

Բանալի բառեր՝ Եվրոպարտատոմներ, ներքին պետական պարտք, ներքին պարտքի կառուցվածք, եկամտաբերություն, անվճարունակության ռիսկ:

ՀՏԴ 336:338(479.25)

ԵՎՐՈՊԱՐՏԱՏՈՄՍԵՐԻ ԹՈՂԱՐԿՄԱՆ ԱԶԴԵՑՈՒԹՅՈՒՆԸ ՀՀ ՊԵՏԱԿԱՆ ՊԱՐՏԱՏՈՄՍԵՐԻ ՆԵՐՔԻՆ ՇՈՒԿԱՅԻ ՎՐԱ

Թաթուկ ՄԿՐՏՉՅԱՆ

Տնտեսագիտության դոկտոր,
ՀՊՏՀ Մակրոէկոնոմիկայի ամբիոնի ղեկավար

Վազգեն ՊՈՂՈՍՅԱՆ

ՀՊՏՀ Մակրոէկոնոմիկայի ամբիոնի ասպիրանտ

Վտենախոսության թեմա՝
Պետական պարտքային բաղաբաղանդային
կատարելագործման ուղիները
Հայաստանի Հանրապետությունում

Գիտական ղեկավար՝
Թաթուկ ՄԿՐՏՉՅԱՆ
Տնտեսագիտության դոկտոր, դոցենտ

2013թ. սեպտեմբերի 19-ին Հայաստանն առաջին անգամ թողարկեց արտարժույթային պարտատոմներ, այլ կերպ ասած՝ Եվրոպարտատոմներ, 700 մլն. ԱՄՆ դոլար անվանական ծավալով, 7 տարի մարման ժամկետով և 6 տոկոս արժեկտրոնային եկամտաբերությամբ: Եվրոպարտատոմների թողարկումից ստացված գումարի մեծ մասն ուղղվեց Ռ-Դ նկատմամբ ունեցած պարտքի մարմանը: Այսպիսով, Եվրոպարտատոմների թողարկումը Եականորեն չծանրացրեց ՀՀ պարտքային բեռը, բարելավեց Կառավարության ֆինանսական վիճակը՝ դառնալով պարտատոմների ներքին շուկայում դրական տեղաշարժերի համար ամուր հիմք:

Դիտարկենք Եվրոպարտատոմների թողարկման ազդեցությունը ՀՀ ներքին պարտատոմների պորտֆելի /ՊՊ/ կառուցվածքի, ժամկետայնության, եկամտաբերության և, ընդհանրապես, ներքին պարտատոմների նկատմամբ պահանջարկի վրա:

**Աղյուսակ 1.
ՀՀ ներքին ՊՊ կառուցվածքը 2010-2014թթ. մլրդ. ՀՀ դրամ¹**

	2010 թ.	2011 թ.	2012 թ.	2013 թ.	2014թ. ² Փետրվարի 28
Պետական կարճաժամկետ պարտատոմներ /ՊԿՊ/	51.44	32.95	37.43	22.76	15.88
Միջնաժամկետ պարտատոմներ /ՄԺՊ/	86.41	111.20	128.82	147.52	154.88
Երկարաժամկետ պարտատոմներ /ԵԺՊ/	34.54	65.05	82.71	102.82	104.85
Խնայողական պարտատոմներ /ԽՊ/	0.60	0.84	0.87	1.097	1.069
Ընդամենը պետական պարտատոմներ ³	172.99	210.04	249.83	274.2	276.7
ՀՀ ռեզիդենտներից ստացված վարկեր կամ ռեզիդենտների կողմից ձեռքբերված արտարժ. պետ. պարտատոմներ	7.27	6.17	4.84	3.2	3.3
Ներքին երաշխիքներ	3.67	2.32	1.11	1.0	1.0
Ընդամենը ներքին պարտք	183.94	218.53	255.78	278.4	281.0
ՀՀ պետական պարտք	1,382.9	1,595.0	1,764.5	1,861.3	1905.1

Եվրոպարտատոմների թողարկման հետ մեկտեղ, կարելի է ասել, տեղի ունեցավ քաղաքականության փոփոխություն և անցում կատարվեց ավելի *ակտիվ քաղաքականության*, որը և առաջացրեց դրական կառուցվածքային փոփոխություններ ՀՀ ներքին պարտատոմների պորտֆելում: Այսպիսով, հետևողականորեն մեծացվեց միջին և երկար ժամկետ ունեցող պետական պարտատոմների, ինչպես նաև խնայողական պարտատոմների տեսակարար կշիռը ընդհանուր պորտֆելում: Իհարկե,

¹ Ցուցանիշները վերցված են ՀՀ ՖՆ պետական պարտքի ամսական տեղեկագրերից:
² Վերլուծության մեջ 2014թ.-ի վերջի դրությամբ ցուցանիշներ չեն օգտագործվել, քանի որ պատկերը Եականորեն աղավաղվել է՝ կարճաժամկետ արտարժույթային շուկով և արտաքին աշխարհից ներթափանցած այլ անուղղակի բացասական ազդեցություններով պայմանավորված:
³ Ընդամենը պետական պարտատոմներ ցուցանիշի մեջ ներառված չեն ոչ ռեզիդենտների կողմից ձեռքբերված ՀՀ պետական գանձապետական պարտատոմները:

միջնաժամկետ և երկարաժամկետ պետական պարտատոմսերի տեսակարար կշռի մեծացումը խոսում է առկազն 2 դրական երևույթների մասին. առաջին, մեծանում է պետական պարտքի ժամկետայնությունը և գնալով փոքրանում Կառավարության ընթացիկ պարտքային պարտավորությունները, այսինքն նվազում է անվճարունակության ռիսկը: Երկրորդ, սա ցույց է տալիս, որ մեծացել է արժեթղթեր գնողների վատահոլությունը Կառավարության հանդեպ, այսինքն նրանք ավելի մեծ պահանջարկ են ներկայացնում հենց միջին և երկար ժամկետ ունեցող արժեթղթերի համար: Սակայն, այստեղ կա նաև բացասական երևույթ, այսպես, քանի որ ՊԿՊ-ի միջին կշռված / մ/կ / եկամտաբերությունը ավելի ցածր է, քան մյուս 2 ժամկետայնությամբ պարտատոմսերինը, ՊԿՊ-ի տեսակարար կշռի փոքրացումը գնալով բարձրացնում է ընդհանուր ներքին պետական պարտքի մ/կ եկամտաբերությունը:

Աղյուսակ 2.

ՆՊՊ կառուցվածքը 2012 և 2013թթ., մլն. ՀՀ դրամ⁴

Ժամկետը	2012թ.	Կշիռ	Ժամկետը	2013թ.	Կշիռ
11-20շաբ.	3 864	1.52%	11-20շաբ.	1 500	0.54%
21-30 շաբ.	6 653	2.62%	21-30 շաբ.	2 595	0.94%
31-40 շաբ.	11 470	4.52%	31-40 շաբ.	6 410	2.32%
41-52 շաբ.	15 440	6.08%	41-52 շաբ.	12 382	4.48%
2-3 տարի	51 810	20.41%	2-3 տարի	54 063	19.56%
4-5 տարի	77 011	30.34%	4-5 տարի	93 321	33.77%
7 տարի և ավել	82 715	32.59%	7 տարի և ավել	102 847	37.21%
առևտրային վարկ	4 843	1.91%	առևտրային վարկ	3 250	1.18%
Ընդամենը	253 805,57	100.00%	Ընդամենը	276 368,00	100.00%

հնչպես կարելի է տեսնել աղյուսակից 2-ից, այստեղ գերակշռում են հիմնականում ավելի երկար ժամկետայնությամբ արժեթղթերը: Օրինակ, 4 տարուց ավելի ժամկետայնությամբ պարտատոմսերի տեսակարար կշիռը 2012 և 2013թթ. համապատասխանաբար կազմել են 63 և 71 տոկոս:

Ներկայացնենք նաև Եվրոպարտատոմսերի թողարկումից ընդամենը մի քանի ամիս անց, 2014 թ. հունվար-փետրվար ամիսներին կայացած պարտատոմսերի տեղաբաշխման աճուրդները:

Աղյուսակ 3.

2014թ. հունվար-փետրվար ամիսներին պետական պարտատոմսերի տեղաբաշխումները, մլն. ՀՀ դրամ

Տեղաբաշխման օր	Մարման օր	Տեղաբաշխման ենթ. ծավալ	Պահանջարկ	Տեղաբաշխված ծավալ	Մ/Կ եկամտաբեր.
13.01.2014	13.10.2014	500,0	1 530,0	-	-
14.01.2014	29.04.2018	2 000,0 - 5 000,0	10 827,0	-	-
20.01.2014	21.07.2014	500,0	1 015,0	500,0	7.8936%
21.01.2014	29.04.2016	2 000,0 - 5 000,0	7 291,0	5 000,0	9.5990%
3.02.2014	2.02.2015	500,0	1 160,0	500,0	8.2347%
10.02.2014	10.11.2014	500,0	917,0	-	-
13.02.2014	29.10.2023	2 000,0 - 3 000,0	8 700,0	2 000,0	10.9932%
17.02.2014	18.08.2014	500,0	624,0	500,0	7.9477%
18.02.2014	29.04.2016	2 000,0 - 4 000,0	10 227,0	4 000,0	9.5841%
24.02.2014	26.05.2014	500,0	675,0	500,0	7.8382%

Աղյուսակ 3-ից կարող ենք համոզվել, որ ավելի պահանջված են եղել ավելի երկար ժամկետ ունեցող պարտատոմսերը: Օր. 14.01.14թ. թողարկված ավելի քան 4 տարվա մարման ժամկետով պարտատոմսերի նկատմամբ պահանջարկը ավելի քան 5 անգամ գերազանցել է տեղաբաշխման ենթակա նվազագույն ծավալը: Մոտավորապես նույն պատկերն է եղել նաև 21.01.2014թ., 13.02.2014թ. և 18.02.2014թ. տեղաբաշխումների դեպքում: Իսկ ահա այլ է պատկերը կարճաժամկետ պարտատոմսերի տեղաբաշխման առումով: Այսպես, նշված 2 ամիսների տեղաբաշխումների ընթացքում պարտատոմսերի նկատմամբ պահանջարկը գերազանցել է դրանց առաջարկին 1,3-3 անգամ: Համեմատության համար ներկայացնենք նաև 2013թ. հունվար ամսվա պարտատոմսերի տեղաբաշխումները, որպեսզի պարզ դառնա, որ տեղի է ունեցել տենդենցի փոփոխություն (տես՝ աղյուսակ 4.):

Այստեղից երևում է, որ կարճաժամկետ պետական պարտատոմսերի նկատմամբ պահանջարկը գերազանցում է առաջարկին 2.5-ից մինչև 4 անգամ, իսկ ավելի երկարաժամկետ պարտատոմսերի նկատմամբ պահանջարկը ավելի քիչ է, իսկ որոշ դեպքերում էլ նաև պահանջարկը ավելի քիչ է եղել առաջարկից: Այստեղ հիմնական պատճառն այն է, որ 2013թ.-ի համեմատ 2014թ. բարելավվել է ՀՀ Կառավարության ֆինանսական վիճակը և բարձրացել է վատահոլությունը վերջինիս նկատմամբ՝ կապված Եվրոպարտատոմսերի առաջին խմբաքանակի հաջող թողարկման հետ: Կառավարությունը պարտատոմսերի շուկայում սկսել է հանդես գալ պայմաններ թելադրողի դերում, իսկ շատ դեպքերում կարողացել է իրեն թույլ տալ տեղաբաշխում ընդհանրապես չիրականացնել, ինչպես տեղի է ունեցել 2014թ.-ին և 2013թ.-ի վերջերին, որն էլ պատճառ է հանդիսացել նաև առավել մրցակցային եկամտաբերությամբ հայտերի ներկայացման: Իսկ ահա 2013թ.-ի սկզբին Կառավարությունը իրեն այսպիսի «շռայլություն» թույլ տալ չէր կարող: Վերոնշյալ երևույթը բավականին մեծ բացասական ազդեցություն է ունենում պարտատոմսերի եկամտաբերության վրա: Այսինքն, երբ ներդրողները գիտեն Կառավարության ֆինանսական խնդիրների և ընթացիկ ֆինանսների սղություն մասին աճուրդներին ներկայացվում են առավել բարձր

⁴ ՆՊՊ կառուցվածքում ներառված չեն ներքին երաշխիքներն ու խնայողական պարտատոմսերը:

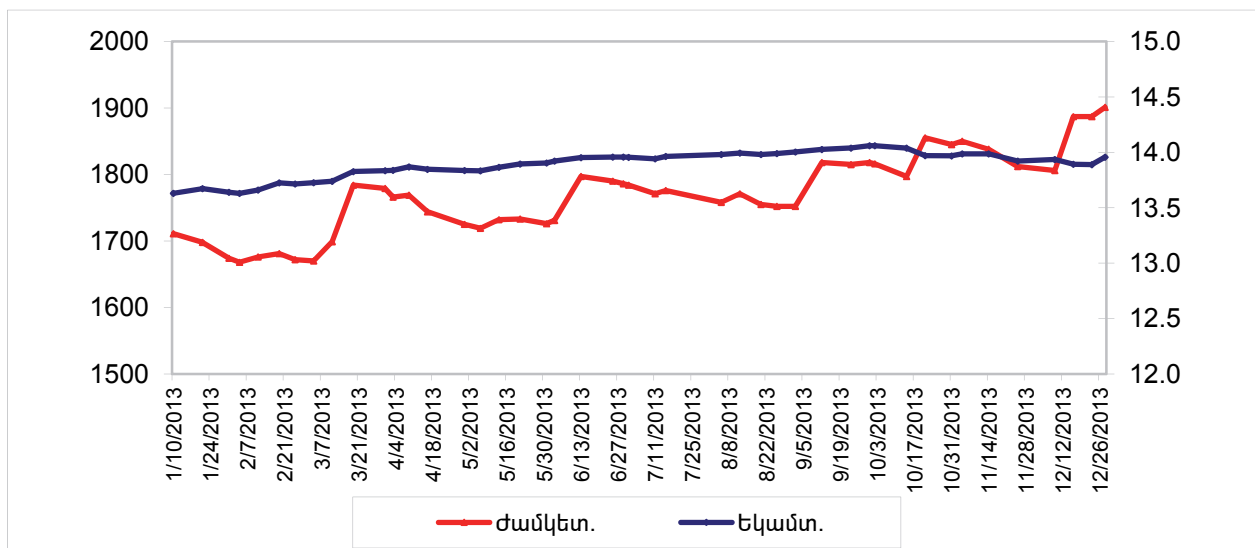
Եկամտաբերությամբ հայտեր: Արդյունքում, Նախորդ տարվա համեմատությամբ նվազել են ինչպես բոլոր պարտատոմսերի եկամտաբերությունները, այնպես էլ նվազագույն և առավելագույն ժամկետով պարտատոմսերի եկամտաբերությունների միջև տարբերությունը, ինչը վկայում է նաև գնաճային սպասումների խարսխման մասին:

Աղյուսակ 4.
2013թ. հունվար ամսվա ՊՊ տեղաբաշխումները, մլն. ՀՀ դրամ

Տեղաբաշխման օր	Մարման օր	Տեղաբաշխման ենթ. ծավալ	Պահանջարկ	Տեղաբաշխված ծավալ	Մ/Կ եկամտաբեր.
10.01.2013	29.04.2017	3 500,0	2 945.0	2 810.0	15.3846%
14.01.2013	13.01.2014	1 000,0	2 647.0	1 000.0	10.7736%
15.01.2013	29.04.2015	3 500,0	5 945.0	3 500,0	14.2814%
21.01.2013	20.01.2014	1 000,0	2 640.0	1 000,0	10.5152%
29.01.2013	30.07.2013	500,0	1 675.0	500,0	9.3979%
29.01.2013	30.04.2013	500,0	1 550.0	500,0	9.3199%
29.01.2013	29.10.2013	500,0	2 020.0	500,0	10.0000%

Իհարկե, Կառավարության նկատմամբ վստահության աճի, միջին և երկար ժամկետ ունեցող պետական պարտատոմսերի նկատմամբ պահանջարկի աճի և եկամտաբերության նվազման պարագայում նաև պետք է մեծանար ներքին պետական պարտքի ժամկետայնությունը:

Գծապատկեր 1.
ՆՊՊ եկամտաբերությունն ու ժամկետայնությունը 2013թ.



2013թ. ողջ ընթացքում, ընդհանուր ներքին պետական պարտքի մ/կ եկամտաբերությունը եապես չի տատանվել և մշտապես եղել է 14 տոկոսի սահմաններում: Իսկ ահա ժամկետայնությունը բավականին աճել է. եթե 2013թ. հունվարի 31-ին պարտատոմսերի միջին ժամկետայնությունը կազմում էր 1674 օր, ապա 2013թ. դեկտեմբերի 31-ի դրությամբ այն նվազել է մինչև 1901 օր:

Այսպիսով, եվրոպարտատոմսերի առաջին խմբաքանակի թողարկմամբ Կառավարությունը կարողացավ երկարացնել ՀՀ ներքին պարտատոմսերի պորտֆելի միջին ժամկետայնությունը, առանց բարձրացնելու կամ նույնիսկ չնչին նվազեցնելով դրանց միջին կշռված եկամտաբերությունը: Ընդհանուր առմամբ, օպտիմալացվեց պորտֆելի կառուցվածքը: Ընդ որում, նշենք, որ այդ երկու նպատակների միաժամանակյա իրագործումը միջազգային արակտիկայում քիչ է պատահում:

Ներկայացվել է 17.02.2018թ.
Ընդունվել է տպագրության 28.02.2018թ.