



ՄԱԿՐՈՏԵՍԱԳԻՏՈՒԹՅՈՒՆ

ԿԱՐԵՆ ԳՐԻԳՈՐՅԱՆ

ՀՊՏՀ մակրոէկոնոմիկայի ամբիոնի վարիչ
Կոնֆեսագիպության թեկնածու դոցենտ

ԳԱՅԱՆԵ ԱՎԱԳՅԱՆ

ՀՊՏՀ մակրոէկոնոմիկայի ամբիոնի դոցենտ
Կոնֆեսագիպության թեկնածու

ՆԱՐԵԿ ԿԱՐԱՊԵՏՅԱՆ

ՀՊՏՀ ֆինանսների ամբիոնի ասպիրանտ

ԼՈՒՍԻՆԵ ՄԽԻԹԱՐՅԱՆ

Տեսքագիպության թեկնածու

ՀՀ ՊԵՏԱԿԱՆ ՊԱՐՏՔԻ ԿԱՅՈՒՆՈՒԹՅԱՆ ՀԻՄԱԿԱՆԴԻՐՆԵՐԸ¹

Պետական պարտքի կայունության խնդիրը Հայաստանի Հանրապետությունում առանձնակի կարևորություն է սկսել 2020 թ. հետո, երբ կառավարության պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշը գերազանցել է 60% շեմային ցուցանիշը: Սույն հեղվածում հեղինակները քննարկում են պետական պարտքի կայունության ապահովման հնարավորությունները ՀՀ-ում՝ ուսումնասիրելով կառավարության պարտքի մակրոտնտեսական ազդեցությունները, մշակելով պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշի միջնաժամկետ սցենարներ և իրականացնելով մակրոֆիզիկալ շոկերի նկարմամբ սրբես թեսքեր: Ենդազության արդյունքները ցուց են դրվել որ պարտքը որոշակի (թեև սահմանափակ) բացասական ազդեցություն ունի մակրոտնտեսական վիճակի վրա: Միևնույն ժամանակ, դրստեսական աճի և փոխարժեքի շոկերը կարող են ապակայունացնել պարտքը՝ թույլ չփալով

¹ Հոդվածը պատրաստվել է ՀՀ ԿԳՄՍՆ ԳԿ «Գիտական և գիտատեխնիկական գործունեության բազային ֆինանսավորման ենթակառուցվածքի պահպանում և զարգացում» ծրագրի «Պետական փոխառու միջոցների ներգրավման միջոցով տնտեսական զարգացում ապահովելու հնարավորությունները Հայաստանի Հանրապետությունում» թեմայի ֆինանսավորման շրջանակներում:

իրականացնել օրենսդրորեն նախադեսված պարտքի ճշգրտումը: Այս պայմաններում հարկարյութեղային քաղաքականություն մշակողների համար առանցքային հրամայական է պարտքի բեղի նվազեցումը և պարտքի պորտֆելում դրամային գործիքների դեղի բարձրացումը, ինչը թույլ կտա մեղմել դիմերը և ապահովել կայունության պաշար ապագա շոկերի համար:

Հիմնարարեր. հարկարյութեղային կանոններ, վճարունակություն, իրացվելիություն, սենարիային վերլուծություն, սթրես թեստեր

JEL: E47, O11

DOI: 10.52174/1829-0280_2021_2_32

Ներածություն: Պետական պարտքը, դրա անհրաժեշտությունը և ոիսկայնությունը գրեթե միշտ եղել են տնտեսագիտական ամենաառանցքային հիմնախնդիրներից: Սակայն հարցը նոր սրություն է ստացել 2020 թ-ից, երբ պետական պարտքի՝ վերջին տասնամյակների աճի միտումը կտրուկ արագացել է, քանի որ աշխարհի գրեթե բոլոր երկրները դիմել են պետական պարտքի շեշտակի ընդլայնման՝ մեղմելու COVID-19 համավարակի սոցիալ-տնտեսական հետևանքները²:

Այս առումով, բացառություն չէր նաև Հայաստանի Հանրապետությունը: ՀՀ Կառավարության պարտքը 2020 թ. հասավ պատմական առավելագույն մակարդակին՝ կազմելով ՀՆԱ 63.5%-ը, իսկ պետական պարտքը՝ 67.3%-ը: Արդյունքում՝ Կառավարության պարտքը առաջին անգամ գերազանցել է «Պետական պարտքի մասին» ՀՀ օրենքով սահմանված 60%-ի սահմանային շեմը, ինչը ՀՀ հարկարյութետային կանոններով առաջացնում է պարտքի բեռնվագրությունը պահանջ³:

Այս պայմաններում պետական պարտքի կայունության, այլ կերպ ասած՝ կառավարության վճարունակության և իրացվելիության պահպանման կարողության հարցն առավել արդիական է դառնում: Սույն հոդվածի նպատակն է բացահայտել ՀՀ Կառավարության պարտքի կայունության պահպանման հնարավորությունները՝ գնահատելով պարտքի ազդեցությունները մակրո-տնտեսական վիճակի վրա և իրականացնելով միջնաժամկետ սցենարային վերլուծություն: Նպատակի իրականացման համար կիրառվել են ոեգրեսիոն մոդելներ և պարտքի կայունության վերլուծության՝ միջազգային կիրառում ունեցող MAC DSA (Շուկային հասանելիություն ունեցող երկրների պարտքի կայունության գնահատման) համակարգը:

Գրականության ակնարկ: Պետական պարտքի վերաբերյալ տնտեսագիտական շրջանակներում առկա մոտեցումները հնարավոր է դասակարգել երեք խմբի՝ «վատատեսական», «լավատեսական» և «իրատեսական»: Վերջիններիս ներկայացուցիչների հայցըները տարբերվում են պետական պարտքի բնույթի, պատճառների և հետևանքների հարցերում⁴:

² Տե՛ս IMF. World Economic Outlook, April 2021: Managing Divergent Recoveries.

<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/03/23/world-economic-outlook-april-2021>:

³ Տե՛ս «ՀՀ բյուջետային համակարգի մասին» ՀՀ օրենքի 21-րդ հոդվածի 8.2 կետը, «ՀԿ Կառավարության 2018 թվականի օգոստոսի 23-ի N 942-Ն որոշումը»:

⁴ Տե՛ս Salsman R., The political economy of public debt: three centuries of theory and evidence. Edward Elgar Publishing, 2017, էջ 3-6:

Այսպես՝ պետական պարտքի «վատատեսական» մոտեցման դպրոցի ներկայացուցիչները⁵, ընդհանուր առմամբ, տնտեսության մեջ փոքր կշիռ ունեցող պետական հատվածի կողմնակիցներ են և համարում են, որ աճող պետական պարտքը հանգեցնելու է պետության անվճարունակության և տնտեսությունում բացասական այլ հետևանքների: «Լավատեսական» մոտեցման դպրոցի ներկայացուցիչները⁶ պնդում են, որ պակասուրդային պետական բյուջեն և պետական պարտքը կարող են խթանել տնտեսությունը՝ առանց ապագա կամ ներկա սերունդների համար պարտքի իրական բեռ առաջացնելու: Իսկ «իրատեսական» մոտեցման դպրոցի ներկայացուցիչները⁷ համարում են, որ պարտքի վերաբերյալ դատողությունները պետք է կատարվեն՝ հաշվի առնելով վճարման կարողությունները, հետևաբար՝ պետական պարտքի բեռը պարտադիր չէ, որ վնասակար լինի, սակայն, միևնույն ժամանակ, պարտք ներգրավելու հնարավորությունը անսահմանափակ չէ:

Պետական պարտքի կայունության և պարտքային քաղաքականության վերաբերյալ քաղաքականություն մշակողների շրջանում գերիշխող մոտեցում-

⁵ **Դավիթ Հյում** (Hume D. (1752 [1987]), Of public credit, in E.F. Miller (ed.), Essays Moral, Political and Literary, Indianapolis, IN: Liberty Fund), **Ադամ Սմիթ** (Smith A. (1776 [1937]), Of public debts, Book V, Chapter III in An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, New York: Modern Library), **Ժան Բատիստ Սեյ** (Say J.-B. (1803 [1821]), Of national debt, Chapter IX in Book II of A Treatise on Political Economy, 1st American edition, Philadelphia, PA: Claxton, Remsen and Haffelfinger), **Դավիթ Ռիկարդ** (Ricardo D. (1817 [1951]), in P. Sraffa (ed.), On the Principles of Political Economy and Taxation. The Works and Correspondence of David Ricardo, Vol. I, Cambridge, UK: Cambridge University Press.), **Կարլ Մարքս** (Marx K. (1867 [1887]), Genesis of the industrial capitalist, Vol. I, Part 8, Chapter XXXI in Das Capital, Moscow: Progress Publishers, էջ 533–40), **Լյուդվիգ Վոն Միզես** (Mises L. von (1949), Human Action: A Treatise on Economics, New Haven, CT: Yale University Press), **Ջեյմս Բյուրենեն** (Buchanan J.M. (1958 [1999]), Public Principles of Public Debt: A Defense and Restatement, Indianapolis, IN: Liberty Fund.), **Ռիչարդ Վագներ** (Wagner R.E. (2012a), Deficits, Debt and Democracy: Wrestling With Tragedy on the Fiscal Commons, Cheltenham, UK and Northampton, MA, USA: Edward Elgar Publishing. Wagner R.E. (2012b), Democracy and), **Թոմաս Պիկետի** (Piketty, T. (2014), The question of the public debt, Chapter 16 in Capital in the Twenty-First Century, Cambridge, MA: Harvard University Press.) և այլք:

⁶ **Ջոն Քեյնսարդ Քեյնս** (Keynes J.M. (1936), The General Theory of Employment, Interest and Money, London: Macmillan), **Ավիհին Հանսեն** (Hansen A.H. (1959), The public debt reconsidered: a review article, Review of Economics and Statistics, 41(4), 370–78), **Արքա Լերներ** (Lerner A.P. (1943), Functional finance and the federal debt, Social Research, 10(1), 38–51), **Պոլ Սամուելսոն** (Samuelson P. (1948), Economics, An Introductory Analysis, New York: McGraw-Hill), **Ռոբերտ Բարո** (Barro R.J. (1979), On the determination of the public debt, Journal of Political Economy, 87(5), 940–47. Barro R.J. (1980), Federal deficit policy). **Պոլ Կրուգման** (Krugman P. (1988), Financing versus forgiving a debt overhang, Journal of Development Economics, 29(3), 253–68) և այլք:

⁷ **Ջեյմս Սթյուարթ** (Stewart J. (1767 [1966]), in A. Skinner (ed.), An Inquiry into the Principles of Political Economy, Edinburgh: Oliver & Boyd Ltd), **Ալեքսանդր Համիլթոն** (Hamilton A. (1790a), Report on the Public Credit, January, accessed August 29, 2016 at https://www.schillerinstitute.org/economy/2015/ hamilton- first_report_on_the_public_credit.pdf.), **Հարի Լուտ** (Lutz H.L. (1945), Debt, taxation and functional finance, Chapter XIII in Guideposts for a Free Economy: A Series of Essays on Enterprise), **Ռոբերտ Մանդել** (Mundell R.A. (1960), The public debt, corporate income taxes and the rate of interest, Journal of Political Economy, 68(6), 622–6), **Վիկտոր Լաֆեր** (Victor A. Canto, Douglas H. Joines, and Arthur B. Laffer, Foundations of Supply-Side Economics – Theory and Evidence (New York: Academic Press, 1982) և այլք:

ներն ավելի մոտ են «իրատեսների» տեսակետին, որտեղ առանցքային է կառավարության վճարունակության պահպանումը:

Ընդհանրապես, պարտքի կայունության հիմքում «վճարունակություն» հասկացությունն է:

Ըստ Եվրոպական կենտրոնական բանկի սահմանման՝ պետական պարտքի կայունությունը վճարունակության և իրացվելիության պայմանների միաժամանակյա ապահովումն է, որի պարագայում կառավարությունն անխափան սպասարկում է պետական պարտքը:

Այստեղ վճարունակության պայմանը ենթադրում է միջնաժամկետ հեռանկարում պետական բյուջեի սահմանափակման պայմանի ապահովում, ինչը կարող է մեկնաբանվել երկու մոտեցմամբ.

- **Հոսքերի մոտեցում.** կառավարության պայմանագրային հաշվեկշիռների զուտ ներկա արժեքը ամենաքիչը պետք է ծածկի առկա պետական պարտքի զուտ ներկա արժեքը:
- **Պաշարների մոտեցում.** կառավարության պարտավորությունների զուտ ներկա արժեքը չպետք է գերազանցի ակտիվների զուտ ներկա արժեքը:

Իսկ իրացվելիությունը կարճաժամկետը բնորոշող հասկացություն է, որը վերաբերում է առկա իրացվելի ակտիվներին և ֆինանսական շուկաներին կառավարության հասանելիությանը, որոնց շնորհիվ պետք է իրականացվի կարճաժամկետում պարտքի սպասարկումը⁸:

Սակայն նման սահմանումը, գործնականում կիրառման տեսակետից, ակնհայտորեն խնդրահարուց է: Վճարունակության գնահատումը պայմանագրային հաշվեկշիռների օգնությամբ կարող է հիմնվել միայն կանխատեսումների կամ ենթադրությունների վրա: Հետևաբար՝ վճարունակության գնահատման համար այլ մոտեցումներ է պետք կիրառել:

Ի սկզբանե, գործնական մոտեցումներում, հեղինակները կենտրոնանում էին պարտք/ՀՆԱ և բյուջեի հաշվեկշիռ/ՀՆԱ ցուցանիշների վարքագծերի վրա: Մասնավորապես՝ երբ այդ ցուցանիշները ժամանակի մեջ կայուն վարքագիծ ունեն (ստացիոնար են)⁹, վճարունակության պայմանը հնարավոր է բավարարված համարել: Որոշ հեղինակներ վճարունակության պայմանը առաջարկում են գնահատել պարտք/ՀՆԱ և բյուջեի հաշվեկշիռ/ՀՆԱ ցուցանիշների կոինտեգրման ստուգման միջոցով: Այսինքն՝ ցուցանիշները կարող են ստացիոնար չլինել (ունենալ թրենի), սակայն լինել կոինտեգրված, ինչը կնշանակի, որ պարտքի աճին բյուջեի հաշվեկշիռը պատմականորեն արձագանքել է աճով¹⁰:

Վերջին գաղափարն առկա է պարտքի կայունության վերլուծության առանցքային մեկ այլ՝ «ֆիսկալ արձագանքի գնահատման» մոտեցման հիմ-

⁸ Stéphane Bouabdallah O., Checherita-Westphal C. D., Warmedinger T., De Stefani R., Drudi F., Setzer R., Westphal A., Debt Sustainability Analysis for Euro Area Sovereigns: A Methodological Framework. ECB Occasional Paper, 2017, էջ 185:

⁹ Ստացիոնար լինելու համար ժամանակային շարքը պետք է ժամանակի մեջ ունենա անփոփոխ միջն և վարիացիա, ինչը նշանակում է, որ պատմական թրենի ունենալու դեպքում դա ոչ ստացիոնար է լինելու:

¹⁰ Stéphane Chalk N., Hemming R., Assessing fiscal sustainability in theory and practice. In Fiscal Sustainability Conference, 2000, էջ 61:

քում, որն առաջադրել է < Բոհնը: Վերջինս առաջարկում է վճարունակության պայմանը գնահատել առաջնային հաշվեկշռի և պարտքի միջև էմպիրիկ (փորձառական) կապի ստուգման միջոցով: Մասնավորապես՝ եթե պարտքի բեռի աճին առաջնային հաշվեկշռը նշանակալիորեն դրական է արձագանքում, ապա վճարունակության պայմանը կարելի է բավարարված համարել¹¹:

Մեկ այլ կարևոր մոտեցում է «հարկաբյուջետային տարածքի» գնահատումը, որի դեպքում գնահատվում է ոչ գծային «ֆիսկալ արձագանքի» ֆունկցիա, և, կիրառելով նաև պարտքի տոկոսադրույթի կանխատեսվող մակարդակը, հաշվարկվում է պարտքի սահմանագիծը, որպես սահմանային և փաստացի մակարդակների տարբերություն՝ «հարկաբյուջետային տարածքը»: Այդ և փաստացի պարտքի ցուցանիշների համադրությամբ արդեն գնահատականներ են տրվում պարտքի կայունության վերաբերյալ¹²:

Այսուամենայնիվ, միջազգային պրակտիկայում ամենակիրառելին, ըստ Էսթիյան, Արժույթի միջազգային հիմնադրամի (ԱՄՀ) և Համաշխարհային բանկի (<Բ>) կողմից համատեղ մշակված մեթոդաբանությունն է, որը մանրամասն ներկայացված է սույն հոդվածի հետագա շարադրանքում: Ըստ դրա հիմքում առկա սահմանման՝ պետական պարտքը կայուն է, եթե դրա բեռի նվազման կամ առնվազն կայունացման համար անհրաժեշտ առաջնային հաշվեկշռը բազային կամ իրատեսական շոկերի սցենարների պայմաններում քաղաքական և տնտեսական տեսանկյուններից իրատեսական է՝ պարտքի ընդունելի ցածր վերաֆինանսավորման ռիսկերի և տնտեսական աճի ներուժը չվնասելու պայմաններում¹³:

Այդ մեթոդաբանությամբ << պետական պարտքի կայունության գնահատումներ են իրականացրել ինչպես Արժույթի միջազգային հիմնադրամը՝ «Պահուատային ծրագրի» շրջանակներում իրականացվող ուսումնասիրություններով, այնպես էլ << ֆինանսների նախարարությունը: Առաջինի կողմից 2020 թ. դեկտեմբերին իրապարակված վերլուծությունը փաստել է, որ << պետական պարտքը կայուն է, սակայն արտարժութային պարտքի մեծ կշիռը և 2020 թ. ընթացքում պարտքի բեռի կտրուկ աճը խոցելիության կարևոր աղբյուրներ են¹⁴: << ֆինանսների նախարարության կողմից իրականացված պարտքի կայունության վերլուծություններով ևս պարտքը գնահատվել է կայուն և կառավարելի, սակայն զգայուն՝ տնտեսական աճի և փոխարժեքի շոկերի նկատմամբ¹⁵:

¹¹ Ste' u Bohn H., The behavior of US public debt and deficits. the Quarterly Journal of economics, 1998, 113(3), էջ 949-963:

¹² Ste' u Ghosh A. R., Kim J. I., Mendoza E. G., Ostry J. D., Qureshi M. S., Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies. The Economic Journal, 123(566), 2013, F4-F30:

¹³ Ste' u Siddharth T. S., Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries, 2013, <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf>.

¹⁴ Ste' u IMF (December 2020). Third Review Under the Stand-By Arrangement and Modification of Performance Criteria-Press Release; Staff Report; Staff Supplement; And Statement by the Alternate Executive Director for the Republic Of Armenia Country Report No. 20/318:

¹⁵ Ste' u << ֆինանսների նախարարություն (2019). << Կառավարության պարտքի կայունության վերլուծություն. աշխատանքային փաստաթուղթ. https://minfin.am/website/images/files/DSA_MoF_2019_last.pdf, << 2021-2023 թթ. պետական միջ-

Հետազոտության մեթոդաբանություն: Հետազոտությունը հիմնվում է էմպիրիկ և սցենարային վերլուծությունների վրա: Առաջինը կիրառվում է՝ բացահայտելու կառավարության պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշի ազդեցությունը մակրոտնտեսական հիմնական փոփոխականների վրա՝ ռեգրեսիոն մոդելների գնահատման միջոցով: Երկրորդի կիրառմամբ բացահայտվում է << Կառավարության պարտքի հնարավոր հետագիծը միջնաժամկետ հատվածում՝ «բազային» կանխատեսումների, ինչպես նաև հնարավոր մակրոտնտեսական շոկերի առաջացման պարագայում:

Ուեգրեսիոն վերլուծության ընթացքում գնահատվում է կառավարության պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշի վիճակագրական փոփոխությունը տնտեսական աճի, բանկային վարկավորման աճի տեմպի և մեկ տարի ժամկետայնությամբ պետական գանձապետական պարտատոմսերի տեղաբաշխման եկամտաբերությունների հետ: Ուեգրեսիոն մոդելներում օգտագործվում են << տնտեսությունը և միջազգային զարգացումներն արտացոլող «կարգավորող» փոփոխականներ, մասնավիրապես՝ 12-ամյա գնաճի տեմպը, ԱՄՆ դրամ/դրամ փոփոխականներ, վարկավորման տոկոսադրույթը, VIX ինդեքսը, գործընկեր երկրների տնտեսական աճի կշռված միջինը ներկայացնող արտաքին պահանջարկի աճի ցուցանիշը¹⁶:

Պետական պարտքի կայունության գնահատման համար ընտրել ենք MAC DSA մոդելը, որը հնարավորություն է տալիս վերլուծելու պարտքի բեռնութափրոդ ցուցանիշների վարբագիծը տարբեր գործիքներով ձևավորված պորտֆելների և տարբեր մակրոտնտեսական շոկերի պայմաններում:

MAC DSA մոդելը մշակվել է 2002 թ.՝ ԱՄՀ-ի և ՀԲ-ի կողմից համատեղ: Վերջինիս նպատակը պարտքի կայունության վերլուծությունները մեկ համակարգում ինտեգրելն էր՝ կիրառելով սեփական վերլուծություններում: Հետագայում մոդելը լայն տարածում է գտել և բարելավվել հատկապես 2009 թ. ճգնաժամից և դրան հաջորդած՝ պետական պարտքի մակարդակի աճով պայմանավորված պարտքի կայունության հարցերի սրացումից հետո¹⁷:

2013 թ. մոդելը լուրջ վերանայումներ է ունեցել և գրեթե նոյն տեսքով ներկայումս օգտագործվում է ինչպես ԱՄՀ և ՀԲ, այնպես էլ առանձին երկրների պատասխանատու մարմինների վերլուծություններում:

Մոդելը պահանջում է մակրոփիսկալ բազային սցենարի, ինչպես նաև ըստ գործիքների խմբերի պարտքի կառավարման ծրագրի առկայություն: Մակրոֆիսկալ բազային սցենարը ենթադրում է ՀՆԱ, անվանական և իրա-

նաժամկետ ծախսերի ծրագիր, << Կառավարության պարտքի կայունության վերլուծությունը, էջ 178-180:

¹⁶ Մոդելներում օգտագործվում են 2001–2020 թթ. ժամանակահատվածն ընդգրկող տվյալներ, որոնք հավաքագրվել են << վիճակագրական կոմիտեի, << ԿԲ և << ՖՆ կայքերից (<https://www.armstat.am/am/?nid=14>, <https://www.cba.am/SitePages/statmonetaryfinancial.aspx>, https://minfin.am/hy/page/hashtevutyunner_e_vichakagrutyun1/): << Կառավարության պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշի եռամսյակային պարբերականությամբ ժամանակային շարքը մշակվել է սեղոնայնորեն ճշգրտված և տարեկանացված եռամսյակային ՀՆԱ-ների հիման վրա: Արտաքին պահանջարկի ցուցանիշը հաշվարկվել է ԱՄՀ-ի, ԵՄ երկրների և Չինաստանի տնտեսական աճերի կշռված միջինով՝ ըստ << արտաքին առևտորում ունեցած կշիռների:

¹⁷ MAC DSA մոդելի նկարագիրը, օգտագործման ուղեցույցները և Excel ֆայլը տե՛ս ԱՄՀ կայքում: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/dsa/mac.htm>

կան փոխարժեքների, գնածի, պետական բյուջեի եկամուտների, պետական բյուջեի ոչ տոկոսային ծախսերի 6 տարվա կանխատեսումներ: Մոդելու անհրաժեշտ է մուտքագրել նաև պետական պարտքի՝ ըստ ներքին և արտաքին պարտքի, ըստ արտարժութային կառուցվածքի, ինչպես նաև մարումների և տոկոսավճարների պատմական տվյալները:

Միևնույն ժամանակ, պահանջվում է մուտքագրել մակրոֆիսկալ ծրագրի հետ հաշվեկշռված պարտքի կառավարման ծրագիր: Այսուղեա անհրաժեշտ է մուտքագրել նոր պարտքի ներգրավման կառուցվածքը՝ առանձին գործիքների խմբերի կամ գործիքների՝ իրենց արժույթներով, ժամկետայնությամբ, տոկոսադրույթներով, վճարման հաճախականությամբ և արտոնյալ ժամանակահատվածով (քանի տարի չեն կատարվելու մարումները գործիքի կիրառման ընթացքում): Պարտքի կանխատեսվող մակարդակը հաշվարկվում է մոդելի ներսում:

Մոդելի ներսում են հաշվարկվում նաև այլընտրանքային կամ շոկային սցենարները, որի համար վերլուծության շրջանակներում կարելի է տրամաչափել (կալիբրացնել) շոկերը և մակրոտնտեսական ցուցանիշների զգայունությունները միմյանց նկատմամբ, կամ թողնել դրանք միջազգային փորձին համահունչ սահմանված մեծություններով: Այլընտրանքային սցենարների ծևավորման պարամետրերը ներկայացված են աղյուսակ 1-ում:

Աղյուսակ 1

Մակրոֆիսկալ սցենարները MAC DSA մոդելում

Շոկի ենթարկվող փոփոխական	Շոկի չափ	Երկրորդային ազդեցություններ
Առաջնային հաշվեկշռություն	Ծրագրված ճշգրտման կեսը յուրաքանչյուր տարի, կամ բազային հիմք հանած 10 տ ստ. սխալի կեսը	Տոկոսադրույթների աճը 0.25 ք.կ. 1 տոկոս նվազման դիմաց
Իրական ՀՆԱ աճ	1 տ. միավոր նվազումը կանխատեսվող երկրորդ և երրորդ տարում	Ցածր գնաճը (0.25 առաջգականությամբ), տոկոսադրույթների աճ (25 ք.կ.)
Փոխարժեք	10 տարվա առավելագույն փոփոխությունը կամ գնահատված գերազանցությունը	Ցածր գնաճը (0.25 առաջգականությամբ)
Իրական դոկումանություն	200 բազմային աճը կամ պատմական ու կանխատեսվող տոկոսադրույթների տարրերությունը	-
Համակերպելագույն հաշվեկշռություններ և դոկումանություններ	Առանձին շոկերի ամենամեծ ազդեցությունները	Չեն հաշվարկվում երկրորդային ազդեցությունները, որոնք հաշվարկվում են առանձին շոկերի դեպքում
Պայմանական պարտավորություններ	Ֆինանսական համակարգի ակտիվների 10 տոկոսը	1 տ. միավոր ՀՆԱ աճի կորուսը, գնաճի դանդաղումը, առաջնային հաշվեկշռությունը, տոկոսադրույթների աճը

Վերլուծություն: **ՀՀ Կառավարության պարտքի միարումները:** Հայաստանի Հանրապետության պետական բյուջեն մշտապես պակասուրդային է երել, ինչն ինքնին նշանակում է անվանական արտահայտությամբ պետական պարտքի կուտակում: Ընդ որում, կախված տվյալ ժամանակահատվածի տնտեսական իրավիճակից և իրականացվող հարկաբույժետային քաղաքականությունից, պետական պարտքն ունեցել է արագ կամ դանդաղ աճի մի-

տում, ինչը հանգեցրել է <ՆԱ համեմատությամբ պարտքի բեռի ավելացման կամ նվազման:

Մասնավորապես՝ պարտքի բեռը նվազել է 2000-ականների բարձր տնտեսական աճի ժամանակահատվածում և աճի ընդհանուր միտում ձևավորել 2009 թ-ից՝ կտրուկ աճ գրանցելով նոյն թվականին՝ համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի, 2015-2016 թվականներին՝ տարածաշրջանային ճգնաժամի և հումքային ակտիվների գների անկման ժամանակահատվածներում, վերջապես՝ 2020 թվականին՝ COVID-19 համավարակով և պատերազմով պայմանավորված¹⁸: Այս ժամանակահատվածներում <<Կառավարությունը տնտեսական անկմանն արձագանքել է խթանող հարկաբյուջետային քաղաքականությամբ, ինչը հանգեցրել է պարտքի բեռի ավելացման¹⁹:

2020 թ. <<Կառավարության պարտք/><ՆԱ ցուցանիշը պատմական առավելագույն մակարդակին է հասել՝ նախորդ տարվա նկատմամբ ավելանալով 13.6 տոկոսային կետով և կազմելով 63.5%: Արդյունքում՝ <<Կառավարության պարտք/><ՆԱ ցուցանիշը գերազանցել է «Պետական պարտքի մասին» օրենքով սահմանված 60% շեմային ցուցանիշը, որի պայմաններում, ըստ «<<Բյուջետային համակարգի մասին» <<օրենքի և <<Կառավարության 2018 թ. օգոստոսի 23-ի N 942-Ն որոշման, 5 տարվա հորիզոնում (մինչև 2026 թ.) Կառավարությունը պետք է նվազեցնի պարտքն այդ շեմից (գծապատճեր 1):

Պարտքի բեռի ավելացմանը զուգընթաց աճել է նաև ներքին պարտքի կշիռը Կառավարության պարտքում: Այսպես՝ 2010-2020 թվականներին ներքին պարտքն ավելացել է շուրջ 10%-ային կետով՝ 15.6%-ից հասնելով 25.5%-ի: Ըստ որում, ներքին պարտքի մասնաբաժնի հիմնական ավելացումները տեղի են ունեցել ճգնաժամային 2016 (4.6%-ային կետ) և 2020 (3%-ային կետ) թվականներին:

Այնուամենայնիվ, ներքին պարտքի մասնաբաժնը պարտքի պորտֆելում շարունակում է մնալ ցածր և, օրինակ, MAC DSA մեթոդաբանությամբ համարվում է բարձր խոցելի²⁰: Այս պատճառով <<Կառավարությունը նպատակադրել է միջնաժամկետ և երկարաժամկետ հատվածներում ավելացնել Կառավարության պարտքում ներքին պարտքի կշիռը²¹:

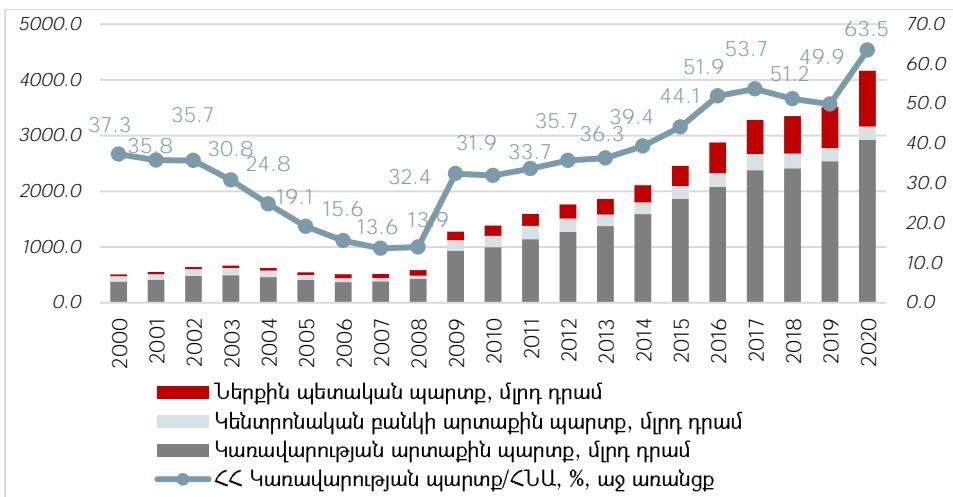
¹⁸ Պետական պարտքի կուտակման փուլերը համակարգված ներկայացված են **Ք. Վարդանյանի, Գ. Ավագյանի, Լ. Միհրարյանի, Ն. Կարապետյանի** «Մակրոտնտեսական քաղաքականությունները և պետական պարտքի կուտակումը <<-ում» հոդվածում, «ԱՅԼՇՏՐԱՆՔ» գիտական հանդես, 2020 թ., հոկտեմբեր, էջ 22-38:

¹⁹ Ընդհանուր առմամբ, փորձառական հետազոտությունները ցույց են տվել, որ խթանող հարկաբյուջետային քաղաքականությունը Հայաստանում, անկախ ժամանակահատվածից, ուղեկցվում է պարտքի բեռի աճով: Առավել մանրամասն տե՛ս Grigoryan K., Avagyan G., Karapetyan N., Mkhitaryan L., Impact of macroeconomic policy shocks on the Armenian economy: evidence from VAR analysis, Norwegian Journal of development of the International Science, №49, VOLUME 2, 2020, Oslo, Norway, էջ 14,

URL: http://www.njd-isience.com/wp-content/uploads/2020/11/NJD_49_2.pdf

²⁰ IMF (2013). Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries. <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Staff-Guidance-Note-for-Public-Debt-Sustainability-Analysis-in-Market-Access-Countries-PP4771>:

²¹ Տե՛ս <<2021-2023 թթ. պետական միջնաժամկետ ծախսերի ծրագիր, <<Կառավարության պարտքի կառավարման 2021-2023 թվականների ռազմավարական ծրագիր, էջ 146-147:



Գծապատկեր 1. << պետական պարտքի և պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշի շարժընթացը

<< Կառավարության պարտքի ազդեցությունները: Ըստ իրականացված ռեգրեսիոն վերլուծության՝ << Կառավարության պարտքի բեռի ավելացումը որոշակի բացասական ազդեցություն է ունենում տնտեսական աճի տեմպի, վարկավորման աճի տեմպի և պետական պարտատոմսերի տոկոսադրույթների վրա: Մասնավորապես՝ << Կառավարության պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշի 1 տոկոսային կետով ավելացումը, ըստ գնահատականների, 0.1 տոկոսային կետով բացասաբար է անդրադառնում տնտեսական աճի վրա, 1.2%-այն կետով՝ բանկային վարկավորման ծավալների աճի վրա և 0.1%-այն կետով բարձրացնում է մեկ տարի ժամկետայնությամբ պարտատոմսերի տոկոսադրույթը (աղյուսակ 2):

Աղյուսակ 2

<< Կառավարության պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշի ազդեցությունը մակրոպնդեսական փոփոխականների վրա

Տնտեսական աճ		Վարկավորման աճ		Պարտագործման դրույթը	
Փոփոխական	Գործակից	Փոփոխական	Գործակից	Փոփոխական	Գործակից
Կառավարության պարտք/ՀՆԱ	-0.1***	Կառավարության պարտք/ՀՆԱ	-1.2***	Կառավարության պարտք/ՀՆԱ	0.1***
12-ամյա գնաճ	-0.4**	ԱՄՆ դրամ/դրամ փոխարժեքի աճ (-1)	-0.4*	ԱՄՆ դրամ/դրամ փոխարժեքի աճ (-1)	0.1**
Արտաքին պահանջարկ	2.2***	Վարկավորման տոկոսադրույթ	-3.0***	Վարկավորման տոկոսադրույթ	0.1***
C	-70.1**	C	250.9***	VIX ինդեքս	0.1***
Դետերմինացիայի գործակից	0.7	Դետերմինացիայի գործակից	0.6	Դետերմինացիայի գործակից	0.8

Ծանոթագրություն. * նշանակալիք է 90% հավանականությամբ,

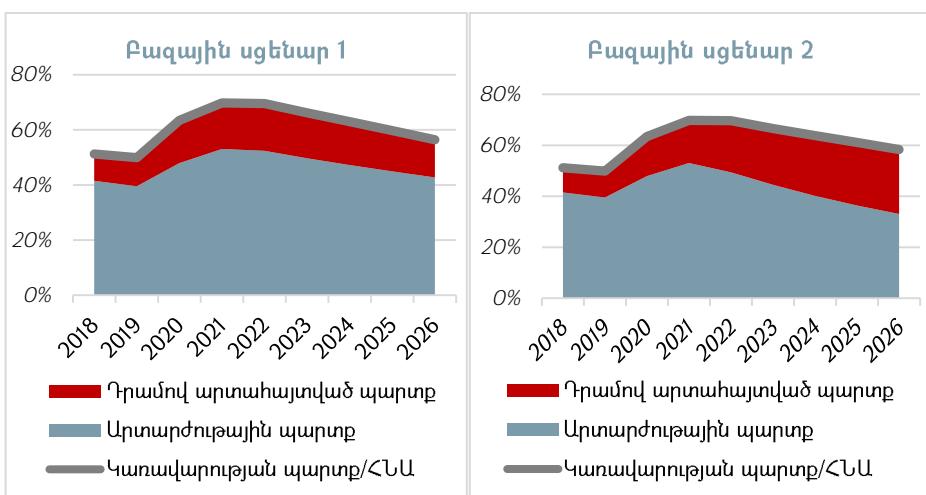
** նշանակալիք է 95% հավանականությամբ,

*** նշանակալիք է 99% հավանականությամբ:

ՀՀ Կառավարության պարտքի սցենարային վերլուծություն: MAC DSA մոդելի մշակման համար օգտագործված տվյալները վերցված են ՀՀ ֆինանսների նախարարության, վիճակագրական կոմիտեի, կենտրոնական բանկի վիճակագրական հրապարակումներից և բազաներից, իսկ մշակված սցենարների մակրոֆիսկալ կանխատեսումները հիմնվում են Արժույթի միջազգային հիմնադրամի կանխատեսումների վրա²² բացառությամբ ՀՀ դրամ/ԱՄՆ դրամ փոխարժեքի, որի մասով կանխատեսումները ստացվել են ARMA մոդելի օգնությամբ: Պարտքի պորտֆելի կառավարման մասով, 2021 թ. համար մոդելու կիրառվել են երկու հիպոթետիկ սցենարներ.

- **Առաջին սցենար.** պարտքի կառավարիչը բյուջեի համախառն ֆինանսավորման կարիքը 2022–2026 թթ. ապահովում է 50% ներքին (1, 3, 5, 10, 30 տարի) ժամկետայնությամբ պետական գանձապետական պարտատոմսեր) և 50% արտաքին աղբյուրների (բազմակողմ, երկկողմ վարկեր, առևտրային բանկերից ստացվող վարկեր և եվրոպարտատոմսեր) հաշվին: Դրամային գործիքների տոկոսադրույթները պահպան են 2020 թ. մակարդակում, իսկ արտարժուվային գործիքների տոկոսադրույթները և մյուս պայմաններն ընդունվում են պորտֆելի միջին կշռված ցուցանիշներին համապատասխան²³:
- **Երկրորդ սցենար.** բյուջեի համախառն ֆինանսավորման կարիքը 2022–2026 թթ. ամբողջությամբ ապահովում է ներքին աղբյուրների հաշվին:

Առաջին սցենարի արդյունքում պարտքի արժութային կառուցվածքը գրեթե անփոփոխ է մնում, իսկ երկրորդի արդյունքում դրամային պարտքի կշիռը զգայի ընդլայնվում է:



Գծապատկեր 2. Առաջին և երկրորդ սցենարներում պարտքի վարքագիծը և կառուցվածքն ըստ արժույթի

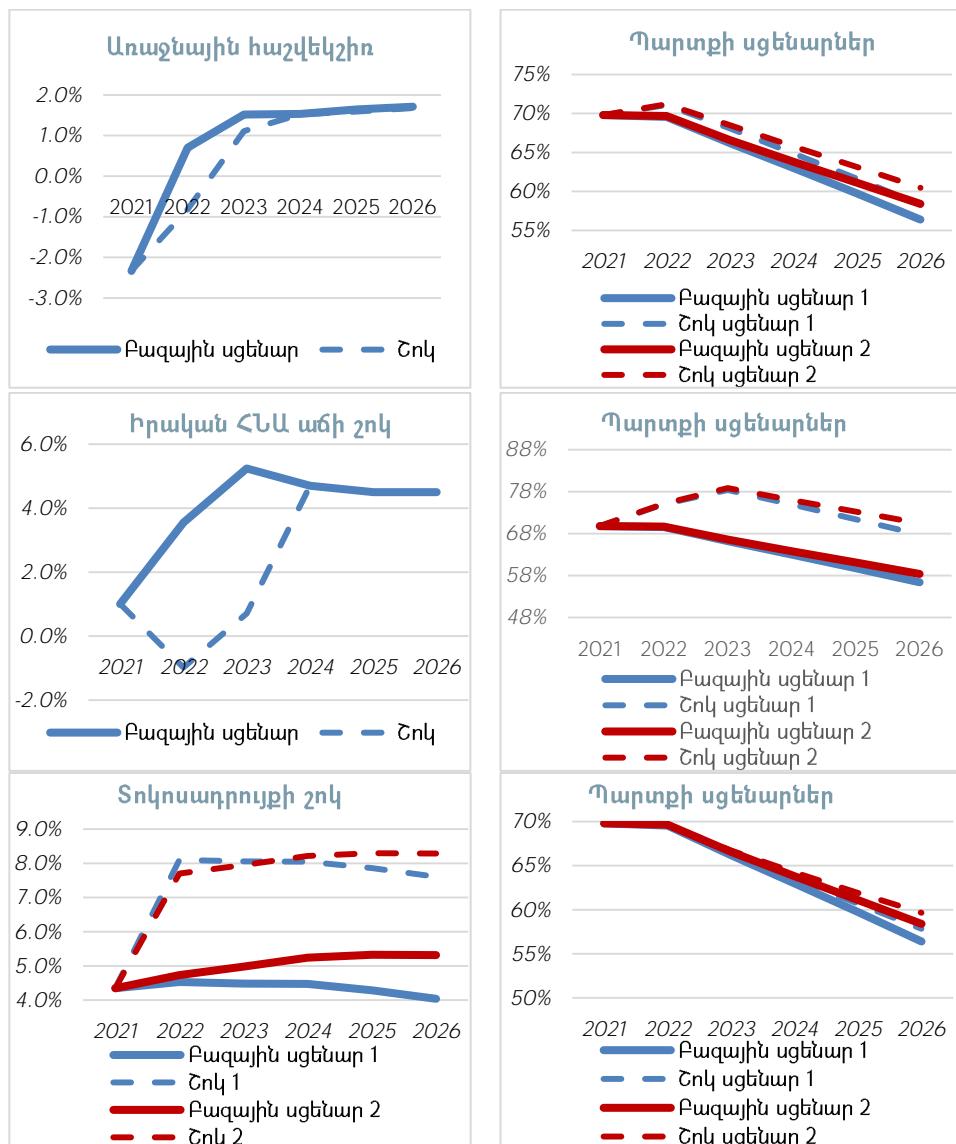
²²Տե՛ս IMF, World Economic Outlook: Managing Divergent Recoveries, April 2021.

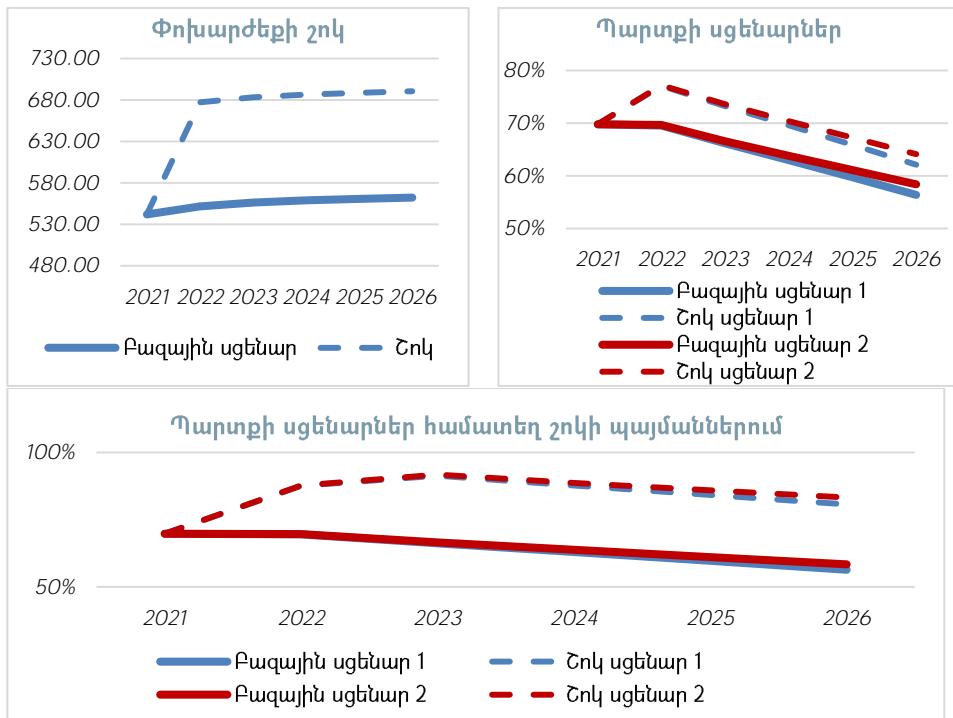
<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2021/April>:

²³Տվյալների աղբյուր՝ <https://minfin.am/website/images/files/2020-12-31-Gorcox-artaqin-varkeri-paymanner-am.xls>

Ըստ գծապատկեր 2-ի՝ բազային սցենար 1-ում դրամային պարտքի կշիռը մինչև 2026 թ. մնում է գրեթե անփոփոխ (24.2%՝ 2020 թ. 24.4% ցուցանիշի փոխարեն), իսկ բազային սցենար 2-ում հասնում է մինչև 43.3 տոկոսի: Ակնհայտ է, որ այսպիսի պարտքի պորտֆելները միանգամայն տարբեր կերպով պետք է արձագանքեն մակրոֆիսկալ շոկերին, քանի որ, նախ՝ առաջին դեպքում պարտքի պորտֆելում գերակշռում է արտարժութային պարտքը, որն ավելի զգայուն պետք է լինի փոխարժեքի շոկերի նկատմամբ: Մյուս կողմից՝ դրամային պարտքը ավելի բարձր տոկոսադրույթ է կրում: Սա է պատճառը, որ նոյն մակրոֆիսկալ ենթադրությունների ներքո առաջին դեպքում կառավարության պարտք/ՀՆԱ հարաբերակցությունը նվազում է՝ հասնելով 56%-ի, իսկ երկրորդ դեպքում՝ մինչև 58%-ի:

Գծապատկեր 3-ում ներկայացված են իհմնական մակրոֆիսկալ շոկերը MAC DSA մոդելում և պարտքի արձագանքն այդ շոկերին:

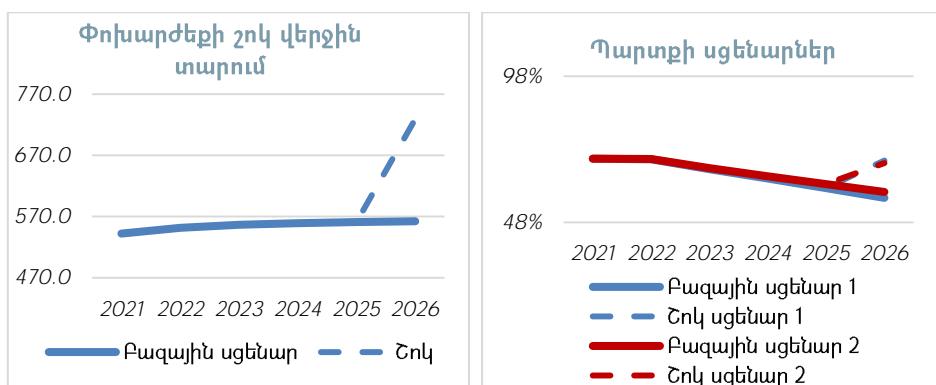




Գծապատկեր 3. Մակրոֆիսկալ շոկերը և պարտքի սցենարները MAC DSA մոդելում

Ըստ գծապատկեր 3-ի՝ դիտարկել ենք 5 մակրոֆիսկալ շոկեր. առաջնային հաշվեկշռի, իրական ՀՆԱ աճի, տոկոսադրույթների, փոխարժեքի և դրանց համակցման: Կառավարության պարտքի համար «ամենավտանգավորը» տնտեսական աճի շոկն է. մոդելավորված երկամյա տնտեսական ռեցեսիայի արդյունքում կառավարության պարտքը «թոշում է» 78 տոկոսից վերև, ընդ որում՝ սցենար 2-ի դեպքում այն շուրջ մեկ տոկոսային կետով բարձր է, քան սցենար 1-ում է: Սա, իհարկե, չհաշված համակցված շոկը. տնտեսական ռեցեսիա, տոկոսադրույթների աճ, արժույթի արժեգրկում և առաջնային պակասութով խթանող հարկաբուժետային քաղաքականություն միաժամանակ: Այս դեպքում պարտքը «թոշում է» մինչև ՀՆԱ 91 կամ 92 տոկոսը՝ կախված պորտֆելի կառուցվածքից:

Ինչպես արդեն նշել ենք, սցենար 2-ում ծևավորված պարտքային պորտֆելն ավելի դիմացկուն է փոխարժեքի շոկերի նկատմամբ, սակայն դժվար տեսանելի է վերը բերված շոկերի արդյունքներում: Պատճառը հետևյան է. փոխարժեքի շոկը «հարվածում է» պարտքի կառուցվածքին կանխատեսվող երկրորդ տարում, եթե դեռ դրամային պարտքի կշիռը շատ չի տարբերվում սցենար 1-ի կշիռից: Սակայն եթե պարտքի շոկը լիներ, դիցուք, 2026 թ-ին, ապա փոխարժեքի շոկի արդյունքները պետք է այլ լինեին: Սա փորձարկելու համար, օգտագործելով սեփական շոկերը մոդելավորելու հնարավորությունը, մենք երկու սցենարների պայմաններում «արժեզրկում ենք» դրամը 2026 թ-ին՝ 2025 թ. նկատմամբ 30 տոկոսով, իսկ մնացած մակրոֆիսկալ փոփոխականները պահում բազային սցենարի սահմաններում: Արդյունքը պատկերված է գծապատկեր 4-ում:



Գծապատկեր 4. **Փոխարժեքի վերջին դարվագական պարտքի սցենարները դրա պայմաններում**

Մասնավորապես՝ արժույթի մեկանգամյա արժեզրկումը սցենար 1-ում հասնում է 69 տոկոսի, իսկ սցենար 2-ում՝ 68 տոկոսի: Ընդ որում, առաջին սցենարում պարտքն աճում է 60 տոկոսից, իսկ երրորդում՝ 61 տոկոսից (այսինքն՝ +9.4%-ային կետի փոխարեն՝ +7.1%-ային կետ). այլ կերպ ասած՝ 2.3%-ային կետ «խնայողություն» (<ՆԱ-ում): Այստեղ արդեն ակնհայտ է, որ դրամային պարտքի ավելի մեծ կշիռը պարտքն ավելի դիմացկուն է դարձնում փոխարժեքի շոկերի նկատմամբ և նոյնիսկ դրանց համապատասխանող բարձր տոկոսային ծախսերի դեպքում փոխարժեքի շոկից հետո հանգեցնում ավելի ցածր պարտքի բեռի:

Եզրակացություն: Պետական պարտքի կայունության հիմնահարցերը COVID-19 համավարակի և խթանող հարկաբյուջետային քաղաքականությամբ դրան արձագանքելու պայմաններում նոր սրություն են ստացել ոչ միայն Հայաստանում, այլև համաշխարհային մակարդակով: <<Կառավարության պարտքը 2020 թ. գերազանցել է <ՆԱ 60%-ի շեմը՝ կազմելով 63,5%: Այս պայմաններում կարևոր է հասկանալ, թե ինչպիսի՞ հնարավոր ազդեցություն կարող է ունենալ պարտքը մակրոտնտեսական զարգացումների վրա և ինչ վարքագիծ կարող է ունենալ միջնաժամկետ հեռանկարում՝ կախված տնտեսական զարգացումներից: >>

Այդ նպատակով նախ իրականացրել ենք ոեգրեսիոն վերլուծություն՝ բացահայտելու կառավարության պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշի ազդեցությունը տնտեսական աճի, բանկային վարկավորման ծավալների աճի և պարտատոմսերի տոկոսադրույքների վրա: Գնահատված մոդելները ցույց են տվել, որ պարտքի բեռը նշանակալիորեն բացասաբար է փոխառնչվում առաջին երկուսի, դրական՝ երրորդի հետ: Այսինքն՝ պետական պարտքը որոշակի՝ թեև սահմանափակ, բացասական ազդեցություններ է ունենում տնտեսության վրա:

Այնուհետև կատարել ենք կառավարության պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշի միջնաժամկետ սցենարային վերլուծություն՝ ԱՄՀ-ի և ՀԲ-ի կողմից մշակված MAC DSA մոդելով: 2021–2026 թվականներն ընդգրկող ժամանակահատվածի համար մշակվել են երկու բազային սցենարներ՝ պարտքի ներգրավման երկու տարրեր սցենարներով, ինչպես նաև իրականացվել է պարտքի սրբես թեստավորում մակրոֆիսկալ շոկերի նկատմամբ: Արդյունքները ցույց են տվել, որ պարտքն ամենազգայունն է տնտեսական աճի և փոխարժեքի շոկերի նկատ-

մամբ, ընդ որում՝ չնայած ներքին աղբյուրների վրա հիմնվող պարտքի ներգրավման սցենարում պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշը բազային սցենարում ավելի բարձր է ստացվում, էականորեն պակաս զգայուն է փոխարժեքի շոկերի նկատմամբ: Այդ շոկերի պայմաններում, ըստ Էության, կառավարության պարտքը դառնում է անկայուն, քանի որ հնարավոր չի լինում ապահովել հարկաբյուջետային կանոններով պահանջվող ճշգրտումը, այսինքն՝ մինչև 2026 թ. նվազեցնել պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշը 60%-ից:

Հետազոտության արդյունքները վկայում են, որ պարտքի ավելացումը, ընդհանուր առմամբ, մակրոտնտեսական վիճակի վրա սահմանափակ բացասական ազդեցություն է ունենում, ինչի պարագայում կարևորվում է կանխատեսվող հետանկարում պարտքի բեռի նվազեցումը: Միևնույն ժամանակ, ինչպես ցոյց են տվել սթրես թեստերը, պարտքի կառուցվածքում անհրաժեշտ է բարձրացնել դրամային գործիքների կշիռը, ինչը, չնայած դրա արդյունքում տոկոսավճարների ավելացմանը, էականորեն կմեղմի պարտքի զգայունությունը փոխարժեքի շոկերի նկատմամբ:

Օգտագործված գրականություն

- ՀՀ 2021–2023 թթ. պետական միջնաժամկետ ծախսերի ծրագիր. <https://minfin.am/website/images/website/mijnajamket/mjcc2021-23.rar>
- ՀՀ ֆինանսների նախարարություն (2019). ՀՀ Կառավարության պարտքի կայունության վերլուծություն, աշխատանքային փաստաթուղթ. https://minfin.am/website/images/files/DSA_MoF_2019_last.pdf
- Վարդանյան Ք., Ավագյան Գ., Միհիթարյան Լ., Կարապետյան Ն., Մակրոտնտեսական քաղաքականությունները և պետական պարտքի կուտակումը ՀՀ-ում, «ԱՅԼԸՏՐԱՆՔ» գիտական հանդես, N3, 2020. <http://alternative.am/2020/09/>
- Bohn H., The Behavior of US Public Debt and Deficits. The Quarterly Journal of Economics, 113(3), 1998.
- Bouabdallah O., Checherita-Westphal C., Warmedinger T., De Stefani R., Drudi F., Setzer R., Westphal A., Debt sustainability analysis for euro area sovereigns: a methodological framework. ECB Occasional Paper, 2017.
- Chalk N., Hemming R., Assessing Fiscal Sustainability in Theory and Practice. In Fiscal Sustainability Conference, 2000.
- Ghosh A., Kim J., Mendoza E., Ostry J., Qureshi M., Fiscal Fatigue, Fiscal Space and Debt Sustainability in Advanced Economies. The Economic Journal, 123(566), F4-F30, 2013.
- IMF. World Economic Outlook, April 2021: Managing Divergent Recoveries. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/03/23/world-economic-outlook-april-2021>
- IMF. Third Review Under the Stand-By Arrangement and Modification of Performance Criteria—Press Release; Staff Report; Staff Supplement; And Statement by the Alternate Executive Director for the Republic Of Armenia Country Report No. 20/318, 2020. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2020/12/16/Republic-of-Armenia-Third-Review-under-the-Stand-By-Arrangement-and-Modification-of-49961>

10. Salsman R., The political Economy of Public Debt: Three Centuries of Theory and Evidence. Edward Elgar Publishing, 2017.
11. Siddharth T., Staff guidance note for public debt sustainability analysis in market-access countries. 2013.
<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/050913.pdf>
12. Grigoryan K., Avagyan G., Karapetyan N., Mkhitaryan L., Impact of macroeconomic policy shocks on the Armenian economy: evidence from VAR analysis, Norwegian Journal of development of the International Science, №49, VOLUME 2, 2020, Oslo, Norway.
http://www.njd-iscience.com/wp-content/uploads/2020/11/NJD_49_2.pdf

КАРЕН ГРИГОРЯН

*Заведующий кафедрой макроэкономики АГЭУ,
кандидат экономических наук, доцент*

ГАЯНЕ АВАГЯН

*Доцент кафедры макроэкономики АГЭУ,
кандидат экономических наук*

НАРЕК КАРАПЕТЯН

Аспирант кафедры финансов АГЭУ

ЛУСИНЕ МХИТАРЯН

Кандидат экономических наук

Проблемы устойчивости государственного долга

Р.А.– Проблема стабильности государственного долга в Армении приобретает особое значение в 2020 году, когда соотношение государственного долга к ВВП превысило 60%-ный порог бюджетного правила. Авторы обсуждают возможности обеспечения устойчивости долга в Армении, исследуя ее макроэкономические эффекты, разрабатывая среднесрочные сценарии и применяя макрофинансовые стресс-тесты. Исследование показало, что долг имеет ограниченное негативное влияние на макроэкономическую ситуацию, а шоки экономического роста и обменного курса могут сделать долг неустойчивым, что подразумевает необходимость консолидации долга в сочетании с увеличением доли драмовых инструментов в долговом портфеле.

Ключевые слова: бюджетные правила, платежеспособность, ликвидность, сценарный анализ, стресс-тесты.

JEL: E47, O11

DOI: 10.52174/1829-0280_2021_2_32

KAREN GRIGORYAN

*Head of the Chair of Macroeconomics of ASUE,
PhD in Economics, Associate Professor*

GAYANE AVAGYAN

*Associate Professor of the Chair
of Macroeconomics of ASUE, PhD in Economics*

NAREK KARAPETYAN

PhD Student of the Chair of Finance of ASUE

LUSINE MKHITARYAN

PhD in Economics

Public Debt Sustainability Problems in the RA. – Public debt became an issue of special importance in the Republic of Armenia after 2020, when government debt to GDP ratio surpassed 60% threshold of the fiscal rule. The authors discuss the possibilities of ensuring debt sustainability in Armenia – investigating its macroeconomic effects, designing medium term scenarios and implementing macro-fiscal stress tests. The research showed that debt has a limited negative impact on the macroeconomic situation, and the growth and exchange rate shocks can make debt unsustainable, which implies that a debt consolidation is a must – combined with improvement of the share of dram dominated instruments in the debt portfolio.

Key words: *fiscal rules, solvency, liquidity, scenario analysis, stress tests.*

JEL: E47, O11

DOI: 10.52174/1829-0280_2021_2_32