակացնում, որ Չայաստանում ավելի բարձր է բազմարկիչը, որի պատճառներից են ավելի ցածր խնայողությունների մակարդակը, ֆինանսական սահմանափակումները, համեմատաբար ցածր պետական պարտքի բեռը և արտաքին բյուջետային ֆինանսավորման հասանելիությունը:

Յեղիականները կիրառում են նաև bucket մեթոդը, որի արդյունքները Չայաստանի համար ենթադրում են 3 գնահատականը, որն իր հերթին ենթադրում է ավելի փոքր բազմարկիչներ՝ 0.1-0.3 կամ 0.4-0.6: Սակայն այս մեթոդը ընդհանուր է բոլոր երկրների համար և ամբողջովին չի արտացոլում տվյալ երկրի առանձնահատկությունները, այդ իսկ պատճառով նախընտրելի են վերոնշյալ SVAR մոդելի արդյունքները:

Վերոնշյալ արդյունքները փաստում են, որ պետական պարտքի կարճաժամկետ արդյունավետությունը ավելի բարձր կլինի, եթե այն ուղղվի կապիտալ ծախսերին, քանի որ մի կողմից ընթացիկ ծախսերը, նաև իրենց բնույթից ելնելով, կարճաժամկետ և ոչ մեծ օգուտներ են ապահովում, իսկ մյուս կողմից պետական պարտքն ունի երկարաժամկետ բնույթ:

3.4. Չայաստանի կառավարության պարտքային քաղաքականության բարելավման ուղիները

Չայաստանում պետության պարտքային քաղաքականությունը հիմնվում է «Պետական պարտքի մասին» ՀՀ օրենքի, ՀՀ կառավարության բյուջետային ուղերձների և պետական միջնաժամկետ ծախսերի ծրագրերի վրա, սակայն դրանք մեր կարծիքով չեն արտացոլում պարտքային քաղաքականության բոլոր ասպեկտները: Ըստ այդ օրենքի պետական պարտքի կառավարումը գործընթաց է, որն իրականացվում է փոխառու միջոցների ներգրավման, վերաձևակերպման, մարման և սպասարկման ծրագրերի մշակման և իրականացման միջոցով այդ

օրենքով սահմանված նպատակների շրջանակներում: Ընդ որում այս օրենքը պարտքային քաղաքականության մասով հիմնականում նվիրված է կառավարության պարտքին: Իսկ ԿԲ պարտքային քաղաքականությունը, լինելով կառավարությունից անկախ այդ մարմնի իրավասության ներքո, արտացոլված են «Կենտրոնական բանկի մասին» ՀՀ օրենքում: Վերոնշյալ առաջին օրենքում ներկայացված են կառավարության պարտքի կառավարման հիմնարար դրույթները: Այդ օրենքում սահմանվում է, որ կառավարության պարտքի կառավարման հիմնական նպատակն է կառավարության ֆինանսական կարիքների բավարարման մշտական հնարավորության ապահովումը՝ երկարաժամկետ հատվածում նվազեցնելով պարտքի սպասարկման մեծությունը: Նպատակներ են նաև՝ 1) կառավարության պարտքի օպտիմալ կառուցվածքի ձևավորումը՝ հաշվի առնելով պոտենցիալ ռիսկերը, 2) պետական պարտքի կառավարման և դրամավարկային քաղաքականությունների համակարգում: Ընդ որում, ըստ այդ օրենքի, պետական պարտքի կառավարումն իրականացվում է թափանցիկության, հաշվետվողականության, կանխատեսելիության և հրապարակայնության սկզբունքներով:

Կառավարության պարտքի կառավարման ամփոփ արդյունքները ներկայացվում են յուրաքանչյուր տարվա «ՀՀ պետական պարտքի մասին տարեկան հաշվետվություններում»¹⁶⁵ և «Պետական պարտքի կառավարման ռազմավարական ծրագրերում»¹⁶⁶:

ՀՀ կառավարության բյուջետային ուղերձներում ներկայացվում են պետական պարտքի ընթացիկ ցուցանիշները և միտումները, ապագա մեկ տարում նախատեսվող թողարկումները և ստացումները, ինչպես նաև առանձին ոլորտային քաղաքականությունների շրջանակում արտաքին վարկերի նկարագրությունները: Պետական միջնաժամկետ ծախսերի ծրագրերի շրջանակներում ներկայացվում են նմանատիպ տեղեկատվություն միջնաժամկետ ժամանակահատվածի համար, ինչպես նաև պարտքի կառավարման ռազմավարությունները: Ընդ որում այս փաստաթղթերում պարտքի ներգրավումը և օգտագործումը հիմնվում է ծախսային գերակայությունների, որոնք էլ իրենց հերթին՝ ՀՀ կառավարության ծրագրով սահմանված գերակայությունների վրա:

¹⁶⁵ <http://www.minfin.am/index.php?cat=79&lang=1>

¹⁶⁶ Նույն տեղում:

Սակայն այս փաստաթղթերում պարտքային քաղաքականությանը նվիրված առանձին հատված որպես այդպիսին չի առանձնացվում, որտեղ կը նդգծվեին պետական պարտքի օգտագործման նպատակները և սկզբունքները, նախկինում ներգրավված պետական պարտքի արդյունավետության և տնտեսության վրա ազդեցության գնահատականները:

Անհրաժեշտ է նշել, որ Հայաստանում ներգրավված պետական պարտքի արդյունավետության և տնտեսության վրա ազդեցության գնահատականները կարելի է ասել հիմնականում բացակայում են: Դրանց անդրադարձ չի կատարվում ՀՀ կառավարության ինչպես հարկաբյուջետային, այնպես էլ պարտքային քաղաքականության վերոնշյալ փաստաթղթերում: Իսկ ներգրավված պարտքը և, մասնավորապես, նպատակային վարկերը ծախսվում են հիմնականում ՀՀ կառավարության որոշումների հիման վրա ստեղծվող ծրագրերի իրականացման գրասենյակները (ԾԻԳ), որոնք աշխատում են առանձին նախարարությունների վերահսկողությամբ¹⁶⁷: Իսկ ԾԻԳ-երի միջոցով իրականացվող վարկային ծրագրերի արդյունավետությունը գնահատվում է ծախս-օգուտ վերլուծության (cost-benefit analysis) միջոցով: Օրինակ, որևէ միջազգային վարկատուից ներգրավված վարկերի կամ ներքին ռեսուրսների հաշվին ոռոգման համակարգում ներդրում կատարելիս առանձնացվում են որոշ տնտեսական և սոցիալական ցուցանիշներ և դրանք համեմատվում նույն ցուցանիշների՝ ծրագրի ավարտից հետո գրանցած արժեքների հետ: Թեև այդ ԾԻԳ-երը հաշվետվություններ ներկայացնում են ՀՀ կառավարությանը, սակայն դրանց աշխատանքների կոորդինացում և արդյունավետության հստակ գնահատում որպես այդպիսին չի իրականացվում: Այսինքն՝ որպես այդպիսին համակարգված և կոորդինացված պարտքային քաղաքականություն չի իրականացվում:

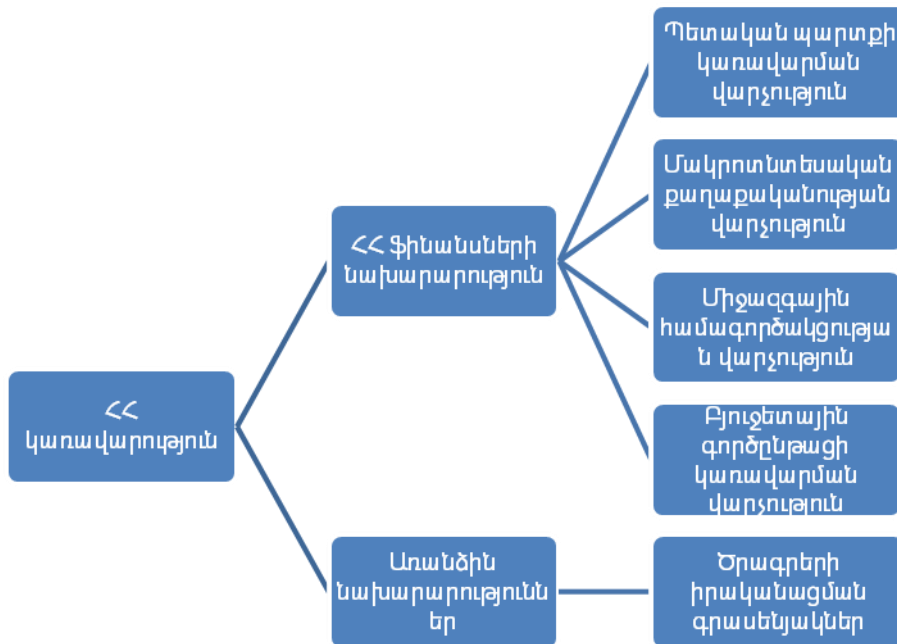
Ընդհանուր առմամբ ներկայումս ՀՀ կառավարության պարտքային քաղաքականության իրականացման գործընթացը կարելի է ներկայացնել ներքոնշյալ սխեմայով:

Պարտքային քաղաքականության գործընթացում ՀՀ \$Ն պետական պարտքի կառավարման վարչությունը պատասխանատու է պետական

¹⁶⁷ ԾԻԳ-երի աշխատանքների կազմակերպման գործընթացն ավելի մանրամասն ներկայացված է Հավելված 7-ում

պարտքի գրանցման, հաշվառման, պետական պարտատու մատերի թողարկման, ռիսկերի գնահատման և կառավարման, հաշվետվող թյուր ներքին կազմման և ռազմավարող թյուր ներքին մշակման, մակրոտնտեսական քաղաքականության վարչող թյուր ներքին՝ պետական պարտքի կայունության վերլուծության, բյուջե տային գործընթացի կառավարման վարչող թյուր ներքին՝ արտաքին վարկերի պլանների որոշման և հաստատման, միջազգային համագործակցության վարչող թյուր ներքին՝ վարկատուների հետ բանակցող թյուր ներքին վարման համար: Ընդ որում ՀՀ ֆինանսների նախարարող թյուր ներքին և նրա ենթակայության տակ գտնվող ԾԻԳ-երը գործում են առանձին նախարարող թյուր ներքինից ու դրանց ենթակայության տակ գտնվող ԾԻԳ-երից անկախ:

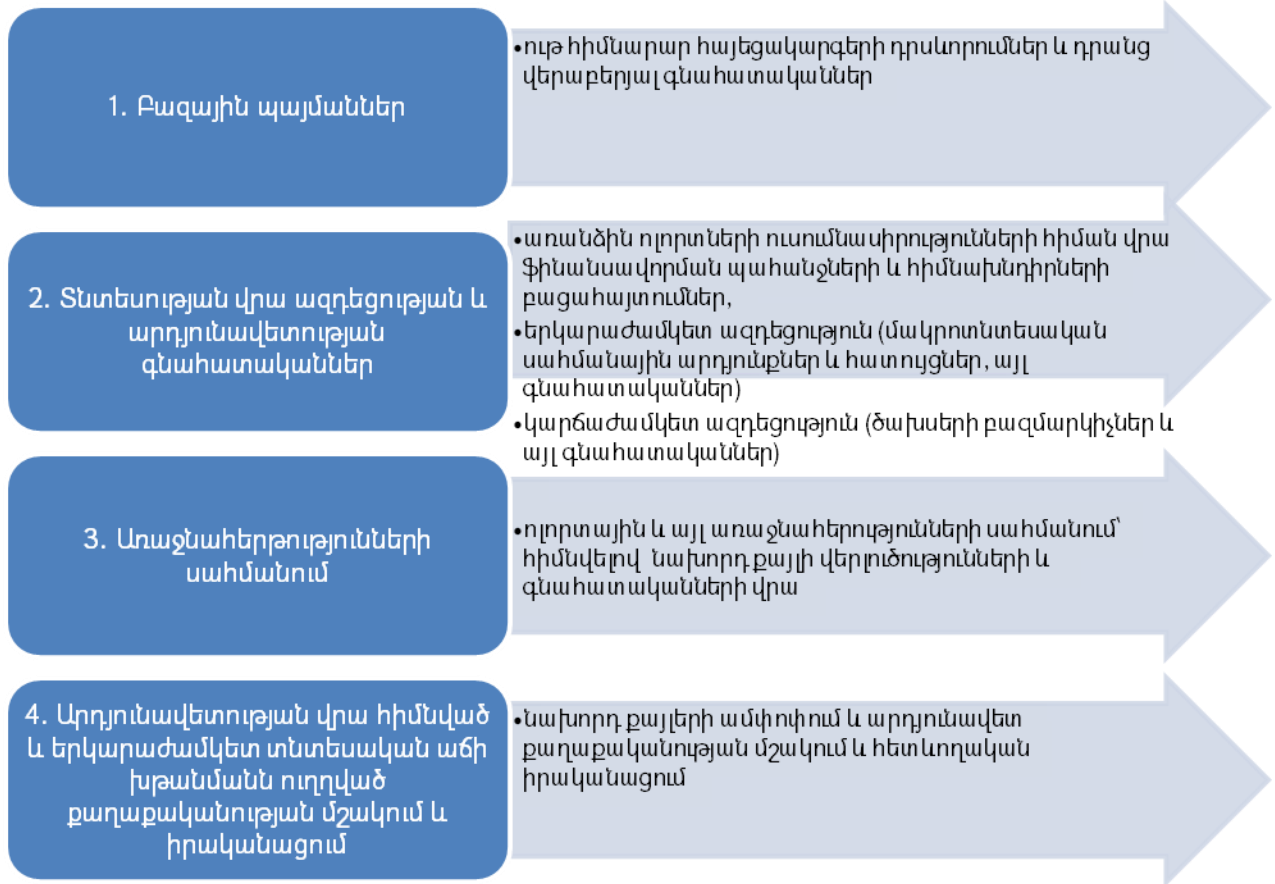
Գծապատկեր 36: ՀՀ կառավարող թյուր ներքին պարտքային քաղաքականության ու ներքին իրականացող մարմինների ներկայիս հիերարխիկ կառուցվածքը



Այժմ անդրադառնանք մեր առաջարկներին և դրանց հիման վրա ՀՀ պարտքային քաղաքականության բարելավումներին: Նախորդ շարադրանքում ներկայացված ուսումնասիրող թյուր ներքին թույլ են տալիս նախ առաջարկել պետության պարտքային քաղաքականության գործընթացի իրականացման արդյունավետ մոդել, որը կարելի է ներկայացնել ներքոնշյալ սխեմայի տեսքով: Ընդ որում այս մոդելը կարող է դիտարկվել որպես հաջորդական և միաժամանակ փոխազդող հենասյունների ամբողջող թյուր ներքին: Հաշվի առնելով, որ այսպիսի մոդելի

հնարավորինս կատարյալ գործարկումը մի շարք միջոցառումներ է ենթադրում, արդյունավետ մոդելին կարելի է նաև հասնել այդ մոդելի հենասյուների աստիճանական բարելավումների միջոցով:

Գծապատկեր 37: Պետության պարտքային քաղաքականության իրականացման առաջարկվող արդյունավետ մոդել



Մեր ուսումնասիրությունները ցույց տվեցին (տես՝ Գլուխ 3, Յարգ 3.1.), որ Յայ աստանում բազային պայմանների կամ ութ հիմնարար հայեցակարգերի մասով ռիսկեր և հիմնախնդիրներ են առաջացնում չորսը՝ կարճաժամկետ կայունացման, կառուցվածքային պակասորդի, չկայացած ֆինանսական շուկայի, Ռսկե կանոնի և Կայուն ներդրման կանոնի հայեցակարգերը: Ուստի այս տեսանկյունից պարտքային քաղաքականության բարելավման նպատակով առաջարկում ենք հետևյալը.

1. Կառուցվածքային պակասորդի և կարճաժամկետ կայունացման հայեցակարգ: Ապագայում հարկաբյուջետային քաղաքականություն մշակելիս հիմնվել կառուցվածքային պակասորդների իրատեսական գնահատականների վրա, որի համար կարող են կիրառվել մեր կողմից առաջարկվող վիճակագրական ֆիլտրերը: Ավտոմատ կայունարարների

բարելավման նպատակով հարկային քաղաքականությունը և հարկատեսակները պետք է հնարավորինս համապատասխանեցնել տնտեսության կառուցվածքին, իսկ ծախսերը դարձնել առավել հասցեական: Կարող է գործարկվել նաև ճկուն հարկաբյուջետային քաղաքականություն ունենալու գաղափարը. օրինակ՝ պետական բյուջեի մասին օրենքները մշակել իսսահմանել որոշակի կանոն, որը թույլ կտա որոշ տոկոսով հարկերի և ծախսերի տատանումներ՝ պայմանավորված այդ տարվա տնտեսական ակտիվության տատանումներով, և տնտեսական ակտիվության սեզոնայնությունից ելնելով սահմանել հարկերի և ծախսերի սեզոնային համամասնություններ: Իսկ հարկերի կանխատեսումները բխեցնել տնտեսության հարկունակ բազայի (հարկունակ ՅՆԱ-ի) վերաբերյալ իրատեսական գնահատականներից¹⁶⁸:

2. Չկայացած ֆինանսական շուկայի հայեցակարգ: Պարտատոմսերի շուկայի զարգացման և ներդրողների ու գործիքների ընդլայնման համար մեծ հնարավորություններ է ստեղծում ԵԱՏՄ-ին Հայաստանի անդամակցությունը: Կարելի է ԵԱՏՄ շրջանակներում առաջարկել պարտատոմսերի միասնական շուկայի ստեղծման ծրագիր, որը հետագայում կարող է հիմք հանդիսանալ ֆինանսական շուկայի մյուս օղակների զարգացման համար: Նմանատիպ ծրագրեր մշակվել և իրականացվել են Ասիայում, Աֆրիկայում և Հարավային Ամերիկայում¹⁶⁹:

3. □Ոսկե կանոն□: Այս մասով ապագայում անհրաժեշտ է ներգրավված պարտքը հիմնականում ուղղել պետական ներդրումներին կամ կապիտալ ծախսերին, այլապես ներգրավված պարտքի անարդյունավետ օգտագործումները, ստեղծելով պարտքի կայունության ռիսկեր, մեծ բեռ կարող են լինել ինչպես տնտեսության, այնպես էլ կառավարության համար: Ընդ որում կարող է սահմանվել որոշակի □Ոսկե կանոն□, որը իր հերթին կսահմանի պարտքի և հատկապես արտաքին խոշոր վարկերի օգտագործման համամասնություններ (օրինակ՝ ընթացիկ ծախսերի գծով 10-20%, կապիտալ ծախսերի գծով՝ 80-90%):

¹⁶⁸ Օրինակ 2015թ., ինչպես արդեն նշել ենք, տնտեսության ոչ հարկունակ ճյուղերի աճերով պայմանավորված տնտեսական աճը հանդիսացավ հարկերի նվազման հիմնական պատճառներից մեկը:

¹⁶⁹ Պարտատոմսերի միասնական շուկայերի ստեղծման փորձը ներկայացված է Հավելված 8-ում:

4. □Կայ ուն ներդրման կանոն□: Հաշվի առնելով, որ մի կողմից պատմականորեն պետական պարտքի կրճատման ամենամեծ գործոնը եղել և մնում է տնտեսական աճը և որ պետական ՊԿՎ արդյունքները ցույց են տալիս, որ պետական պարտքն արդեն իսկ խոցելի է տնտեսական աճի շոկերի նկատմամբ, իսկ մյուս կողմից պարտքի կառուցվածքում մեծ տեսակարար կշիռ ունեն արտոնյալ, երկարաժամկետ և ապամոտիվացնող բնույթ կրող պարտքերը՝ պետք է առաջնահերթությամբ առավել ապես տալ երկարաժամկետ տնտեսական աճին ուղղված արդյունավետ ծրագրերին, որը նաև վստահությամբ կստեղծի օտարերկրյա և ներքին վարկատուների ու ներդրողների մոտ: Այսպիսի մոտեցումը թույլ կտա նվազեցնել նաև շուկայական ընկալումների ռիսկը և հակակշիռ ձևավորել փոխարժեքի ռիսկերին: Վերջիններիս, ինչպես նաև պարտքի ներդրողների կառուցվածքի (ոչ ռեզիդենտներից կախվածության) դիվերսիֆիկացմանը կարող է նպաստել արդեն իսկ նշված ԵԱՏՄ շրջանակներում միասնական շուկա ձևավորելու առաջարկը: Արդյունավետության խնդիրների առաջնահերթությամբ են ընդգծում նաև այն, որ միջնաժամկետում նախատեսվում են խոշոր վարկային ծրագրեր, որոնք իրագործելու դեպքում լրացուցիչ կսահմանափակեն արդեն իսկ սահմանափակված հարկաբյուջետային քաղաքականության հնարավորությունները: Այդ ծրագրերը իրագործելու համար արդյունավետության խնդիրների գնահատման հետ միասին պետք է միաժամանակ համատեղվեն հարկման վերոնշյալ մոտեցումները և կրճատվեն հնարավորինս ոչ արդյունավետ ծախսերը՝ չվնասելով բնակչության խոցելի խմբերին: Հաշվի առնելով, որ 2020թ. մեծ մարումներ են սպասվում ներկայումս պետք է արդեն իսկ աստիճանաբար քննարկվեն դրանց հնարավոր ոչ ռիսկային իրագործման տարբերակները:

Ինչպես մինչ այժմ նկատեցինք ատենախոսության մեջ կարմիր թելի նման անցնում էր մեկ հիմնարար գաղափար՝ պետության պարտքային քաղաքականությանը պետք է հիմնվի արդյունավետության և երկարաժամկետ տնտեսական աճի խթանման հիմնարար սկզբունքների վրա: Այդ իսկ պատճառով բացի վերոնշյալ առաջարկներից Հայաստանում վերոնշյալ մոդելի գործարկման համար անհրաժեշտ կլինեն Կառավարության կողմից հետևյալ կարևոր քայլերի իրականացումը.

1. Հնարավորինս իրատեսակ ան պատկերացում կազմել յուրաքանչյուր ոլորտում ղվող ներդրումների, այդ թվում արտաքին վարկային ծրագրերի երկարաժամկետ ազդեցության և արդյունավետության, սահմանային արդյունքների և հատույցների վերաբերյալ: Մեր կողմից գնահատված մոդելները կարող են ծառայել այդ ուղղությամբ և սկիզբ հանդիսանալ այդ մասով հետագա ուսումնասիրությանը և գնահատականների համար:

2. Բացահայտել և հստակ ընդգծել բոլոր ենթակառուցվածքներում և, առաջին հերթին, Էներգետիկայի ու ճանապարհաշինության և տրանսպորտի ոլորտների ենթակառուցվածքների (այդ ոլորտների վարկերը ոլորտային վարկերի գերակշիռ մասն են կազմում) առկա խնդիրները:

3. Ամբողջական պատկերացում ունենալ և գնահատել յուրաքանչյուր ոլորտում առկա կապիտալի որակը, մաշվածությունը և այդ ոլորտներում անհրաժեշտ արդյունավետ ներդրումների չափերը: Սաշատկարևոր է, քանի որ կարող են լինել դեպքեր, օրինակ՝ Էներգետիկ համակարգում, որ վարկային ծրագրերի իրականացումը նույնիսկ չբավարարի ֆինանսավորել տվյալ ենթակառուցվածքի վերականգնման ծախսերը, որը կտանի վարկային ռեսուրսների անարդյունավետ օգտագործման:

4. Հիմնվելով վերոնշյալ քայլերի վրա՝ սահմանել ներդրումների և վարկային ծրագրերի ոլորտային և ներոլորտային առաջնահերթություններ և շեշտադրում կատարել հատկապես երկարաժամկետ աճին խթանող արդյունավետ ծրագրերի վրա: Սա նաև թույլ կտա արդյունավետ օգտագործել սահմանափակ բյուջետային, վարկային և դրամաշնորհային ռեսուրսները:

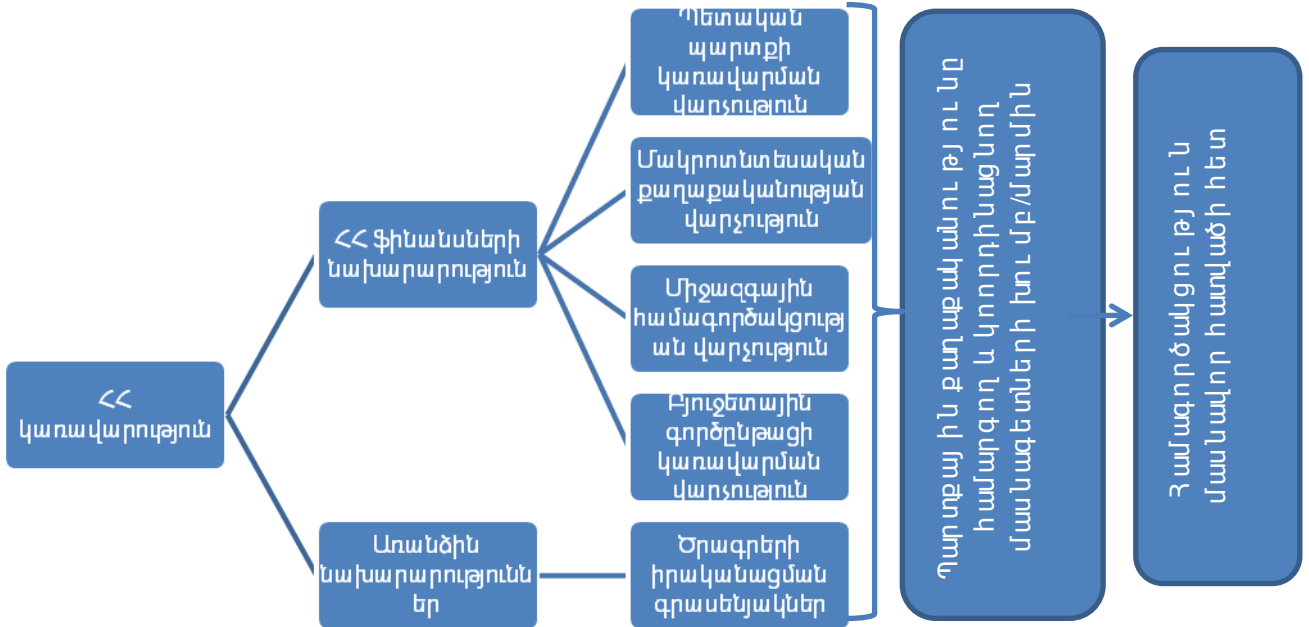
5. Ստեղծել պարտքային քաղաքականության գործընթացին մասնակից մարմինների, ստորաբաժանումների և ԾԻԳ-երի աշխատանքները կոորդինացնող մարմին կամ առանձին ստորաբաժանում կամ աշխատանքային խումբ կամ որևէ մարմին հանձնել այդ իրավասությունները, որը կզբաղվի վերոնշյալ և առաջարկվող

արդյունավետ մոդելին համապատասխան աշխատանքներով, հաշվետու կլինի կառավարությանը:

Հաշվի առնելով, որ մի կողմից պետական ՊԿՎ արդյունքները ցույց են տալիս, որ բարձր հիսկերկան արտաքին ֆինանսավորման պահանջների մասով, իսկ մյուս կողմից վերջին տարիներին կտրուկ աճ է նկատվում մասնավոր հատվածի պարտքերում, ապա համակարգող խումբը կամ մարմինը կարող է համագործակցել նաև պարտքի մեծ բեռով աչքի ընկնող մասնավոր հատվածի սուբյեկտների հետ, որպեսզի դրանց վարքագիծը նույնպես հաշվի առնվի հետագայում պարտքային քաղաքականության մշակման և իրականացման գործընթացում:

Այսինքն՝ Հայաստանի համար պարտքային քաղաքականությանը ներկայացնող մարմինների հիերարխիկ կառուցվածքը մեր առջարկների համապատասխան կունենա հետևյալ տեսքը.

Գծապատկեր 38: ՀՀ կառավարության պարտքային քաղաքականությանը ներկայացնող մարմինների առջարկվող հիերարխիկ կառուցվածքը



Ընդ որում Հայաստանում վերոնշյալ արդյունավետ մոդելը գործարկելու նպատակով անհրաժեշտություն կառաջանա նաև լրացումներ կատարել ՀՀ կառավարության բյուջետային ուղերձներում և պետական միջնաժամկետ ծախսերի ծրագրերում: Այսպես, վերոնշյալ փաստաթղթերում կարող են ավելացվել հատվածներ, որոնք կարտացոլեն առջարկվող մոդելին համապատասխան գործընթացների արդյունքները: Ընդ որում այդ հատվածներում կամ բյուջետային ուղերձների և միջնաժամկետ ծախսերի ծրագրերի

Նպատակները սահմանող հատվածներում անհրաժեշտություն կառաջանա ընդգծել պետական պարտքի ներգրավման երկու կարևոր նպատակ՝ 1.երկարաժամկետ տնտեսական աճի խթանում՝ առաջնահերթությունը տալով առավել արդյունավետ ծրագրերին և 2.տնտեսության կայունության ապահովում: Իսկ որպես սկզբունք անհրաժեշտ է ընդգծել ներգրավվող պարտքի արդյունավետ օգտագործումը:

ԵԶՐԱԿԱՑՈՒ ԹՅՈՒՆՆԵՐ ԵՎ ԱՊԱՋԱՐԿՈՒ ԹՅՈՒՆՆԵՐ

Ատենախոսական աշխատանքում պետական պարտքին և դրա բեռին, պետության պարտքային քաղաքականությանը և տնտեսության վրա դրանց ազդեցություններին նվիրված քննական ու բազմակողմանի վերլուծությունները և մոդելների, վիճակագրական ֆիլտրերի, տարբեր մաթեմատիկական բանաձևերի հիման վրա ստացված գնահատականները թույլ են տալիս կատարել հետևյալ հիմնական եզրակացությունները.

1. Պետական պարտքի տեսաբանները բաժանվում են երկու խմբի, որոնցից առաջինը պարտքի նկատմամբ բացասական, իսկ երկրորդը՝ դրական վերաբերմունք ունի: Ընդ որում պետական պարտքի տեսությունը զարգացում է ապրել չորս հիմնական ուղղություններով.

✓ **Վաղ դասական:** Յյուն, Սմիթը, Ռիկարդոն գտնում էին, որ պարտքը արդյունավետ չէ, քանի որ այն, հզորացնելով պետությանը, ոչնչացնում է կապիտալը:

✓ **Ուշ դասական և նոր դասական:** Մալթուսը և Միլը գտնում էին, որ պարտքը միշտ չէ, որ արդյունավետ չէ, եթե պետությունը ներգրավի այնպիսի ռեսուրսներ, որոնք հնարավոր է արդյունավետ չօգտագործվել: Իսկ ավելի ուշ Ադամսը, Բաստեբլը, Լերուաֆոլյեն հանգեցին այն եզրակացության, որ պարտքը կարող է օգուտ բերել հասարակությանը, եթե պետության կողմից ներգրավված միջոցներն ուղղվեն ներդրումներին: Իսկ նոր դասական Բարրոն ցույց տվեց, որ տնտեսությունն անտարբեր է, թե պետությունն ինչպես է ֆինանսավորում իր ծախսերը:

✓ **Քեյնսյան (կայունացման տեսություն):** Քեյնսը, Լերները, Սամուելսոնը, Գելբրեյթը, Յարիսը առաջ էին քաշում պետական բյուջեի պակասուրդի կայունացման տեսությունը և գտնում, որ պետությունը հարկաբյուջե տային քաղաքականության միջոցով պետք է ակտիվ միջամտի տնտեսական գործընթացներին և կարգավորի տնտեսությունը, իսկ պարտքը երկարաժամկետում պետական ֆինանսներին և տնտեսությանը վնաս չի կարող հասցնել:

✓ **Նոր տեսություններ:** Բյուրեղներն իր մոտեցումներով մոտեցավ ու շղթասականներին: Իսկ Ֆրիդմենը և մոնետարիստները ընդհանրապես մերժում էին հարկաբյուջետային քաղաքականությունը՝ որպես տնտեսության կայունացման գործիք:

Ընդհանուր առմամբ պետական պարտքի վերաբերյալ դասականների տեսակետները խմբավորվում են մեկ միասնական առողջ ֆինանսների, իսկ քեյնսականների հայացքները՝ ֆուկսիոնալ ֆինանսների հայեցակարգերում:

2. Պետության արդյունավետ պարտքային քաղաքականությունը պետք է հիմնվի ութ հիմնարար հայեցակարգերի վրա: Դրանք են՝ հարկաբյուջետային պահպանողականություն, ավելցուկային հարկային բեռ, պետական ֆինանսների ոսկե կանոն և կայուն ներդրման կանոն, պետական փոխառություններ փողի էմիսիայի փոխարեն, կարճաժամկետ կայունացում, կառուցվածքային պակասուրդի հայեցակարգ, չկայացած ֆինանսական շուկա, հասարակական ընտրություն և հարկաբյուջետային պատրանք: Ըստ այդ հայեցակարգերի.

✓ Պարտքային և հարկաբյուջետային քաղաքականությունները մշակելիս անհրաժեշտ է առաջնորդվել ոչ թե պետական բյուջեն, այլ տնտեսությունը հավասարակշռելու մոտեցմամբ: Պլանավորվող պետական բյուջեն պետք է հնարավորինս արտացոլի տնտեսական զարգացումներին համահունչ քաղաքականության ուղղությունները, իսկ բյուջեի եկամուտներն ու ծախսերը լինեն առավել հասցեական: Իսկ պետական պարտքի ներգրավումը պետք է հնարավորություն ընձեռի կառավարությանը վարել տնտեսական տատանումներին համահունչ արձագանքելու քաղաքականություն:

✓ Տնտեսական վերելքի փուլում անհրաժեշտ է ձևավորել հատուկ ֆոնդեր, որոնք հնարավորություն կտան կառավարությանը ստեղծել այսպես կոչված բուֆերներ հետագա հնարավոր անկումներին ճիշտ արձագանքելու և տնտեսությունը խթանելու համար:

✓ Տնտեսության երկարաժամկետ ցնցումներին արձագանքելու տեսանկյունից հարկերի դրույքաչափերի բարձրացման և նոր հարկերի ներմուծման նկատմամբ ընդժված առավելություն ունի պետական պարտքի ներգրավումը, որը հնարավորություն է տալիս խուսափելու

հարկաբյուջետային քաղաքականության հետևանք հանդիսացող երկու երևույթներից՝ ավելցուկային հարկային բեռից և հարկերի խեղաթյուրող էֆեկտից:

✓ Պարտքային և հարկաբյուջետային քաղաքականությունները մշակելիս անհրաժեշտ է առաջնորդվել պետության համար կենսական նշանակություն ունեցող երկու կարևոր կանոններով, ինչպիսին են Ոսկե կանոնը և Կայուն ներդրման կանոնը: Այսինքն՝ պետական պարտքի ներգրավումը չպետք է լինի ինքնանպատակ, այն պետք է բխի տնտեսությանում ներդրումներ կամ այլ կերպ ասած կապիտալ ծախսեր կատարելու անհրաժեշտությունից, որոնք երկարաժամկետ տնտեսական աճի կարևոր գործոններ են: Մյուս կողմից անհրաժեշտ է հաշվի առնել, որ հնարավոր չէ անընդհատ պարտք ներգրավել կամ իրականացնել այսպես կոչված Պոնցիի խաղեր (պարտքի անընդհատ վերաֆինանսավորում): Եվ այս տեսանկյունից կարևորվում է տնտեսության վրա պետական պարտքի հնարավոր ազդեցության գնահատումը և դրա արդյունքների հիման վրա պետական պարտքի չափերի պահպանումը ՀՆԱ նկատմամբ խելամիտ մակարդակում, որը չի խաթարի ինչպես տնտեսության, այնպես էլ հարկաբյուջետային կայունությունը, այլ կերպ ասած՝ պարտք ներգրավելուց առաջ անհրաժեշտ է իրականացնել պարտքի կայունության վերլուծություն՝ հաշվի առնելով տնտեսության հնարավոր զարգացումները:

✓ Պետական բյուջեի պակասուրդը ֆինանսավորելիս փողի էմիսիայի նկատմամբ պետք է առաջնայնությունը տալ պետական պարտքին՝ ելնելով հնարավոր ինֆլյացիայի և տնտեսության վրա դրա բացասական հետևանքների վերացման կարևորությունից:

✓ Տնտեսության վրա հարկաբյուջետային քաղաքականության ազդեցության գնահատումը և դրա միջոցով քաղաքականության համապատասխան միջոցառումների մշակումը պետք է հիմնվի ոչ թե պետական բյուջեի, այլ պետական բյուջեի կառուցվածքային պակասուրդի, այլ կերպ ասած՝ դիսկրեցիոն հարկաբյուջետային քաղաքականության ճշգրիտ գնահատման վրա: Եվ կառավարությանը, ինչպես նաև հասարակությանը պետք է անհանգստացնի ոչ թե տնտեսական տատանումների հետևանքով ձևավորված պետական բյուջեի պակասուրդների հաշվին պետական պարտքի կուտակման, այլ

կառուցվածքային պակասուրդի հաշվին պետական պարտքի կուտակման երևույթը:

✓ Պետության պարտքային քաղաքականության մշակումը պետք է ելնի նաև տնտեսության համար կենսական նշանակություն ունեցող շուկաներից մեկի՝ ֆինանսական շուկայի զարգացման անհրաժեշտությունից: Պետությունը, գործելով ֆինանսական շուկաներում, պետք է առաջնորդվի ոչ թե միայն պետական բյուջեի պակասուրդը ֆինանսավորելու, այլ ֆինանսական շուկայի մյուս մասնակիցների համար ուղենիշ լինելու, այդ շուկան հնարավոր ուղենշային գործիքներով ապահովելու և այդ շուկայում կայուն սպասումներ ձևավորելու անհրաժեշտությունից:

✓ Պետությունը և հասարակությունը պետք է գիտակցեն, որ տնտեսական համակարգը չեզոք իրողություն չէ, այն ածանցյալ է քաղաքական, սոցիալական, մշակութային, բարոյական, արժեքային և այլ համակարգերից, և որ տնտեսական քաղաքականության ուղղությունների տարբեր համադրություններ միանշանակ չեն կարող արդյունավետ լինել հասարակության բոլոր անդամների համար, քանի որ դրանք իրենցից ներկայացնում են պարադոքսներ: Եվ հենց այս հանգամանքը պետք է հնարավորինս անշահախնդրորեն հաշվի առնվի տնտեսական քաղաքականություն մշակելիս, քանի որ նաև այս պայմաններում ձևավորված պարտքը իսկապես կարող է վտանգավոր լինել և բեռ դառնալ ապագասերունդների համար:

✓ Անհրաժեշտ է առանձնացնել նաև մի շատ կարևոր եզրակացություն, որ պետական պարտքի՝ տնտեսության վրա ազդեցության հնարավոր դրական և բացասական ազդեցությունների ռիսկերը հավասարակշռելու և դրանց հետևանքները արդյունավետ կառավարելու նպատակով կարևոր է պետության կողմից արդյունավետ և համակարգված պարտքային քաղաքականության մշակումն ու իրականացումը, որը հնարավորինս հաշվի կառնի վերոնշյալ կառուցվածքային մոտեցումները և թույլ կտա արդյունավետ և խելամիտ ձևով կառավարել պետական պարտքը:

3. Ներկայումս տնտեսագիտական աշխարհում և քաղաքական գործիչների շրջանում հստակ կոնսենսուս է ձևավորվել, որ պարտքի կառավարումը պետք է դիտարկել որպես մակրոտնտեսական քաղաքականության առանձին ուղղություն, որն ունի իր հստակ

ձևակերպված նպատակները և այդ նպատակներին հասնելու գործիքները: Պարտքի կառավարումն առանձին դիտարկելու կարևորությունը պայմանավորված է մյուս երկու մակրոտնտեսական՝ հարկաբյուջետային և դրամավարկային քաղաքականություններին հակազիռ ձևավորելու անհրաժեշտությամբ:

4. Պարտքի կառավարումը բազմաբայլ և բազմակողմանի գործընթաց է, որը ոչ միայն կարևոր է պարտքի կառուցվածքի ռիսկերը արդյունավետ կառավարելու համար, այլ նաև էական դեր ունի նախ արդյունավետ հարկաբյուջետային քաղաքականության մշակման և, երկրորդ, տնտեսության մակրոտնտեսական զարգացումների վրա պարտքի ազդեցության հնարավոր ուղիները գնահատելու, ռիսկերը խելամիտ կառավարելու և այդ զարգացումներին նպաստելու գործում: Պարտքի կառավարումը նվազեցնում է պարտքի ռիսկերը, քանի որ դրամիջոցով են կատարվում հետևյալ կարևոր քայլերը՝ 1.պարտքի ժամկետայնության երկարացումը նվազեցնում է հարկաբյուջետային խոցելիությունը և վերաֆինանսավորման ռիսկը, 2.ավելի շատներքին ֆինանսավորումը նվազեցնում է արտարժույթային ռիսկը, 3.լողացող տոկոսադրույքով պարտքի նվազեցումը նվազեցնում է բյուջետային անորոշությունը և տոկոսադրույքի ռիսկը: Մյուս կողմից պարտքի արդյունավետ և խելամիտ կառավարումը նպաստում է ավելի կայուն ֆինանսական շուկաների և ֆինանսական համակարգի ձևավորմանը, քանի որ հեշտացնում է մասնավոր պարտքի շուկայի կայացման գործընթացը՝ հենանիշեր ձևավորելով մասնավոր հատվածի և շրջանակ ձևավորելով բանկերի ակտիվների արժեթղթավորման համար, ռեպոյի շուկայի կայացմանը՝ բարելավելով բանկերի հաշվեկշիռների իրացվելիությունը, և ֆինանսական ածանցյալների շուկայի կայացման գործընթացին:

5. 21-րդ դարում և, հատկապես, համաշխարհային ճգնաժամից հետո աշխարհում նկատվում են պետական պարտքի գերկուտակումներ, ընդ որում դիսկրեցիոն հարկաբյուջետային քաղաքականության հետևանքով: Հետճգնաժամային 2010-2014թթ. պետական պարտքի բեռի և տնտեսական աճի միջև կոռելացիոն կապերի ուսումնասիրությունից պարզ է դառնում, որ պարտքի բեռի բարձր մակարդակը ուղեկցվում է տնտեսական աճի և բնակչության մեկ շնչի հաշվով ՀՆԱ իրական աճի ցածր մակարդակով և որ դրանց միջև կապը բացասական է և՛ զարգացած, և՛

զարգացող երկրներում: Պետական պարտքի բեռը դարձել է համաշխարհային մարտահրավեր, իսկ դրանվազեցումը՝ բավական բարդ և խնդրահարույց երևույթ: Ներկայումս ոլորտի մասնագետներն առաջարկում են կառուցվածքային ռեֆորմներով ուղեկցվող գաարդ հարկաբյուջետային քաղաքականություները և ֆինանսական ճնշումները: Մնացած ուղիները դժվար իրագործելի են ներկայիս ցածր տնտեսական աճի և ֆինանսական շուկաների անկայանություներն պայմաններում: Մյուս կողմից ևս մեկ մոտեցում է առաջարկվում, ըստ որի երկրները պետք է գնահատեն, թե ինչպիսի գոտիում են գտնվում՝ կանաչ (մեծ պարտք, բայց հարկաբյուջետային լայն հնարավորություներ), դեղին (որոշ հարկաբյուջետային հնարավորություներ, բայց պետության բարձր ռիսկայնություներ), թե կարմիր (մեծ պարտք, բայց հարկաբյուջետային հնարավորություների բացակայություներ):

6. Հայաստանի պետական պարտքի բեռն ունեցել է 4 փուլային զարգացումներ, որոնցից յուրաքանչյուրն ուղեկցվել է տարբեր տնտեսական զարգացումներով: Այդ զարգացումների ընթացքում պետական պարտքի բեռը փոփոխություները հիմնականում պայմանավորվել է իրական ՀՆԱ-ի և փոխարժեքի փոփոխություներով: Պետական բյուջեի առաջնային հաշվեկշիռը ուսումնասիրվող ժամանակահատվածում միշտ նպաստել է պարտքի բեռի աճին, քանի որ կատարվել է պակասուրդով, իսկ իրական տոկոսադրույքը հիմնականում նպաստել է պարտքի բեռի նվազմանը, քանի որ եղել է բացասական:

7. Պետական պարտքի բեռի նվազման ամենանշանակալի գործոնը եղել է տնտեսական աճը, ինչը հիմնավորում է, որ կառավարության կողմից մշակվող պարտքային քաղաքականության առաջնային նպատակներից մեկը պետք է լինի երկարաժամկետ տնտեսական աճի համար հիմքեր ստեղծելը: Այսինքն՝ ներգրավվող պետական պարտքը առաջնահերթորեն պետք է ուղղվի տնտեսական աճին նպաստող ծրագրերի ֆինանսավորմանը:

8. Հետգնաժամային ժամանակահատվածում պետական պարտքն ավելի արագ է աճում, քան Հայաստանում ստեղծվող փաստացի արդյունքը՝ ՀՆԱ-ն, ինչպես նաև ներուժային ՀՆԱ-ն: Նույն ձևով մեկ շնչի հաշվով և մեկ զբաղվածի պետական պարտքերը ավելի արագ են աճում, քան մեկ

շնչի հաշվով և մեկ զբաղվածի հաշվով ՅՆԱ-ները, որոնք մի կողմից առաջացնում են արդեն իսկ նշված մարտահրավերները, որոնք անհրաժեշտ է հաշվի առնել հետագայում պարտքային և հարկաբյուջետային քաղաքականությունների մշակման համար, մյուս կողմից ահազանգում են, որ պարտքային քաղաքականությունն իրականացնելիս անհրաժեշտ է ուշադրություն դարձնել պետական պարտքի արդյունավետության հիմնախնդիրներին: Այսինքն՝ նախպետք է գնահատել նախկինում վերցված պարտքի արդյունավետությունը և նոր պարտք ներգրավելիս առաջնորդվել դրանց արդյունավետ ծախսման սկզբունքով:

9. Հարկաբյուջետային և պարտքային քաղաքականությունները մշակելիս անհրաժեշտ է հաշվի առնել վերջին տարիներին մասնավոր հատվածի պարտքի բեռի աճի գործոնը և դրանից բխող ռիսկերն ու մարտահրավերները:

10. Հայաստանը մեծ կախվածություն ունի արտաքին վարկատուներից և, հատկապես, փոքր թվով միջազգային կազմակերպություններից: Ոլորտի հեղինակավոր մասնագետները, վերլուծելով աշխարհի փորձը, առաջարկում են այսպիսի կախվածության ռիսկերը: Դրանք են՝ արտաքին անվճարունակությունը և կապիտալի հոսքերի հանկարծակի կանգառները, արտաքին քաղաքական միջամտությունները, հաշվեկշռային ազդեցությունները, արտարժույթով պարտքի հարկման անհնարիությունը, ասիմետրիկ ճգնաժամային ցնցումները , անարդյունավետ քարտեզավորման պարտադրելը:

11. Հայաստանի պետական պարտքի պրոտֆելը խոցելի է հատկապես ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ դրամի փոխարժեքի տատանումների նկատմամբ: Արտաքին պետական պարտքի կառուցվածքում գերիշխում են ֆիքսված տոկոսադրույքով երկարաժամկետ արտոնյալ վարկերը: Այս վարկերը, ճիշտ է պարտքի կառավարման տեսանկյունից ցածր ռիսկայնություն ունեն, սակայն մեր կարծիքով արդյունավետության լուրջ ռիսկեր են պարունակում: Այսպիսի վարկերը ապամոտիվացնող բնույթ ունեն, քանի որ դրանց երկարաժամկետ բնույթով պայմանավորված դրանց արդյունավետությունը քիչ է անհանգստացնում կառավարություններին: Իսկ եթե անհանգստացնի, ապա միևնույն է դրանց բեռի և արդյունքների կառավարումը դառնում է հաջորդ միջարք տարբեր կառավարությունների պարտավորությունը:

12. Հայաստանի ներքին պարտքի շուկան սահմանափակ է ինչպես իր ծավալ ներով, այնպես էլ ներդրողների կառուցվածքով:

13. Հարկաբյուջե տային քաղաքականությունը մինչև ճգնաժամային ժամանակահատվածում անհրաժեշտ հակացիկլիկ բնույթ չի կրել և, ավելին, պրոցիկլիկ է եղել և չի նպաստել տնտեսական տատանումների հարթմանը: Հարկաբյուջե տային քաղաքականության այդպիսի բնույթը 2009թ. բացահայտեց դրա՝ շոկերին արձագանքելու թույլ կողմերը: Եվ պետական պարտքի ներգրավումը այդ մասով ունեցավ օբյեկտիվ պատճառներ: Հետևանքաբար շոկերին պետական պարտքի մեծ բեռը զսպող հարկաբյուջե տային պատճառ դարձավ: Վերջին 15 տարիներին պետական պարտքի և դրա բեռի կուտակմանը առաջնային պակասուրդի նպաստումը հիմնականում պայմանավորվել է կառուցվածքային առաջնային պակասուրդով, որը մեծ ռիսկեր է ստեղծում պետական պարտքի կայունության և ապագա բեռի տեսանկյունից:

14. Հայաստանում ՏՈՍԿԵ կանոնի՝ հիմնարար դրույթները հիմնականում չեն պահպանվել, որը երկարաժամկետ ռիսկեր է ստեղծում ինչպես տնտեսության, այնպես էլ հարկաբյուջե տային ու պարտքային քաղաքականությունների և պետական պարտքի կայունության համար:

15. Հայաստանի պետական ՊԿՎ արդյունքները փաստում են.

✓ Կանխատեսվող տարիներին տարածաշրջանային (Ռուսաստանի տնտեսական ճգնաժամ, ԱՊՀ և հատկապես ԵԱՏՄ անդամ երկրների փոխարժեքների անկում) և համաշխարհային ռիսկերի (նավթի գներ, դոլարի փոխարժեքի արժևորում) թուլացման պայմաններում տնտեսական ակտիվության աստիճանական արագացմամբ պայմանավորված Հայաստանի տնտեսական աճը կարագանա՝ նպաստելով պետական պարտքի բեռի նվազմանը: Պետական պարտքի բեռին աճի ուղղությունը նպաստումը կշարունակեն պահպանել փոխարժեքի աստիճանական արժեզրկումը և դրական իրական տոկոսադրույքը: Իսկ, մասնավորապես, 2017-2019թթ. նախատեսվող խոշոր արտաքին վարկային ծրագրերը մեծ նպաստում կունենան պարտքի բեռի աճին: Սակայն այդ ծրագրերի իրականացումը կսահմանափակեն հարկաբյուջե տային քաղաքականության հնարավորությունները:

✓ Կանխատեսվող հորիզոնի համար կառուցված պետական պարտքի բեռի հավանականային բաշխման գրաֆիկները՝ Fan Chart-երը փաստում են, որ բազային սցենարի անորոշությունը բավական մեծ է:

✓ Ռիսկերի քարտեզի արդյունքները փաստում են, որ վճարունակության (պետական պարտք/ՅՆԱ) տեսանկյունից Հայաստանի պետական պարտքը միջին ռիսկայնություն ունի տնտեսական աճի շոկերի դեպքում և ցածր ռիսկայնություն՝ մնացած շոկերի դեպքում: Իրացվելիության (համախառն ֆինանսավորման պահանջ/ՅՆԱ) տեսանկյունից պետական պարտքը ցածր ռիսկային է բոլոր շոկերի դեպքում: Ամենամեծ ռիսկայնությունը պարտքի պորտֆելի դեպքում է. պարտքը խոցելի է, քանի որ շուկայական ընկալումները (եվրապարտատոմսերի սփրեդ, որն արտացոլում է երկրի և փոխարժեքի ռիսկերը և անհանգստացնող է, հատկապես եթե դրանց ավելացնենք նաև վերջին տարիներին Հայաստանի միջազգային վարկանիշների իջեցումը) միջին ռիսկայնություն են ստեղծում, ոչ ռեզիդենտների նկատմամբ և արտարժույթային պետական պարտքերը բավական մեծ են և բարձր ռիսկայնություն են ստեղծում (պարտքի պորտֆելը հատկապես խոցելի դարձնելով փոխարժեքի տատանումների նկատմամբ) և Հայաստանի տնտեսության՝ ոչ ռեզիդենտների նկատմամբ պարտավորվածությունը բարձր ռիսկեր է ստեղծում:

16. Տնտեսության և հատկապես տնտեսական աճի վրա պետական պարտքի ազդեցության գնահատումը պետական պարտքի վերաբերյալ ուսումնասիրությունների թերևս ամենախնդրահարույց հարցն է, որն անհանգստացնում է ինչպես անկախ հետազոտություններով զբաղվող տնտեսագետներին, այնպես էլ կառավարություններին: Տնտեսական աճի վրա պետական պարտքի ազդեցության չափի և փոխանցման ուղիների վերաբերյալ հնարավորինս ամբողջական և իրատեսական պատկերացումը թույլ կտա մշակել և իրագործել առավել արդյունավետ հարկաբյուջետային և պարտքային քաղաքականություններ:

17. Տնտեսության վրա պետական պարտքի ազդեցության հետազոտությունները կարելի է տարանջատել երկու խմբի՝ ազրեգացված և ապաազրեգացված մեթոդների խմբերի: Առաջին խմբի հետազոտությունները գնահատում են պետական պարտքի բեռի այսպես կոչված վտանգավորության շեմեր, որից բարձր պարտքը բացասական է

ազդում տնտեսական աճի վրա: Իսկ երկրորդ խմբի հետազոտությունները նվիրված են տնտեսության վրա ընդհանուր և ըստ առանձին ոլորտների պետական ներդրումների, այդ թվում նաև պետական պարտքով ֆինանսավորվող ներդրումների երկարաժամկետ (մակրոտնտեսական սահմանային արդյունքներ և հատույցներ) և կարճաժամկետ (բազմարկիչներ) ազդեցության գնահատմանը: Ընդ որում երկարաժամկետ ազդեցության մեթոդներից վերջին տարներին լայն տարածում են գտել վեկտոր ավտոռեգրեսիոն (VAR) և կառուցվածքային վեկտոր ավտոռեգրեսիոն (SVAR) մոդելները, որոնք թույլ են տալիս հնարավորինս իրատեսական պատկերացում կազմել պետական ներդրումների դինամիկ և բազմակողմանի ազդեցությունների վերաբերյալ:

18. ՀՀ արտաքին պետական պարտքի բեռի գրեթե կեսը բաժին է ընկնում հենց երկարաժամկետ տնտեսական աճի խթանմանն ուղղված արտաքին վարկերին կամ այսպես կոչված՝ նպատակային վարկերին: Դրանց մեջ մեծ ունեցողությունները են երգետիկայի վարկերն են, այնուհետև գյուղատնտեսության և ոռոգման, ճանապարհաշինության և տրանսպորտի, կրթության, առողջապահության և պետական կառավարման ու ջրամատակարարման վարկերը:

19. Հայաստանի տնտեսական աճի վրա ոլորտային արտաքին վարկերի երկարաժամկետ ազդեցության բացահայտման նպատակով գնահատված SVAR մոդելների արդյունքները փաստում են, որ կրթության, առողջապահության և պետական կառավարման, ջրամատակարարման, գյուղատնտեսության և ոռոգման ոլորտի վարկերը տնտեսապես արդյունավետ են: Դրանք արդյունավետ են նաև բյուջետային տեսանկյունից, քանի որ դրանց սահմանային արդյունքները և հատույցները այնքան բարձր են, որ երկարաժամկետում կարող են այսպես ասած ինքուրույն ֆինանսավորել կամ մարել այդ ոլորտներն ուղղված վարկերը: Իսկ եներգետիկայի ու ճանապարհաշինության և տրանսպորտի ոլորտների վարկերը մեր գնահատականներով անարդյունավետ են:

20. Տնտեսության վրա առանձին ոլորտներն ուղղվող պետական պարտքերի, ինչպես նաև կապիտալ ծախսերին ուղղվող մյուս պարտքերի երկարաժամկետ ընդհանուր ազդեցությունների բացահայտման նպատակով գնահատված SVAR մոդելի արդյունքները վկայում են, որ

Հայաստանում պետական և մասնավոր ներդրումներն ունեն երկարաժամկետ դրական տնտեսական և զբաղվածության էֆեկտներ, իսկ պետական ներդրումները երկարաժամկետում ներս են մղում և բացուցիչ մասնավոր ներդրումներ:

21. Հայաստանի համար գնահատված բազմարկիչների ուսումնասիրության արդյունքները փաստում են, որ պետական պարտքի կարճաժամկետ արդյունավետությանը ավելի բարձր կլիներ, եթե այն ուղղվի կապիտալ ծախսերին, քանի որ ընթացիկ ծախսերը կարճաժամկետ են և ոչ մեծ օգուտներ են ապահովում, իսկ մյուս կողմից պետական պարտքն ունի երկարաժամկետ բնույթ:

22. Հայաստանում բացակայում են պետական պարտքի արդյունավետության և տնտեսության վրա պետական պարտքի և պարտքային քաղաքականության ազդեցության գնահատականները: Իսկ պարտքային քաղաքականությանը իրականացվում է տարբեր մարմինների կողմից, որոնց աշխատանքների հստակ կոորդինացում, համակարգում և արդյունավետության գնահատում չի իրականացվում:

Հիմնվելով վերոնշյալ եզրակացությունների վրա՝ առենախոսական աշխատանքում կատարվել են հետևյալ առաջարկությունները.

1. Առաջարկվել են պետական պարտքի բեռի գնահատման առկա առավել տարածված ցուցանիշներին զուգահեռ վերլուծել նաև այնպիսի ցուցանիշներ, ինչպիսին են մեկ շնչի հաշվով պետական պարտքը, մեկ զբաղվածի հաշվով պետական պարտքը, պետական պարտք/ներուժային ՀՆԱ հարաբերակցությունը:

2. Առաջարկվել են պետական պարտքի տնտեսական գործոնների բացահայտման նպատակով կիրառել պարտքի շարժման օրենքի բանաձևը:

3. ՀՀ պետական բյուջեի կառուցվածքային պակասորդի գնահատման համար առաջարկվել են վիճակագրական ֆիլտրեր, իսկ ապագա հարկաբյուջետային քաղաքականության բարելավման նպատակով՝ ճկուն մոտեցումներ:

4. ՀՀ պարտատրամսերի շուկան զարգացնելու նպատակով առաջարկվել են ԵԱՏՄ շրջանակներում նախաձեռնել պարտատրամսերի միասնական շուկայի ստեղծման ծրագիր, որը կարող է նպաստել նաև պարտքի պորտֆելի դիվերսիֆիկացմանը և պարտքի կայունության պահպանմանը:

5. «Ոսկե կանոնի» հիմնարար պայմանները ապահովելու նպատակով առաջարկվել է ապագայում պետական պարտքի մեծ մասն ուղղել կապիտալ ծախսերին՝ օգտագործելով նաև որոշ կանոններ:

6. ՀՀ տնտեսության վրա պետական պարտքի երկարաժամկետ ազդեցության գնահատման համար մշակվել և առաջարկվել են ոլորտային արտաքին վարկերի և պետական ներդրումների SVAR մոդելներ:

7. Պետական պարտքի բեռի տնտեսական գործոնների ուսումնասիրության, պետական պարտքի կայունության վերլուծության և տնտեսության վրա պետական պարտքի ազդեցության գնահատականների հիման վրա առաջարկվել է պարտքային քաղաքականության հիմնարար մոտեցում՝ հիմնված արդյունավետության և երկարաժամկետ աճի խթանման հիմնարար գաղափարների վրա:

8. Առաջարկվել է արդյունավետ պարտքային քաղաքականության իրականացման անհրաժեշտ մեխանիզմ և մոդել, որը կազմված է չորս հենասյուններից՝ բազային պայմաններ, տնտեսության վրա ազդեցության և արդյունավետության գնահատականներ, առաջնահերթությունների սահմանում, արդյունավետության վրա հիմնված և երկարաժամկետ տնտեսական աճի խթանմանն ուղղված քաղաքականության մշակում և իրականացում: Իսկ Հայաստանում վերոնշյալ մոդելի գործարկման համար առաջարկվել են անհրաժեշտ քայլեր և պարտքային քաղաքականության իրականացման նոր հիերարխիա:

ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱՆԵ ԳՐԱԿԱՆՈՒ ԹՅԱՆ ՑԱՆԿ

Մասնագիտական գրքեր

1. **Աղաքանյան Ջ.**, Տնտեսագիտության տեսություն, ՄԱՍ I, Երևան, Յեղիսակյայի հրատարակչություն, 2009թ., 469 էջ : [138]
2. **Աղաքանյան Ջ.**, Տնտեսագիտության տեսություն, ՄԱՍ II, Երևան, Յեղիսակյայի հրատարակչություն, 2009թ., 488 էջ : [138]
3. **Ղուլջյան Ջ.** ընդհանուր խմբագրության և ղեկավարության, Մակրոտնտեսական կարգավորում, Տնտեսագետ, Երևան, 2005թ., 610 էջ :
4. **Ղուլջյան Ջ., Ավագյան Գ.**, Մակրոտնտեսական կարգավորում, Երևան, Յեղիսակյայի հրատարակչություն, 2008թ., 300 էջ :
5. **Սարս. Զ., Լարրեյն Բ.**, Մակրոտնտեսագիտությունը գլոբալ տնտեսությունում, Տնտեսագետ, Երևան, 2002թ., 584 էջ :
6. **Տիգրանյանի Ի.** գլխավոր խմբագրության, Մակրոտնտեսական վերլուծություն և կանխատեսում, Տնտեսագետ, Երևան, 2011թ., 328 էջ :
7. **Алехин Б.И.**, Государственный долг, Москва, 2007, 302 с. [23]
8. **Бланшар О.**, Макроэкономика, пер. с англ., Издательский дом Государственного университета-Высшей школы экономики, Москва, 2010, 671 с. [29]
9. **Вавилов Ю. Я.**, Государственный долг, Москва, Перспектива, 2007, 255 с. [40]
10. **Мэнкью Н., Тейлор М.**, Макроэкономика, 2-е издание, Санкт-Петербург, Питер, 2013, 560 с. [27]
11. **Сакс Дж. Д., Ларрен Ф. Б.**, Макроэкономика. Глобальный подход, Москва, Дело, 1996, 848 с. [33]
12. **Стиглиц Дж.**, Глобализация: Тревожные тенденции/ пер. с англ., Москва, Мысль, 2003, 300 с. [55] [97]
13. **Bastable Ch.**, Public Finance, London, Macmillan and Co., Limited. 1917 <http://www.econlib.org/library/Bastable/bastbPF.html> . [22]
14. **Baumol W. J., Blinder A. S.**, Economics.Principles and Policy, South-Western, Cengage Learning, 2011, 846 p. [1] [28]
15. **Blanchard O., Johnson D. R.**, Macroeconomics, 6th edition, Pearson, 2012, 622 p.
16. **Buchanan J.**, Public Principles of Public Debt. A Defence and Restatement, liberty fund, Indianapolis 1999, 192 p. [15] [19] [32]
17. **Enders W.**, Applied Econometric Time Series, New York: John Wiley & Sons, 3rd ed., 2010, 517 p.
18. **Gujarati D. N.**, Basic Econometrics, Fourth Edition, The McGraw Hill Companies, 2004, 1027 p.

19. **Hamilton, J. D.**, Time Series Analysis, Princeton University Press, Princeton, New Jersey, 1994, 816 p.
20. **Harvey A. C.**, Forecasting, structural time series models and the Kalman filter, Cambridge University Press, Cambridge, UK, 1991, 572 p. [83]
21. **Hume D.**, Writings on economics, Edited and introduced by E. Rotuein, New Jersey, 2007, 224 p. [8]
22. **IMF and World Bank**, Developing Government Bond Markets: A Handbook. Washington, DC: The World Bank and International Monetary Fund, 2001, 413 p. [94]
23. **Keynes J. M.**, The General Theory of Employment, Interest and Money, Macmillan Cambridge University Press, 1936, <http://www.newschool.edu/nssr/het/texts/keynes/gtcont.htm> [16]
24. **Kilian L.**, Structural Vector Autoregressions, Handbook of Research Methods and Empirical Applications in Macroeconomics, Elgar, Chatham, UK, 2013, 44 p.
25. **Krugman P., Obstfeld M., Melitz M.**, International Economics. Theory and Policy, ninth edition, Assison-Wesley, 2012, 736 p. [56]
26. **Krugman P.**, The return of depression economics and the crisis of 2008, W. W. Norton & Company, New York, London, 2009, 205 p.
27. **Krugman P., Wells R.**, Economics, 3rd edition, Worth Publishers, New York, 2013, 1158 p.
28. **Malthus T. R.**, An Essay on the Principle of Population, Book III, Chapter VII, John Murray, London 1826, <http://www.econlib.org/library/Malthus/malPlong18.html#Bk.III,Ch.VII> . [13]
29. **Mankiw N. G.**, Macroeconomics, 8th edition, Worth Publishers, New York, 2012, 682p.
30. **Mill J. S.**, Principles of Political Economy, Book 5, Chapter 7, <http://socserv.mcmaster.ca/econ/ugcm/3ll3/mill/prin/book5/bk5ch07> . [14]
31. **Musgrave R.**, The Theory of Public Finance. A Study in Public Economy, McGraw Hill Book Company, 1959, 628 p. [26]
32. **Ricardo D.**, On the Principles of Political Economy and Taxation, Library of Economics and Liberty, Chapters 15, 16, 17, 1821, <http://www.econlib.org/library/Ricardo/ricP.html#> . [11]
33. **Smith A.**, An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, 1776, Book Five, http://www.ifaarchive.com/pdf/smith_-_an_inquiry_into_the_nature_and_causes_of_the_wealth_of_nations%5B1%5D.pdf . [9]
34. **Wooldridge J.**, Introductory Econometrics. A Modern Approach, South-Western, Cengage Learning, 2009, 886 p.
35. **Wooldridge J.**, Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data, MIT press, London, 2011, 741 p.

**Հողվածներ, գեկուլցներ, աքխասանքային փաստաթղթեր, վերլուծական
նյութեր, ուղեցուլցներ**

36. **Իսրայելյան Ս.**, Պետական պարտքի բեռը և հարկաբյուջե տային կայունության վրանրա ազդեցության գնահատման հիմնախնդիրը, ատենախոսություն, Երևան, 2003, 145 էջ: [69]
37. **Հակոբյան Է.**, Պետական պարտքի և պետության պարտքային ֆինանսավորման հայեցակարգային հարցերի շուրջ, «Բանբեր ՀՊՏՀ», 2015, N2, էջ 18-32: [68]
38. **Մաթևոսյան Ա., Ջանվելյան Վ., Ալեքսանյան Շ.**, Հարկաբյուջե տային քաղաքականությունը և ՀՀ կառուցվածքային բյուջեի գնահատականը, «Ամբերդ» ՀՊՏՀ հետազոտական կենտրոն, Տնտեսագետ, Երևան, 2014, 56 էջ: [101]
39. **Մարգարյան Ա.**, Պետական պարտքի կառավարման տեսության զարգացման հիմնախնդիրը, ՀՊՏՀ «Բանբեր», 2007թ., N2, էջ 50-59: [17]
40. **Մարգարյան Ա.**, Պետական պարտքի ներգրավման երկու կարևոր սկզբունքների մասին, ՀՊՏՀ «Բանբեր», 2008թ., N1, էջ 73-81: [31]
41. **Մարգարյան Ա.**, Պետական պարտքի ներգրավման հիմնախնդիրները, ՀՊՏՀ «Բանբեր», 2007թ., N3, էջ 27-37: [24] [25] [48]
42. **Մարգարյան Ա., Քյուրումյան Ա.**, Պարտքային ճգնաժամեր, «Հայաստան. ֆինանսներ և էկոնոմիկա» ամսագիր, 2006, N3, էջ 54-59: [34] [54]
43. **Abbas A., Akitoby B., Andritzky J., Berger H., Komatsuzaki T., Tyson J.**, Dealing with High Debt in an Era of Low Growth, IMF Staff Discussion Note, 2013, 42 p. [66]
44. **Abiad A., Furceri D., Topalova P.**, The Macroeconomic Effects of Public Investment: Evidence from Advanced Economies, IMF working paper, WP/15/95, the International Monetary Fund, 2015, 26 p.
45. **Afonso A., St. Aubyn M.**, Macroeconomic rates of return of public and private investment. Crowding-in and crowding-out effects, ECB working paper series, No 864, 2008, 56 p. [147]
46. **Aghion P., Kharroubi E.**, Cyclical Macro Policy and Industry Growth: The Effect of Countercyclical Fiscal Policy, Working Paper, Harvard University, 2007, 29 p. [124]
47. **Aschauer D.**, Does public capital crowd out private capital? Journal of Monetary Economics 24 (2), 1989b, pp. 171-88
48. **Aschauer D.**, Is Public Expenditure Productive? Journal of Monetary Economics 23 (2), 1989a, pp. 177-200
49. **Asian Development Bank**, ASEAN+3 Bond market guide, Philippines, 2012, 1532 p.

50. **Balassone F., Francese M., Pace A.**, Public Debt and Growth in Italy, Quaderni di Storia Economica Banca D'Italia No. 11, October 2011, 35 p. [133]
51. **Barro R.**, Are Government Bonds Net Wealth?, *Journal of Political Economy*, 1974, N 6, pp.1095-1117. [20]
52. **Barro R.**, Notes on Optimal Debt Management, 1999, v2(2,Nov), pp. 282-290. [44]
53. **Barro R.**, The Ricardian Approach to Budget Deficits, *Journal of Economic Perspectives*, 1989, Vol. 3, No. 2, pp. 37-54. [21]
54. **Barro R. J.** , Government Spending in a Simple Model of Endogenous Growth, *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, vol. 98(5), October,1990, pp. S103-26. [137]
55. **Barro R.**, Inflation and Economic Growth, NBER Working Paper No. 5326, 1995, 36p. [123]
56. **Barro R.**, On the Determinants of the Public Debt, *Journal of Political Economy*, Vol. 85 (5), 1979, pp. 940–71. [120]
57. **Batini N., Eyraud L., Forni L., Weber A.**, Fiscal Multipliers: Size, Determinants, and Use in Macroeconomic Projections, IMF, Technical Notes and Manuals, September 2014, 33 p. [159] [160] [161]
58. **Batini N., Eyraud L., Weber A.**, A Simple Method to Compute Fiscal Multipliers, IMF Working Paper, June 2014, 33 p. [159]
59. **Blanchard O, Perotti R.**, An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output, *Quarterly Journal Of Economics*, Vol. 117, 2002, pp.1329–68 [163] [164]
60. **Bom P., Ligthart J.**, What Have We Learned From Three Decades Of Research On The Productivity Of Public Capital?, *Journal of Economic Surveys*, Wiley Blackwell, vol. 28(5), December, 2014, pp. 889-916.
61. **Bornhorst F., Dobrescu G., Fedelino A., Gottschalk J., Nakata T.**, When and How to Adjust Beyond the Business Cycle? A Guide to Structural Fiscal Balances, IMF Technical Notes and Manuals TNM/11/02; April 11, 2011, 39 p. [30]
62. **Broner F., Erce A., Martin A., Jaume V.**, Sovereign Debt Markets in Turbulent Times: Creditor Discrimination and Crowding-out Effects, *Journal of Monetary Economics*, N 61, 2014, pp. 114-142. [95]
63. **Cecchetti S., Mohanty M.S.,Zampolli F.**, The Real Effects of Debt, BIS Working Papers No 352, 2011, 39 p. [132]
64. **Cerra V., Meenakshi R., Saxena S.**, Robbing the Riches: Capital Flight, Institutions and Debt, *Journal of Development Studies* 44(8):1190–1213, 2008. [126]

65. **Checherita C., Rother. P.**, The Impact of High and Growing Government Debt on Economic Growth. An Empirical Investigation For the Euro Area, ECB Working Paper Series No. 1237, 2010, 42 p. [131]
66. **Chrystal K.**, Government Debt Structure and Monetary Conditions, Proceedings of a Conference Organised by the Bank of England, June 18-19, 1998, 4 p. [43]
67. **Cochrane J.**, Understanding Policy in the Great Recession: Some Unpleasant Fiscal Arithmetic, Working Paper, University of Chicago Press, 2010, 29 p. [123]
68. **Dickey, D.A., and Fuller, W. A.**, Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root, Journal of the American Statistical Association, Vol. 74, 1979, pp. 427–431.
69. **Eden M., Kraay A.**, “Crowding in” and the returns to government investment in low-income countries, Policy Research Working Paper Series 6781, The World Bank, 2014, 35 p.
70. **Elder J., Kennedy P.E.**, Testing for Unit Roots: What Should Students be Taught?, Journal of Economic Education, Vol. 32, No. 2, 2001, pp. 137–46.
71. **El-Ganainy A., Weber A.**, Estimates of the Output Gap in Armenia with Applications to Monetary and Fiscal Policy, IMF Working Paper, 2010, 46 p. [98] [99] [102]
72. **Fosu A. K.**, The Impact of External Debt on Economic Growth in Sub-Saharan Africa, Journal of Development Economics 21(1):93–117, 1996. [122]
73. **Guembel A., Sussman O.**, Sovereign Debt without Default Penalties, Review of Economic Studies, 76(4): 1297-1320, 2009. [95]
74. **Guillermo C., Guidotti P.**, Indexation and Maturity of Government Bonds: An Exploratory Model, in Rudi Dornbusch, and M. Draghi, (eds.). Capital Markets and Debt Management; Cambridge University Press, 1990. [45]
75. **Gupta S., Clements. B, Baldacci E., Mulas-Granados C.**, Fiscal policy, expenditure composition, and growth in low-income countries, Journal of International Money and Finance, Elsevier, vol. 24(3), April, 2005, pp. 441-463.
76. **Herndon T., Ash M., Pollin R.**, Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff, Political Economy Research Institute, Working Paper Series No. 322, 2013, 26 p. [129]
77. **Hodrick R. J., Prescott E. C.**, Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation, Journal of Money, Credit, and Banking. Vol. 29, No. 1, February 1997, pp. 1–16. [82]
78. **IMF and World Bank**, Developing a Medium-Term Debt Management Strategy (MTDS)—Guidance Note for Country Authorities, March 3 2009, 58 p. [49] [50]
79. **IMF and World Bank**, Guidelines for Public Debt Management, March 2001, 37 p. [42]
80. **IMF and World Bank**, Revised Guidelines for Public Debt Management, April 2014, 54p. [41]

81. **IMF**, External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users, 2014, 384 p. [6]
82. **IMF**, Public Sector Debt Statistics: Guide for Compilers and Users, 2013, 231 p. [5]
83. **IMF**, Republic of Armenia Second Review Under the Extended Arrangement and Request for Waivers of Nonobservance and Rephasing—Press Release; Staff report; Supplement; and Statement by the Executive Director for the Republic of Armenia, November 2015, 102 p. [107]
84. **IMF**, Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries, May 9, 2013, 54 p.. [38] [39] [104] [111-117]
85. **IMF**, Staff Guidance Note on the Application of the Joint Bank-Fund Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries, November 5, 2013, 60 p. [37]
86. **IMF**, WORLD ECONOMIC OUTLOOK (WEO), Legacies, Clouds, Uncertainties, International Monetary Fund, Washington, D.C., October 2014, 243 p.
87. **Kamps C.**, The dynamic effects of public capital: VAR evidence for 22 OECD countries, Kiel Institute for World Economics, Working Paper 1224, 2004, 33 p. [149]
88. **Kneller R., Bleaney M.F., Gemmell N.**, Fiscal policy and growth: evidence from OECD countries, Journal of Public Economics, Elsevier, vol. 74(2), 1999, pp. 171-190.
89. **Krugman P.**, Financing vs. forgiving a debt overhang, Journal of Development Economics 29(3), 1988, pp. 253–268. [62] [118]
90. **Kumar M., Woo J.**, Public Debt and Growth, IMF Working Paper WP/10/174, 2010, 47p. [130]
91. **Leong D.**, Debt Management – Theory and Practice, UK Treasury Occasional Paper, No. 10, 1999, 43 p. [43]
92. **Lerner A.**, Interest Theory: Supply and demand for loans or supply and demand for cash?, Review of Economic Studies, 1944, Vol. 26, No. 2, pp. 88-91. [18]
93. **Malone S. W.**, Sovereign Indebtedness, Default and Gambling for Redemption, Oxford Economic Papers, Volume 63 (2), 2010, pp. 331-354. [121]
94. **Missale A.**, Managing the Public Debt: The Optimal Taxation Approach, Journal of Economic Surveys, Volume 11 (3), 1997, pp. 235-265. [43]
95. **Mitnik S., Neumann T.**, Dynamic effects of public investment: Vector autoregression evidence from six industrialized countries, Empirical Economics 26, 2001, pp. 429-446. [145]
96. **Ostry D., Ghosh A., Espinoza R.**, When should public debt be reduced?, IMF staff discussion note, 2015, 26 p. [67]
97. **Pattillo C., Poirson H., Ricci L.**, External Debt and Growth, Review of Economics and Institutions, Fall 2011, vol. 2, issue 3, Article 2, 2002, 30 p. [135]
98. **Pattillo C., Poirson H., Ricci L.**, What Are the Channels Through Which External Debt Affects Growth, IMF Working Paper, 2004, 34 p. [125]

99. **Pereira A.**, Is All Public Capital Created Equal? *Review of Economics and Statistics* 82 (3), 2000, pp. 513-518. [140]
100. **Pereira A.**, On the Effects of Public Investment on Private Investment: What Crowds in what?, *Public Finance Review* 29, no. 1, 2001, pp. 3-25. [141]
101. **Pereira A., Pereira R.**, Is All Infrastructure Investment Created Equal? The Case of Portugal, College of William and Mary, Department of Economics, Working Paper N 156, 2015, 65 p. [143]
102. **Perotti R.**, Public investment: another (different) look, IGIER, Working Paper 277, 2004, 48 p. [148]
103. **Pina A., St. Aubyn M.**, Comparing macroeconomic returns on human and public capital: An empirical analysis of the Portuguese case (1960–2001), *Journal of Policy Modelling* 27, 2005, pp. 585-598. [142]
104. **Presbitero A. F.**, Total Public Debt and Growth in Developing Countries, Centro Studi Luca D'Agliano Development Studies Working Paper N. 300, 2010, 23 p. [134]
105. **Reinhart C. M., Trebesch C.**, The Pitfalls of External Dependence: Greece, 1829-2015, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 21664, 2015, 32 p. [96]
106. **Reinhart C., Reinhart V. Rogoff K.**, Public debt overhangs: Advanced-Economy episodes since 1800, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 26, N3, 2012, p. 69-86. [53] [62] [64]
107. **Reinhart C., Rogoff K.**, Financial and Sovereign Debt Crises: Some Lessons Learned and Those Forgotten, IMF Working Paper, 2013, 21 p. [66]
108. **Reinhart C., Rogoff K.**, Growth in a Time of Debt, NBER Working Paper No. 15639, 2010, 26 p. [52] [128]
109. **Reinhart C., Sbrancia B.**, The Liquidation of Government Debt, NBER Working Paper No. 16893, Cambridge, 2011, 66 p. [66]
110. **Rozenov R., Janvelyan V.**, Fiscal Multipliers in Armenia, IMF Country Report No. 15/66, Republic of Armenia, Selected Issues, March 2015, pp. 15-26. [162]
111. **Sachs J.**, The Debt Overhang of Developing Countries. In *Debt, Stabilization and Development*, Oxford: Basil Blackwell, 1989, pp. 80-102. [119]
112. **Sargent T., Wallace N.**, Some Unpleasant Monetarist Arithmetic, *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, 1981, 19 p. [123]
113. **Savvides A.**, Investment Slowdown in Developing Countries during the 1980s: Debt Overhang or Foreign Capital Inflows?, *Kyklos* 45(3), 1992, pp. 363-378. [127]
114. **Serven L.**, Irreversibility, Uncertainty and Private Investment: Analytical Issues and Some Lessons for Africa, *Journal of African Economies* 6(3):229–68, 1997. [122]
115. **Voss G.**, Public and private investment in the United States and Canada. *Economic Modelling* 19, 2002, pp. 641-664. [144]

116. **Woo J.**, Why Do More Polarized Countries Run More Procyclical Fiscal Policy?" Review of Economics and Statistics, Vol. 91(4), 2009, pp. 850–70. [124]

Բառարաններ

117. **Կիրակոսյան Ե., Ղուլջյան Յ., Տիգրանյան Ի.**, Տնտեսագիտական բացատրական բառարան, Երևան: Տնտեսագետ, 1999, 464 էջ: [3]

118. **Seater J.**, Concise Encyclopedia of Economics, <http://www.econlib.org/library/Enc/GovernmentDebtandDeficits.html> . [2]

Օրենքներ

119. Պետական պարտքի մասին ՝ ԶՅ օրենք, մայիսի 26, 2008թ.

120. ԶՅ կենտրոնական բանկի մասին ՝ ԶՅ օրենք, հունիսի 30, 1996թ.

121. ԶՅ պետական բյուջեի մասին ՝ 2000-2016թթ. օրենքներ

Տվյալների բազաներ

122. ԶՅ կառավարության բյուջետային ուղերձներ ՝ 2009-2016թթ.

123. Պետական միջնաժամկետ ծախսերի ծրագիր ՝ 2003-2005, 2004-2006, 2005-2007, 2006-2008, 2007-2009, 2008-2010, 2009-2011, 2010-2012, 2011-2013, 2012-2014, 2013-2015, 2014-2016, 2015-2017, 2016-2018թթ.

124. «ԶՅ պետական պարտքի տարեկան հաշվետվություններ» 2004-2014թթ.,

125. «ԶՅ կառավարության պարտքի կառավարման ռազմավարական ծրագրեր» 2011-2013, 2012-2014, 2013-2015, 2014-2016, 2015-2017, 2016-2018թթ.

126. ԶՅ ԿԲ «Գնաճի հաշվետվություններ» 2007-2014թթ.

127. ԱՄՆ տվյալների բազաներ` <http://www.imf.org/external/datamapper/index.php>, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/weodata/index.aspx>

128. Զամաշխարհային բանկի տվյալների բազա` <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators>

129. ԶՅ \$Ն և \$Ն տվյալների բազա` <http://www.minfin.am/index.php?cat=8&lang=1>

130. ԶՅ ԿԲ տվյալների բազա` www.cba.am

131. ԶՅ ԱՎԾ տարեգրքեր, հրատարակումներ և տվյալների բազա` www.armstat.am

Ինտերնետային կայքեր

132. www.armstat.am, www.cba.am, www.minfin.am, www.mineconomy.am,
www.parliament.am, www.arlis.am, www.nasdaqomx.am, www.ev.am, www.imf.org,
www.worldbank.org, www.ecb.int, <https://ideas.repec.org/> , <http://www.econlib.org/> ,
<http://www.jstor.org/>, <http://www.asean.org/communities/asean-economic-community/> ,
<https://www.asianbondsonline.adb.org/index.php>, <http://www.africanbondmarkets.org/>,
<http://www.mercadomila.com/>