

Հավելված
ՀՀ կառավարության 2013 թ.
մայիսի 16-ի նիստի N 19
արձանագրային որոշման

Հ Ա Յ Ե Ց Ա Կ Ա Ր Գ

**ՄԻՋԱԶԳԱՅԻՆ ԿԱՊԻՏԱԼԻ ՇՈՒԿԱՅՈՒՄ ԱՐՏԱՐԺՈՒԹԱՅԻՆ
ՊԱՐՏԱՏՈՄՍԵՐԻ ԹՈՂԱՐԿՄԱՆ**

ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆ

Գլուխ I - Արտարժութային պարտավորումների թողարկումը.....3

1. Արտարժութային պարտատոմսերի (Եվրապարտատոմսերի) թողարկման ընդհանուր դրույթները, շարժառիթը, նպատակը, դրական և բացասական կողմերը 3
 - Ընդհանուր դրույթներ..... 3
 - Եվրապարտատոմսերի տեսակները..... 4
 - Եվրապարտատոմսերի թողարկման դրական կողմերը 6
 - Եվրապարտատոմսերի թողարկման մարտահրավերները և ռիսկերը..... 7
 - Եվրապարտատոմսերի առաջին թողարկման հետ կապված ծախսերը..... 8
 - Եվրապարտատոմսերի առաջին թողարկման ժամկետայնության հարցերը..... 9
2. Եվրապարտատոմսերի թողարկման հնարավոր ներդրողները.....10
 - Եվրապարտատոմսերի շուկայի մասնակիցները..... 10
 - Եվրապարտատոմսերի թողարկման ժամանակացույցը12
 - Գլխավոր տեղաբաշխողի ընտրության մրցույթի մասնակիցներին ներկայացվող պահանջները 16
3. Եվրապարտատոմսերի թողարկումը կանխիկ հոսքերի տեսանկյունից . 20

Գլուխ II - Պարտքի ավելացման սահմանափակումները 21

4. Արտաքին պարտքի ավելացման սահմանափակումներ 21
 - Արտաքին պարտքը և տնտեսական աճը.....21
 - Եվրապարտատոմսերի թողարկման նախապայմանների առկայությունը..... 23
5. Արտաքին պարտքի կլանման հնարավորությունները 24
 - Իրական հատվածում.....24
 - Բանկային հատվածում.....24
 - Պետական հատվածում.....25
6. Արտաքին պարտքի ավելացման ազդեցությունը Հայաստանի արտաքին պարտքի և հարկաբյուջետային կայունության վրա 26
7. Եզրահանգումներ..... 28

Գլուխ I - Արտարժութային պարտատոմսերի թողարկումը

1. Արտարժութային պարտատոմսերի (Եվրապարտատոմսերի) թողարկման ընդհանուր դրույթները, շարժառիթը, նպատակը, դրական և բացասական կողմերը

Ընդհանուր դրույթներ

Արտարժութային պարտատոմսերի առաջնային թողարկումը միջազգային կապիտալի շուկաներում զարգացող երկրների համար բավականին պատասխանատու գործընթաց է՝ առնվազն երկու տեսանկյունից: Նախ, վերոնշյալ գործընթացը մինչ կապիտալի շուկա մուտք գործելը պահանջում է խիստ մեծածավալ աշխատանք՝ թողարկման տեղաբաշխումից առաջ բոլոր վերլուծա-տեղեկատվական փաստաթղթերի պատրաստման տեսանկյունից, որն անհրաժեշտ է լինելու թողարկումը երկրի համար “խելամիտ գնով” տեղաբաշխելու համար: Երկրորդ՝ հետ տեղաբաշխման ժամանակահատվածում մեծ ջանքեր և գիտելիքներ են պահանջվելու պարտքի և դրա հետ կապված ռիսկերի կառավարման տեսանկյունից: Այնուամենայնիվ պետք է նշել, որ եթե երկիրը չունի միջազգային կապիտալի շուկայում թողարկված պարտատոմսեր, դա նշանակում է, որ տվյալ երկրի տնտեսությունը ընդհանուր հաշվով դուրս է միջազգային ֆինանսական քարտեզից, քանզի մասնավոր հատվածի համար խիստ ծախսատար է լինում առանց պետության “գնանշման” միջազգային շուկաներում թղթեր թողարկելը, իսկ պոտենցիալ ներդրողների համար նշյալ երկրի սուբյեկտների արժեթղթերը լինում են դժվար ընկալելի, որի դիմաց սովորաբար նրանք պահանջում են լրացուցիչ ռիսկերի փոխհատուցումներ: Միջազգային շուկաներում կառավարության կողմից պարտքի թողարկումը, մյուս կողմից, պահանջելու է շարունակական կանոնակարգված մակրոտնտեսական և հարկաբյուջետային քաղաքականությունների իրականացում: Մակրոտնտեսական քաղաքականության թերացումները և խեղաթյուրումներն անմիջապես ազդելու են երկրորդային շուկայում շրջանառվող պետական արժեթղթերի գների վրա՝ տանելով դրանց դեպի նվազում, իսկ դա էլ իր հերթին ազդելու է նոր պարտքի թողարկման տոկոսադրույքների վրա՝ աճի ուղղությամբ: Սակայն դրա հետ մեկտեղ արտաքին շուկաներում պարտքի թողարկումը հնարավորություն է տալիս պետությանը մուտք ունենալու

“չկապակցված” ֆինանսական ռեսուրսներին և շուկայական կոնյուկտուրայից կախված կատարելու ֆինանսական հոսքերի արդյունավետ կառավարում:

Պետք է նաև նշել, որ Եվրասիական ու Աֆրիկական տարածաշրջանների զարգացող երկրների համար միջազգային կապիտալի շուկաները, որտեղ կատարվում են պետական արժեթղթերի առաջնային թողարկումներ, հիմնականում Լոնդոնի և ավելի քիչ Ֆրանկֆուրտի, Ցյուրիխի կապիտալի շուկաններն են: Ընդունված է միջազգային տնտեսագիտական լեզվաբանության մեջ այս երկրների համար միջազգային կապիտալի շուկաներում թողարկումներն անվանել “Եվրապարտատոմսերի” թողարկում:

Եվրապարտատոմսերը թողարկողներին հնարավորություն են տալիս առաջարկել այդ ֆինանսական գործիքները տարբեր երկրների և ներդրողների՝ հիմնվելով համապատասխան կարգավորվող օրենսդրական, տնտեսական, փոխարժեքի միջավայրի և այլ գործոնների վրա: Եվրապարտատոմսերի թողարկումն ունի հատուկ ընթացակարգ: Եվրապարտատոմսերի շուկան կազմում է միջազգային պարտատոմսերի շուկայի գերակշիռ մասը: Եվրապարտատոմսերը սովորաբար դասակարգվում են՝ ելնելով պարտատոմսերի թողարկման արտարժույթից, երկրի վարկանիշից, ժամկետայնությունից, տոկոսադրույքից (լողացող կամ ֆիքսված) և այլն:

Եվրապարտատոմսերի տեսակները

Հաստատուն տոկոսադրույքով (conventional or straight bonds) - ունի ֆիքսված տոկոսադրույք (արժեկտրոն), որը սովորաբար վճարվում է տարեկան կտրվածով և մարման օր, երբ ամբողջությամբ մարվում է մայր գումարը:

Լողացող տոկոսադրույքով (floating rate bonds) - սովորաբար լինում են կարճաժամկետ կամ միջնաժամկետ: Տոկոսադրույքները փոփոխվում են՝ կախված ուղենշային տոկոսադրույքից (LIBOR, EURIBOR) և <<սպրեդից>> (այն լրացուցիչ տոկոսադրույքն է, որը կախված է թողարկողի վարկունակությունից /credit quality/):

Փոխարկելի (Convertible bonds) - կարող են փոխարինվել մեկ այլ գործիքով, սովորաբար որևէ հասարակ բաժնետոմսերով: Պարտատերը ինքն է որոշում փոխարինել պարտատոմսը թե ոչ: Վճարվելիք արժեկտրոնները համեմատաբար ավելի ցածր են, քանի որ փոխարկելի պարտատոմսերը կարող են դիտարկվել ավելի շատ որպես բաժնային /equity sheares/ բաժնետոմսեր, քան պարտատոմսեր:

Հետ կանչվող (Callable bonds) – սա պարտատոմսերի տեսակ է, որը հնարավորություն է տալիս թողարկողին պարտատոմսի “կյանք” ժամանակահատվածի ցանկացած պահին մարել այն մինչ վերջնական ժամկետի ավարտը:

Ներկայացվող (Puttable bonds) – պարտատոմսի տեսակ է, որը հնարավորություն է տալիս պարտատոմսի սեփականատիրոջը մինչ պարտատոմսի վերջնաժամկետը իր համար նախընտրելի ժամանակահատվածում ներկայացնել այն թողարկողին մարման և պահանջել մայր գումարը:

Զեղչատոկոսով (zero-coupon bond) – այս տեսակի դեպքում պարտատոմսը թողարկվում է իր անվանական արժեքից զեղչված գնով և մարվում անվանական արժեքով: Սովորաբար այս տեսակի պարտատոմսերը կարճաժամկետ են լինում:

Ինդեքսներին ամրագրված (indexed bonds) – պարտատոմսի տեսակ է, երբ մայր գումարի արժեքը ամրակցվում է որևէ ինդեքսի (սովորաբար գնաճին) և փոփոխվում է պարտատոմսի կյանքի տևողության ընթացքում՝ կախված ինդեքսի վարքագծից:

Ըստ եկամտաբերության (yield bonds) - վարկանշային կազմակերպությունների կողմից տրված վարկանիշերի համաձայն սրանք դասակարգվում են ստորև բերված աղյուսակի համաձայն:

Պետական պարտատոմսերի կատեգորիաները աշխարհում ըստ վարկանշման

Moody's		S&P		Fitch		
Երկարաժամկետ	Կարճաժամկետ	Երկարաժամկետ	Կարճաժամկետ	Երկարաժամկետ	Կարճաժամկետ	
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	A1+	(Prime)
Aa1		AA+		AA+		Բարձր վարկանշային (High grade)
Aa2		AA		AA		
Aa3		AA-		AA-		
A1		P-2	A+	A-1	A+	A1
A2	A		A			
A3	A-		A-2	A-	A2	Միջին ցածր վարկանշային (Lower Medium grade)
Baa1	BBB+			BBB+		
Baa2	P-3		BBB	A-3	BBB	
Baa3		BBB-	BBB-			
Ba1	Not Prime	BB+	B	BB+	B	Ոչ ներդրումային վարկանիշով, սպեկուլյատիվ (Non Investmentgrade speculative)
Ba2		BB		BB		
Ba3		BB-		BB-		
B1		B+		B+		
B2		B		B		

B3		B-		B-		Նշանակալի ռիսկ (Substantial risks)
Caa		CCC		CCC		
Ca		CC				
C		C				
/		D	/	DDD	/	Դեֆոլտ (In default)

Եվրապարտատոմսերի շուկայում շրջանառվող գործիքների մեծ բազմազանությունն (ներկայումս դրանց թիվը ութսունից ավելի է) իհարկե բավական գրավիչ է դարձնում այդ միջավայրը ինչպես պարտքի կառավարման ճկունության ապահովման, այնպես էլ ներդրողների ու փոխառու միջոցների դիվերսիֆիկացման տեսանկյունից: Սակայն, ներկայումս մենք կարող ենք դիտարկել միայն ֆիքսված տոկոսադրույքով պարտատոմսերի թողարկման հնարավորությունը, ինչը բխում է ՀՀ պարտքի կառավարման ռազմավարությունից և էապես նվազեցնում է տոկոսադրույքի և վերաֆիքսման ռիսկերը: Նշենք նաև, որ հիշյալ շուկայում շրջանառվող պետական պարտատոմսերի ընդհանուր ծավալում ֆիքսված տոկոսադրույքով արժեկտրոնային պարտատոմսերը գերակշիռ մասնաբաժին ունեն:

Եվրապարտատոմսերի դրական և բացասական կողմերը

Ինչպես արդեն ներկայացվեց, եվրապարտատոմսերի թողարկումը թողարկողի համար ունենում է դրական կողմեր, սակայն դրա հետ մեկտեղ առաջ են գալիս նաև բացասական դրսևորումներ, որոնք, թողարկողի տեսանկյունից, կարևոր է դարձնել խիստ կառավարելի: Եվրապարտատոմսերի թողարկման դրական և բացասական կողմերը թվարկված են ստորև:

Եվրապարտատոմսերի թողարկման դրական կողմերը

- Պետական փոխառության ներգրավումը ծախսերի հետ փոխկապակցված չէ,
- Հնարավորություն է տալիս դիվերսիֆիկացնել պետական փոխառությունների աղբյուրները,
- Հնարավորություն է տալիս մասնավորի համար նվազեցնել ապագա թողարկումների արժեքը՝ եկամտաբերության ուղենիշի ստեղծման միջոցով,

- Դյուրացնում է Եվրապարտատոմսերի թողարկման միջոցով կանխիկ հոսքերի կառավարման տեսանկյունից հետագա ֆինանսավորման ներգրավման գործընթացը,
- Բարձրացնում է երկրի ֆինանսական քաղաքականության թափանցիկությունը,
- Անուղղակի ստիպում է տնտեսական քաղաքականության պատասխանատուներին մակրոտնտեսական քաղաքականություններում պահպանել հաշվեկշռվածություն:

Ի լրումն վերը թվարկվածի, Հայաստանի դեպքում առկա է ևս մեկ դրական գործոն՝ Հայաստանի բանկային համակարգը արտարժութային իրացվելիության խնդիրները լուծելիս¹ կարող է գնել Հայաստանի Հանրապետության կողմից թողարկած Եվրապարտատոմսերը, ինչը կնշանակի, որ տնտեսությունից արտարժութային միջոցների արտահոսքի ծավալը կնվազի:

Եվրապարտատոմսերի թողարկման մարտահրավերները և ռիսկերը

Եվրապարտատոմսերի հաջող թողարկման համար անհրաժեշտ են նախապես ապահովել որոշակի պայմաններ, որոնք էապես ազդում են պարտատոմսերի տեղաբաշումների՝ հատկապես ձևավորվող գնի վրա: Դրանք են՝

- Առնվազն երկու միջազգային վարկանշային գործակալությունների կողմից տրված վարկանիշի առկայությունը,
- Երկրում կայուն տնտեսական և քաղաքական իրավիճակի առկայությունը,
- Կայուն բանկային համակարգի առկայությունը,
- Պետության կողմից որակյալ դրամավարկային քաղաքականության իրականացումը,
- Պարտքի արդյունավետ կառավարման իրականացումը:

Պետք է նաև նշել, որ երկրների միջազգային փորձը ցույց է տալիս, որ վերը նշված պայմանները պարտատոմսերի հաջող թողարկում իրականացնելու պարտադիր, բայց ոչ բավարար պայմաններն են:

¹ Համաձայն 2012թ. հունիսի 26-ի ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի թիվ 168 որոշման, Հայաստանի բանկային համակարգում կմեծանա արտարժութային իրացվելիության նկատմամբ պահանջը, ինչը կարող է որոշակի պահանջարկ առաջացնել Հայաստանի Հանրապետության կողմից թողարկած Եվրապարտատոմսերի նկատմամբ:

Եվրապարտատոմսերի առաջին թողարկման հետ կապված ծախսերը

Եվրապարտատոմսերի յուրաքանչյուր թողարկում կապված է ֆիքսված մեծ ծախսերի հետ, ուստի փոքրածավալ թողարկումները ծախսատար են: Մյուս կողմից, փոքրածավալ թողարկումը մասնակիցների շրջանակում հետաքրքրվածություն կարող է չառաջացնել, քանի որ դիտարկվում է որպես ոչ իրացվելի:

Միջազգային փորձը ցույց է տալիս, որ առաջին թողարկման համար որպես նվազագույն արդյունավետ ծավալ կարող է սահմանվել 500 մլն. ԱՄՆ դոլարը, քանի որ թողարկողի վրա տեղաբաշխման վճարի բեռը կլինի ցածր, իսկ ներդրողների կողմից դա դիտարկվում է իրացվելի ծավալ և առաջացնում է խթան՝ մասնակցության շրջանակի ընդլայնման համար: Այդ կապակցությամբ ստորև ներկայացնում ենք 500 մլն ԱՄՆ դոլար թողարկման ծավալի և 10 տարի ժամկետայնության եվրապարտատոմսերի առաջին թողարկման հետ կապված ծախսերի կառուցվածքը /Աղյուսակ 1.:/

Աղյուսակ 1

ԱՄՆ դոլար	Նվազագույն		Առավելագույն
Ֆիսկալ գործակալ	25,000	–	35,000
Վճարումների գործակալ	17,000	–	19,000
Ցուցակում	6,000	–	8,000
Գլխավոր տեղաբաշխողի իրավական խորհրդատվություն	250,000	–	300,000
Ռոուդ - շոու	100,000	–	150,000
Տպագրական ծախսեր	15,000	–	20,000
Այլ ծախսեր	10,000	–	15,000
ԸՆԴԱՄԵՆԸ	423,000	–	547,000
% Թողարկման ծավալից	0.09%	–	0.11%
% Թողարկման ծավալից, տարեկան	0.01%	–	0.01%
Տեղաբաշխման վճար	0.10% -0.15% թողարկման ծավալից բոլոր գլխավոր տեղաբաշխողների դեպքում:		

Հաշվարկները նախնական են և աղբյուր է հանդիսացել եվրապարտատոմսերի թողարկման միջազգային փորձը, այդ շուկայում գործող որոշ մասնակիցների կողմից ՀՀ ֆինանսների նախարարությանը ներկայացրած առաջարկություններում տեղ գտած տեղեկատվությունը: Ըստ ներկայացված հաշվարկների, տեղաբաշխման վճարի բեռը՝

տեղաբաշխման հետ կապված ծախսերի կշիռը տեղաբաշխման մեջ կազմում է 0.1-0.15 տոկոս: Նշենք նաև, որ 750 մլն կամ 1 մլրդ ԱՄՆ դոլարով թողարկում իրականացնելի ծախսերի կառուցվածքում էական փոփոխություն տեղի չի ունենա:

Արևելյան Եվրոպայի և ԱՊՀ երկրների սուվերեն առաջին և երկրորդ տեղաբաշխումների պատմական վիճակագրությունը ներկայացված է Հավելված 1-ում:

Եվրապարտատոմսերի առաջին թողարկման ժամկետայնության հարցերը

Երկարաժամկետ՝ 10 տարի մարման ժամկետով եվրապարտատոմսերի թողարկումը հնարավորություն է տալիս թողարկման ծախսերը բաշխել ավելի երկար ժամանակահատվածի համար և ապահովում է երկարատև ֆինանսավորում, սակայն մյուս կողմից երկարաժամկետ պարտատոմսերի դեպքում բարձրանում է տոկոսադրույքը:

Աղյուսակ 2-ում. ներկայացրած տեղեկատվությունից պարզ է դառնում, որ արժեկտրոնային եկամտաբերությունները 5 և 10 տարի ժամկետայնության պարտատոմսերի համար տարբերվում է մոտավորապես 1.1 տոկոսային կետով, իսկ 5 տարի մարման ժամկետայնության պարտատոմսերի միջակայքը 4.0-5.0 տոկոս է: Այսինքն, եվրապարտատոմսերի շուկայում ձևավորված միտումներից կարելի է ենթադրել, որ եթե Հայաստանն իրականացնի առաջնային թողարկում, ապա եկամտաբերությունը կգտնվի նշված միջակայքում: Հայաստանի համար նպատակահարմար է դիտարկել 10 տարի ժամկետայնության պարտատոմսերի տեղաբաշխման հնարավորությունները, քանի որ այդ դեպքում կնվազեցվի պարտքի վերաթողարկման հետ կապված հնարավոր ռիսկերը:

Աղյուսակ 2

	5 տարի	10 տարի	Տեղեկատվության ներկայացման ամսաթիվ
HSBC բանկ	5.875-6.00%		Հունվար 2012
ՎՏԲ բանկ	5.25%	6.40%	Սեպտեմբեր 2011
Sberbank	4.375-4.625%	5.5-5.575%	Փետրվար 2013

2. Եվրապարտատոմսերի թողարկման հնարավոր ներդրողները

Եվրապարտատոմսերի շուկայի մասնակիցները

Եվրապարտատոմսերի շուկան բաղկացած է ներդրողներից, բանկերից, վարկառուներից և առևտրային գործակալություններից, որոնք կատարում են առք, վաճառք և փոխանցումներ:

Շուկան բաղկացած է տարբեր մասնակիցներից: Թողարկողը (բանկը, գործարարը, միջազգային կազմակերպությունը կամ կառավարությունը) նախ դիմում է որևէ ներդրումային բանկի խնդրելով թողարկել իր պարտատոմսերը: Վերջինս հանդիսանում է որպես գլխավոր կառավարիչ կամ տեղաբաշխող, որը կարող է ստեղծել կառավարման խումբ /managing group/՝ առաջարկելով այլ բանկերին միավորվել այդ գործընթացին: Այնուհետև Կառավարիչների խումբը բանակցում է պարտատոմսերի և դրանց թողարկման պայմանները: Վերջիններս կազմակերպում են պարտատոմսերի վաճառքը անդերրայթերի /underwriter/ միջոցով կամ կատարում են ուղիղ վաճառք՝ վաճառող խմբին /selling group/: Այսինքն, առկա է 3 մակարդակ՝ կառավարիչներ, անդերրայթեր և վաճառողներ, որն անվանվում է սինդիկատ /syndicate/:

Անդերրայթերները գնում են պարտատոմսերը նվազագույն գնով և հաշվարկում են ռիսկերը, երբ հնարավոր չի լինի վաճառել վերջիններս շուկայում ավելի բարձր գնով: Անդերրայթերները (կամ կառավարիչների խումբը, եթե անդերրայթեր չկան) վաճառում են պարտատոմսերը վաճառող խմբին, որը տեղաբաշխում է պարտատոմսերը ներդրողներին: Սինդիկատային կազմակերպությունները և ներդրող հաճախորդները համարվում են եվրապարտատոմսերի շուկայի առաջնային մասնակիցներ, իսկ երբ վերջիններս վերավաճառում են հիմնական ներդրողներին, պարտատոմսերը սկսում են շրջանառվել երկրորդային շուկայում: Մասնակիցները շուկայում կազմավորվում են International Primary Market Association of London and Zurich based international security market association-ի կողմից:

Երբ պարտատոմսերը թողարկվում են, բանկը գործում է որպես հիմնական վճարող գործակալ, որը պատասխանատու է տոկոսավճարների և մայր գումարի հավաքագրման և համապատասխան վճարումների համար:

Ստորև ներկայացվում է մասնակիցների և նրանց պատասխանատվությունների աղյուսակը:

Եվրապարտատոմսերի թողարկման հիմնական մասնակիցները և նրանց պարտականությունները

Աղյուսակ 3

Թողարկող	Թողարկում է եվրապարտատոմսեր
Գլխավոր տեղաբաշխողներ	Համակարգում է տեղաբաշխման գործընթացը, Սահմանում է մարկետինգային ռազմավարությունը, Պատասխանատու է պարտատոմսերի տեղաբաշխման համար, Աջակցում է երկրորդային շուկայում պարտատոմսերի իրացվելիությանը
Վճարային գործակալ	Մասնակցում է արժեկտրոնների, մայր գումարի մարումների և այլ վճարումների իրականացմանը
Իրավական խորհրդատուներ	Կազմակերպիչներին ներկայացնող իրավաբաններ • Խորհրդատվություն են տրամադրում կազմակերպիչներին • Կարծիք են ներկայացնում թողարկման պրոսպեկտի նախագծի վերաբերյալ • Պատրաստում են գործառնական փաստաթղթեր • Պատրաստում են իրավաբանական կարծիք Թողարկողին ներկայացնող իրավաբաններ • Խորհրդատվություն են տրամադրում թողարկողին • Մասնակցում են բոլոր փաստաթղթերի համաձայնեցմանը • Կազմում են երկրի ընթացիկ իրավիճակը և դրա բարելավմանն ուղղված միջոցառումները նկարագրող պրոսպեկտի մասը • Պատրաստում են իրավաբանական կարծիք
Ցուցակման (լիստինգի) գծով գործակալ	Կազմակերպում է եվրապարտատոմսերի լիստինգը, Իրականացնում է բորսայի հետ համագործակցությունը
Վստահված անձ (trustee)	Ներկայացնում է ներդրողների շահերը, Հետևում է պարտատոմսերի տեղաբաշխման կանոնների կատարմանը

Եվրապարտատոմսերի թողարկման ժամանակացույցը

Եվրապարտատոմսերի թողարկումը հիմնականում իրականացվում է 8 փուլերով: Ընդ որում յուրաքանչյուր փուլի տևողությունը կազմում է 1-2 շաբաթ: Ընդհանուր հաշվարկով Եվրապարտատոմսերի թողարկման տևողությունը կկազմի շուրջ 8-16 շաբաթ կամ մոտավորապես 4 ամիս: Շրջագայությունները և շնորհանդեսները (Road Show) նախատեսվում է իրականացնել 8-րդ շաբաթից սկսած մինչև 15-րդ շաբաթ: Առավել մանրամասն ժամանակացույցը ըստ գործողությունների և պատասխանատվությունների ներկայացված է ստորև բերված աղյուսակում:

Եվրապարտատոմսերի թողարկման ժամանակացույցը		
Ժամանակաշրջանը	Գործողությունները	Պատասխանատվությունը ²
Փուլ 1 (1-2 շաբաթ)	Գլխավոր տեղաբաշխողների և գլխավոր խորհրդատուների նշանակում	I
	Նախնական հուշագրի/Մանդատային նամակի ստորագում	I, LM
	Հանդիպում Առաջին, պատասխանատվությունների բաշխում	LM,I
	Աշխատանքային խմբի ստեղծում և մանրամասն ժամանակագրության նկարագրում	LM,I
Փուլ 2 (1-2 շաբաթ)	Ֆոնդային բորսայի ընտրություն	I,LMC,LM
	Համապատասխանության ստուգաթերթի պատրաստում և շրջանառում	LM,LMC
	Արժեթղթերի ազդագրի (Offering Circular) նախապատրաստում	I,IC,LM,LMC
	Գործառնական փաստաթղթերի նախապատրաստում	I,IC,LM,LMC
	Անհրաժեշտ հաստատումների վերանայում	LM,IC
Փուլ 3 (1-2 շաբաթ)	Ֆիսկալ գործակալի /Ցուցակման գործակալի/Տպագրիչ Գործակալի/այլ երրորդ կողմերի նշանակում	I
	Իրավական եզրակացության նախապատրաստում	I,LM, IC
	Համապատասխանության ստուգման (Due Diligence) հանդիպումներ	I,LM,LC,LMC
	Ամփոփ ազդագրի (OC) վերանայում համապատասխանության ստուգման (DD)	I,IC

² Պատասխանատվություն սյունյակում նշված հապավումների նշանակությունները հետևյալն են. LM-Գլխավոր տեղաբաշխողներ, I-Թողարկող, IC-Թողարկողի իրավախորհրդատու, LMC-Գլխավոր տեղաբաշխողի իրավախորհրդատու

	հանդիպումների արդյունքում	
Փուլ 4 (1-2 շաբաթ)	Ներդրողների համար ներկայացման պատրաստում	LM
	Վարկանշող ընկերություններին դիմում	I,LM
	Իրավական փաստաթղթերի նախագծերի շրջանառում և վերանայում	I,LM,LMC,IC
	Ազդագրի (OC) նախապատրաստում և վերանայում	I,IC
	Նախնական ազդագրի ներկայացում Ցուցակման գործակալին	I,IC
Փուլ 5 (1-2 շաբաթ)	Ազդագրի և իրավական փաստաթղթերի պատրաստման աշխատանքների շարունակում	I,IC,LMC
	Իրավական կարիքների վերանայում և շրջանառում	I,IC
	Լրամշակված ազդագրի ներկայացում Ցուցակման գործակալին	I,IC
Փուլ 6 (1-2 շաբաթ)	Ազդագրի վերաբերյալ աշխատանքային խմբի դիտողությունների և առաջարկությունների դիտարկում	IC,I
	Լրամշակված ազդագրի վերաբերյալ Ցուցակման գործակալի դիտողությունների և առաջարկությունների դիտարկում	LM,LMC,IC,I
	Ազդագրի վերջնական տարբերակի հաստատում և տպագրություն	IC
	Ցուցակման գործակալի դրական կարծիքի ստացում	IC
	Համաձայնեցված ձևաչափով իրավական փաստաթղթերի շրջանառում	IC,LMC
Փուլ 7 (1-2 շաբաթ)	Մինչ հրապարակումը համապատասխանության ստուգում	LM,LMC,I,IC
	Գործարքի հրապարակում (կախված շուկայի դրությունից)	LM
	Ներդրողներին նախնական ազդագրի առաքում	LM
	Մինչ գնանշումը համապատասխանության ստուգում	LM,LMC,I,IC

	Գնանշում (կախված շուկայում տիրող իրավիճակից) և տեղաբաշխում	I,LM
	Թողարկման գնի տեղեկացում	LM
	Բաժանորդագրության համաձայնագրի ստորագրում	LM,LMC,I,IC
	Ազդագրի տպագրություն	IC
	Բոլոր անհրաժեշտ որոշումների ընդունում	LM,LMC,I,IC
Փուլ 8 (1 շաբաթ)	Գործարքի փակում	LM,LMC,I,IC
	Նախապայմանների բավարարում (CPS) (իրավական կարծիք և այլն)	
	Պարտատոմսերի նկարագրի (Temporary Global Note) ներկայացում դեպոզիտարիա	
	Հավաստագրերի, վճարման հանձնարարագրերի և անդորրագրերի առաքում	
	Գումարի փոխանցում	
	Պարտատոմսերի թողարկման ավարտ	
	Պարտատոմսերի վերջնական վարկանիշի ստացում	
	Իռլանդիայի ֆոնդային բորսայում ցուցակման բարեհաջող ավարտ	

Հավելենք, որ մինչ Եվրապարտատոմսերի թողարկման հիմնական փուլերի համապատասխան քայլերի իրագործումը, առաջնահերթ անհրաժեշտ է լինելու ընտրել միջազգային իրավախորհրդատու, որը լավագույնս տեղեկացված կլինի Եվրապարտատոմսերի թողարկման գործընթացներին և կունենա համապատասխան փորձ: Միջազգային իրավախորհրդատուի առաքելությունը կլինի ոչ միայն խորհրդատվության տրամադրումը Եվրապարտատոմսերի թողարկման գործընթացի վերաբերյալ, այլ նաև տեխնիկական աջակցությունը՝ լավագույն ձևով Եվրապարտատոմսերի թողարկումը կազմակերպելու նպատակով: Միջազգային իրավախորհրդատուի ընտրության, ինչպես նաև նրա հետ աշխատելու ժամանակահատվածի համար կպահանջվի մոտավորապես 1.5 - 2 ամիս:

Եվրապարտատոմսերի թողարկման գործընթացի կարևորագույն փուլերից մեկը Գլխավոր տեղաբաշխողի ընտրությունն է, որը մեծ դերակատարում ունի ամբողջ գործընթացի կազմակերպման ընթացքում:

Ելնելով վերոնշյալից, ստորև ներկայացնում ենք Գլխավոր տեղաբաշխողի ընտրության մրցույթի մասնակիցներին ներկայացվող պահանջները և հայտարարության կառուցվածքը:

Գլխավոր տեղաբաշխողի ընտրության մրցույթի մասնակիցներին ներկայացվող պահանջները

Գոյություն ունի գլխավոր տեղաբաշխողին ընտրելու երեք մոտեցում՝

1) ուղղակիորեն համաձայնագիր է կնքվում Եվրապարտատոմսերի շուկայում գործունեություն իրականացնող որևէ տեղաբաշխողի հետ՝ թողարկողի կողմից նախապես սահմանված որոշակի որակավորման հայտանիշերի հիման վրա,

2) հայտարարվում է բաց մրցույթ, որին կարող է հայտ ներկայացնել Եվրոպարտատոմսերի շուկայում գործունեություն իրականացնող ցանկացած մասնակից,

3) հայտարարվում է փակ մրցույթ, որին մասնակցում են թողարկողի կողմից նախորոք ընտրված սահմանափակ քանակի մասնակիցներ:

Նպատակահարմար ենք համարում գլխավոր տեղաբաշխողի ընտրության մրցույթն իրականացնել երրորդ եղանակով, ընդ որում պետք է հնարավորություն տալ գլխավոր

տեղաբաշխողին ինքնուրույն ձևավորել տեղաբաշխման սինդիկատը՝ համաձայն մեր կողմից սահմանված սինդիկատի մասնակիցների որակավորման նվազագույն չափանիշների:

Հաշվի առնելով թողարկման կարևորությունը Հայաստանի Հանրապետության համար, նպատակահարմար ենք գտնում գլխավոր տեղաբաշխողի ընտրության և տեղաբաշխման սինդիկատի անդամների որակավորման նվազագույն չափանիշները սահմանել նույնը:

Միջազգային փորձը ցույց է տալիս, որ բոլոր այն երկրները, որոնք բազմիցս կազմակերպել են թողարկումներ, իրենց առաջարկի վերաբերյալ պահանջները (Request for Proposal-RFP) ուղարկում են մի քանի ընտրված բանկերի: Փակ մրցույթն ավելի նախընտրելի տարբերակ է, քանի որ ընտրություն է կատարվում շուկայի լավագույն մասնակիցների միջև:

Մեր կարծիքով, ՀՀ համար կարևորվում է փակ մրցույթի միջոցով որակավորել այն ներդրումային բանկերին, որոնք հետզհետեաժամային շրջանում հաջողությամբ կարողացան դիմագրավել ծառացած մարտահրավերներին և մնացին մրցունակ ու ֆինանսապես կայուն:

Մեր երկրի համար այս կարևորագույն ծրագիրը պետք է վստահել լավագույններին, որի համար ներկայացնում ենք ընտրության չափանիշների հետևյալ մոտեցումը:

Թողարկման գլխավոր տեղաբաշխողի ընտրության հայտարարության կառուցվածքը (տեխնիկական առաջադրանք)

Գլխավոր տեղաբաշխողին ներկայացվող նվազագույն չափանիշները

Գլխավոր տեղաբաշխողի ընտրության մրցույթին մասնակցել ցանկացողները պետք է բավարարեն հետևյալ նվազագույն չափանիշներին՝

- 2010-2013թթ. ընթացում ունենան ԱՊՀ երկրների սուվերեն թողարկողների համար հաջողությամբ իրականացրած Եվրապարտատոմսերի առաջնային (դեբյուտային) տեղաբաշխումների փորձ,
- 2010-2013թթ. ընթացում ունենան ԱՊՀ երկրների սուվերեն թողարկողների համար հաջողությամբ իրականացրած Եվրապարտատոմսերի առաջնային (դեբյուտային) տեղաբաշխումներին հաջորդող հետագա տեղաբաշխումների փորձ,
- ներառված լինեն 2012 թվականի արդյունքներով պետությունների համար, հատկապես ԱՊՀ երկրների, սուվերեն թողարկողների համար իրականացված Եվրապարտատոմսերի թողարկումների լավագույն տեղաբաշխողների շարքերում՝ համաձայն Dealogic և Bloomberg Eurobond League-ի, CEEMEA sovereigns-ի և Global EM sovereigns-ի աղյուսակների (Հավելված 2):

Գլխավոր տեղաբաշխողի կողմից ներկայացվող տեղեկատվությունը

Գլխավոր տեղաբաշխողի ընտրության մրցույթին մասնակցել ցանկացողները պետք է ներկայացնեն տեղեկատվություն՝

- 2010-2013թթ. ընթացում ԱՊՀ երկրների սուվերեն թողարկողների համար իրականացրած Եվրապարտատոմսերի առաջնային (դեբյուտային) տեղաբաշխումների վերաբերյալ,
- 2010-2013թթ. ընթացում ԱՊՀ երկրների սուվերեն թողարկողների համար իրականացրած Եվրապարտատոմսերի առաջնային (դեբյուտային) տեղաբաշխումներին հաջորդող հետագա տեղաբաշխումների վերաբերյալ,
- Իրականացվելիք թողարկման կառուցվածքը, ձևաչափը, առաջարկվող ծավալը և մարման ժամկետը, առաջարկվող նախնական գնային հիմնավորումը, գործարքի իրականացման մանրամասն ժամանակացույցը, համաձայնագրերի և նախապայմանների փաթեթը և տեղեկատվության բացահայտման պահանջները,
- Գնային քաղաքականությունը և տեղաբաշխման միջոցառումների ռազմավարությունը,
- 5 կամ 10 տարի մարման ժամկետով Եվրապարտատոմսերի թողարկման օպտիմալ ծավալը, արժեկտրոնի եկամտաբերության չափը, առաջարկվող եկամտաբերությունը, միջին սվոփի տոկոսը և սպրեդը ուղենշային պարտատոմսերից,
- 5 կամ 10 տարի մարման ժամկետով Եվրապարտատոմսերի թողարկման կազմակերպման համար անհրաժեշտ ծախսերը՝ գլխավոր տեղաբաշխողի ընդհանուր ամբողջական միջնորդավճարի առաջարկը, ֆիսկալ և վճարումների գործակալների միջնորդավճարի առաջարկը, լիստինգի և տպագրական ծախսերը, մարկետինգային ծախսերը (ներառյալ շրջագայությունները և շնորհանդեսները), բորսայում գրանցման ծախսերը, հավանական ենթակառուցվածքային ծախսերը, օրենսդրական և այլ պարտադիր վճարները, իրավախորհրդատուների և գործարքին առնչվող պարտադիր այլ խորհրդատուների միջնորդավճարները, այլ ծախսեր՝ առավելագույն սահմանաչափերի սահմանափակմամբ,
- Շուկայական պայմանները՝ ընթացիկ միտումները, 2013թթ. հեռանկարը, ակնկալվող գործարքների նկարագրությունը, ՀՀ դեբյուտային գործարքի համար շուկա մուտք գործելու առավել արդյունավետ ժամանակահատվածը,
- Հիմնական ներդրողները, թիրախային աշխարհագրական և ներդրողների բաշխվածությունը,

- Եվրապարտատոմսերի բաշխման ցանցը, տեղաբաշխողի կողմից արժեթղթերի վաճառքի և առևտրի հնարավորությունները,
- Տեղաբաշխողի թիմը՝ պարտքային կապիտալի շուկայի գործառնությունների գործարքային թիմի որակավորումը և մասնագիտական պատրաստվածությունը, վաճառքն իրականացնող թիմի որակավորումը և մասնագիտական պատրաստվածությունը,
- Առաջարկություններ իրավախորհրդատուների և Եվրապարտատոմսերի թողարկման այլ մասնակիցների վերաբերյալ,
- Տեղաբաշխման գործարքում այլ լրացուցիչ աջակցությունը, երկրորդային շուկայում աջակցություն ցուցաբերելու պարտավորությունը և դրանց շրջանակի նկարագիրը,
- Մարկետինգային ռազմավարության նկարագիրը, շրջագայությունների ու շնորհանդեսների (Road Show) ժամանակացույցը և աջակցությունը այդ գործընթացներում:

3. Եվրապարտատոմսերի թողարկումը կանխիկ հոսքերի տեսանկյունից

Եվրապարտատոմսերի թողարկումը կանխիկ հոսքերի տեսանկյունից դիտարկվում է, որ եվրապարտատոմսերի թողարկումը տեղի կունենա 2014 թվականին և կմարվի ՌԴ-ի նկատմամբ Հայաստանի ունեցած 500 մլն ԱՄՆ դոլար պարտքը: Նշված պայմանում ուսումնասիրվում է միայն եվրապարտատոմսերի թողարկման 3 հիմնական սցենար՝

- 1-ին՝ կթողարկվի 500 մլն ԱՄՆ դոլար ծավալով,
- 2-րդ՝ կթողարկվի 750 մլն ԱՄՆ դոլար ծավալով,
- 3-րդ՝ կթողարկվի 1000 մլն ԱՄՆ դոլար ծավալով:

Կատարված հաշվարկները ցույց են տալիս, որ վերոնշյալ թողարկումների դեպքում ՀՀ կառավարության արտաքին պարտքի տոկոսավճարների գծով ծախսերը միջին հաշվով տարեկան կավելանան համապատասխանաբար՝ 13, 28 և 43 մլն ԱՄՆ դոլարով (եվրապարտատոմսերի գծով հաշվարկված տոկոսավճարները նվազեցվել են ՌԴ վարկի տոկոսավճարների գծով վճարման ենթակա գումարների չափով):

Զուգահեռաբար, կավելանան նաև վերաֆինանսավորման և տոկոսադրույքի վերաֆիքսման ռիսկերը, քանի որ պետությունը մարման ժամկետի վերջում պետք է միանվագ մարի թողարկված Եվրապարտատոմսերի ամբողջ ծավալը:

Գլուխ II - Պարտքի ավելացման սահմանափակումները

4. Արտաքին պարտքի ավելացման սահմանափակումները

Արտաքին պարտքը և տնտեսական աճը

Ըստ էության արտաքին պարտքի և տնտեսական աճի կախվածության վերաբերյալ տեսությունները հիմնականում կենտրոնանում են երկրի տնտեսության վրա պետական պարտքի բեռի մեծացման բացասական ազդեցությունների գնահատմանը, և այս տեսությունների հիմնական հետևությունները հանգում են նրան, որ բարձր պարտքի մակարդակը դուրս է մղում ներդրումները և ապագայում խիստ բացասական ազդեցություն է ունենում կենսամակարդակի վրա: Չնայած էմպիրիկ վերլուծությունները պարտքի բացասական ազդեցությունների վերաբերյալ միանշանակ պատասխան չեն տալիս, սակայն դրանց հիմնական մասի եզրահանգումն այն է, որ որոշակի սահմաններն անցնելու պարագայում արտաքին պարտքը սկսում է բացասաբար ազդել տնտեսության վրա: Արտաքին պարտքի “վտանգավոր շեմը” տարբեր վերլուծություններում տարբեր է, բայց գնահատականները հիմնականում կենտրոնանում են արտաքին պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշի 40-60% միջակայքի սահմաններում, ընդ որում արտաքին պարտքն այս դեպքում ներառում է նաև մասնավոր հատվածի արտաքին պարտքը: Առավել ուշագրավ վերլուծությունների հիմնական եզրակացություններն ամփոփ ներկայացնում ենք ստորև.

- 93 զարգացող երկրների համար կատարված ԱՄՀ վերլուծություններից մեկի համաձայն արտաքին պարտքը սկսում է տնտեսական աճի վրա բացասական ազդեցություն ունենալ, եթե դրա զուտ ներկա արժեքը գերազանցում է արտահանման 160-170%-ը և ՀՆԱ 35-40%-ը³: Սիմուլյացիաների համաձայն արտաքին պարտքի պաշարի կրկնապատկումը նվազեցնում է 1 շնչի հաշվով ՀՆԱ-ն 0.5-1 տոկոսային կետով:
- 61 զարգացող երկրների համար կատարված ԱՄՀ մեկ այլ վերլուծության համաձայն արտաքին պարտքի ծավալների կրկնապատկումը նվազեցնում է ինչպես 1 շնչին ընկնող

³ A 2002 study of 93 developing countries between 1969 and 1998, "External Debt and Growth," by Catherine Pattillo, Helene Poirson, and Luca Ricci (IMF Working Paper No. 02/69)

ֆիզիկական կապիտալը, այնպես էլ ընդհանուր գործոնային արտադրողականությունը 1 տոկոսային կետով⁴:

- 55 ցածր եկամուտ ունեցող երկրների (2005 թվականի դրությամբ ԱՄՀ PRGF ծրագրից օգտվող) համար կատարված վերլուծության համաձայն ևս պարտքի “վտանգավոր” սահմանի հիպոթեզը հաստատվել է⁵: Մասնավորապես, արտաքին պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշը 50 տոկոսը գերազանցելու և արտաքին պարտքի զուտ ներկա արժեք/ՀՆԱ ցուցանիշը 20-25 տոկոսը գերազանցելու պարագայում տնտեսական աճի վրա ազդեցությունը դառնում է բացասական: Նույն վերլուծության համաձայն, եթե պարտքի սպասարկման ծախսերը ՀՆԱ-ի նկատմամբ ավելանում են 1 տոկոսային կետով, ապա պետական ներդրումները ՀՆԱ-ի նկատմամբ նվազում են 0.2 տոկոսային կետով: Ընդ որում, այս դեպքում կապը ևս ոչ գծային է, այսինքն ՀՆԱ-ում սպասարկման ծախսերի կշռի ավելացմանը զուգահեռ աճում է նաև բացասական ազդեցությունը պետական ներդրումների վրա: Հավելենք, որ արտաքին պարտքի սպասարկման ծավալների բացասական ազդեցության գնահատականներ է տվել “Oxfam” ոչ կառավարական կազմակերպությունը, ըստ որի զարգացող երկրներում արտաքին պարտքի սպասարկման ծախսերի ավելացումը դիտարկվել է որպես մարդու կենսական պահանջմունքների բավարարմանը խոչընդոտող հիմնական գործոն:
- Հատկանշական է, որ առավել թարմ վերլուծությունները ևս գալիս են հաստատելու, որ պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշի բարձր մակարդակը դանդաղեցնում է տնտեսական աճը: Ըստ ԱՄՀ-ի գնահատականների, որն իրականացվել է զարգացած և զարգացող երկրների համար, պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշի 10 տոկոսով ավելացումը նվազեցնում է տնտեսական աճը տարեկան 0.2 տոկոսային կետով⁶: Ընդ որում տնտեսական գործակալների մոտ պարտքի ավելացման սպասումների առաջացումը կարող է լրացուցիչ բացասական ազդեցություններ ունենալ տնտեսության վրա: Ըստ մեկ այլ գնահատականի, երբ ընդհանուր (այդ թվում մասնավոր) պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշը անցումային տնտեսությամբ երկրներում հասնում է ՀՆԱ-ի նկատմամբ 60% մակարդակի, ապա տնտեսական աճը նվազում է 2 տոկոսային

⁴ “What Are the Channels Through Which External Debt Affects Growth?” (IMF WP/04/15), 2004

⁵ “Can Debt Relief Boost Growth in Poor Countries?”, Benedict Clements, Rina Bhattacharya, Toan Quoc Nguyen, International Monetary Fund, April 2005

⁶ “Public Debt and Growth”, Manmohan S. Kumar and Jaejoon Woo, IMF, July 2010. Այս վերլուծության մեջ ևս դիտարկվել է (ազդեցությունը զարգացող երկրների համար գնահատվել է, որ կլինի ավելի բարձր) (ազդեցությունը զարգացող երկրների համար գնահատվել է, որ կլինի ավելի բարձր)

կետով, իսկ պարտքի ավելի բարձր մակարդակների դեպքում՝ տնտեսական աճը կրճատվում է կրկնակի անգամ:

Այս վերլուծությունները ցույց են տալիս, որ ՀՀ արտաքին պարտքի վերլուծության ժամանակ անհրաժեշտ է հաշվի առնել պարտքի ավելացման հնարավոր բացասական ազդեցությունները տնտեսության վրա, հատկապես եթե հաշվի առնենք, որ արտաքին պարտքի վերոնշյալ սահմանային ցուցանիշում ներառվում է նաև մասնավոր պարտքը, իսկ ընդհանուր արտաքին պարտք/ՀՆԱ (%) ցուցանիշով Հայաստանն արդեն իսկ ներկա պահին զգալիորեն գերազանցում է այդ շեմերը: Հետևաբար, արտաքին պարտքի հետագա ավելացումը կարող է առավել սրել տնտեսության վրա բացասական ազդեցությունները⁷: Մինչդեռ Համաշխարհային Բանկի և Արժույթի Միջազգային Հիմնադրամի կողմից լայնորեն կիրառվող <<Պարտքի կայունության վերլուծություն>> գործիքով յուրքանցյուր երկրի համար, ի թիվս այլ ցուցանիշների, սահմանվում է նաև արտաքին պետական պարտքի ներկա արժեք / ՀՆԱ հարաբերակցության վերին շեմը, որը համաձայն ՀԲ-ի և ԱՄՀ-ի կողմից 2013 թվականին կատարված վերջին վերլուծության արդյունքների սահմանվել է 45%-ի չափով և Հայաստանը առաջիկա քսան տարիների ընթացքում չի հատում այդ շեմը՝ առավելագույն մակարդակը կազմել է 31.7%՝ 2012թ. և պահպանվում է 30%-ին մոտ մակարդակի վրա: Հիշյալ շեմը չի հասնում նույնիսկ ամենաազդեցիկ շոկային սցենարի պարագայում:

Այդուհանդերձ, եթե որպես հաշվարկների հիմք վերցնենք զարգացող և անցումային տնտեսություն ունեցող երկրների համար կատարված վերոնշյալ վերլուծությունների միջինացված արդյունքները, ապա դա կնշանակի որ լրացուցիչ 1 մլրդ. դոլար պարտքի ներգրավման պարագայում ՀՀ արտաքին պարտքի 10 տոկոսային կետով ավելացումը կհանգեցնի տնտեսական աճի տեմպերի նվազմանը 0.5 տոկոսային կետով: Այս ցուցանիշը հիմք է ընդունվել արտաքին պարտքի ավելացման արդյունքում բյուջեի վրա ազդեցության գնահատականներում:

Եվրապարտատոմսերի թողարկման նախապայմանների առկայությունը

Համաշխարհային փորձի ուսումնասիրությունը վկայում է, որ Եվրապարտատոմսերի թողարկումը պահանջում է մի շարք նախապայմանների առկայություն, որոնց թվում՝

- փոխարժեքի և գների կայունության ապահովում,
- պարտքի կառավարման ամուր կարողությունների ապահովում,

⁷ Առանձին վերլուծաբանների մասնավոր կարծիքն է, որը նույնպես հաշվի է առնվել դիսկերի գնահատման ժամանակ

- ներգրավված ռեսուրսների առավելագույնս ուղղում տնտեսության իրական հատված, որտեղ շահութաբերության ավելացման ներուժն առավել մեծ է,
- Ռեսուրսների ուղղում տնտեսության արտահանելի հատված, այսինքն Եվրապարտատոմսերի օգտագործումը նպատակահարմար է այն դեպքում, երբ ռեսուրսներն օգտագործողների հասույթն արտարժույթով է,
- “ավելացված արժեք” ստեղծող տնտեսության առկայության ապահովում, քանի որ նպատակահարմար է, որ երկիրը չունենա սպառման բարձր մակարդակ:

5. Արտաքին պարտքի կլանման հնարավորությունները

Արտաքին պարտքի կլանման հնարավորություններն ըստ առանձին՝ իրական, բանկային և պետական հատվածներում ներկայացվում է ստորև: Նշենք, որ նշված երեք հատվածների 2014-2019 թթ. միջին տարեկան կլանման առավելագույն հնարավորությունները գնահատվում է շուրջ 645 մլն ԱՄՆ դոլար:

Իրական հատվածում

Արտաքին պարտքի կլանման հնարավորությունները գնահատելու համար հիմք է ընդունվել 2009 թվականին տնտեսություն վարկավորման ճանապարհով ներարկված ռեսուրսների օգտագործման ընթացքը: Ըստ այդմ գնահատվել է, որ տնտեսություն զուտ վարկավորման միջոցով ներարկված միջոցների կլանման միջին տարեկան ծավալը կարող է կազմել 40-50մլրդ. դրամ կամ շուրջ 100-120 մլն ԱՄՆ դոլար:

Բանկային հատվածում

Համաձայն 2012թ. հունիսի 26-ի ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի թիվ 168 որոշման, բարձրացվելու է առաջին արտարժույթային խմբի ընթացիկ իրացվելիության նորմատիվը: Այսինքն, Հայաստանի բանկերի կողմից ներգրավված արտարժույթային միջոցների դիմաց բանկը պետք է պահուստավորի բարձր իրացվելի ակտիվներ՝ ներառյալ կանխիկ արտարժույթ, պարտատոմսեր և այլն: Արդյունքում կմեծանա արտարժույթային իրացվելիությունը, ինչը պահանջարկ կառաջացնի Հայաստանի Հանրապետության կողմից թողարկված Եվրապարտատոմսերի նկատմամբ: Նշված պահանջարկը գնահատվում է (հաշվարկները ներկայացվում են աղյուսակում) միջին տարեկան շուրջ 60 մլրդ դրամ կամ 125 մլն ԱՄՆ դոլար:

Բանկային համակարգի կողմից առաջին արտարժույթային խմբի արժույթներով բարձր իրացվելի ակտիվների կանխատեսում

Աղյուսակ 5

մլն դրամ	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Առաջին արտարժույթային խմբի ընդհանուր իրացվելիության նորմատիվ	6%	7%	9%	10%	12%	13%	15%
Առաջին արտարժույթային խմբի ակտիվների և պարտավորությունների կանխատեսվող տարեկան աճ	21%	18%	16%	13%	11%	9%	7%
Ընդհանուր իրացվելիության պահանջին համապատասխան առաջին արտարժույթային խմբի բարձր իրացվելի ակտիվների նվազագույն ծավալ	81,047	122,609	173,516	231,431	296,135	365,566	436,930

Պետական հատվածում

Արտաքին պարտքի կլանման հնարավորությունները պետական հատվածում գնահատելու համար հիմք է ընդունվել պակասուրդի ՀՆԱ-ում 2 տոկոս կայուն մակարդակում պահելու համար ֆինանսավորման համար անհրաժեշտ լրացուցիչ արտաքին միջոցների պահանջարկը՝ ներառյալ ԼՂՀ-ին տրվող միջպետական վարկը: Արդյունքում, արտաքին պարտքի կլանման հնարավորությունները պետական հատվածում միջին հաշվով գնահատվում է միջին տարեկան (հաշվարկները ներկայացվում է աղյուսակում) շուրջ 195 մլրդ դրամ կամ շուրջ 400 մլն ԱՄՆ դոլար:

Պետական բյուջեի պակասուրդի ֆինանսավորման պահանջը

Աղյուսակ 6

մլրդ. դրամ	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Պետական բյուջեի դեֆիցիտի կայուն մակարդակ	119.79	112.17	107.65	118.91	131.65	145.71	161.34	178.64
Ներքին աղբյուրներ	55.22	80.47	53.80	47.99	53.09	64.54	72.80	81.10
Արտաքին աղբյուրներ (ներառյալ գործող վարկերով զուտ ֆինանսավորումը և ԼՂՀ միջպետական վարկավորումը)	64.57	2.10	-29.87	-95.25	-134.46	-149.46	-160.32	-167.25
Լրացուցիչ ֆինանսավորման պահանջ	0.00	29.60	83.71	166.17	213.01	230.62	248.86	264.79

6. Արտաքին պարտքի ավելացման ազդեցությունը Հայաստանի արտաքին պարտքի և հարկաբյուջետային կայունության վրա

Արտաքին պարտքի ավելացման ազդեցությունը Հայաստանի արտաքին պարտքի և հարկաբյուջետային կայունության վրա գնահատելու համար որպես հիմնական սահմանափակում դիտարկվել է միջին ժամկետ հատվածում 6% տնտեսական աճ ապահովելու անհրաժեշտությունը, ինչը կառավարության գործունեության ծրագրում նպատակադրված 5-7 տոկոս տնտեսական աճի միջին մակարդակն է: Այս սահմանափակման ներքո գնահատվել է, որ 500 մլն. դոլար ծավալով նոր պարտքի ներգրավումը Եվրապարտատոմսերի միջոցով, չնայած տնտեսական աճի նվազման ուղղությամբ որոշակի ազդեցությանը, որը գնահատվել է 0.3-0.4 տոկոսային կետ չի խաթարում 6 % տնտեսական աճի ապահովումը:

Չնայած այս հանգամանքին, արտաքին պարտքի ավելացումը՝ Եվրապարտատոմսերի թողարկման արդյունքում որոշակի բացասական ազդեցություն է ունենալու ինչպես արտաքին պարտքի օրենսդրությամբ սահմանված և միջազգայնորեն ընդունված շեմերի գերազանցման, այնպես էլ հնարավոր ռիսկերի նկատմամբ զգայունության բարձրացման առումով: Միջազգային չափանիշներին համապատասխան կառուցված մեթոդոլոգիայի հիման վրա ստացված գնահատականները ներկայացված են Հավելված 3-ում և Հավելված 4-ում, որտեղից երևում է, որ պարտքային կայունության խաթարման տեսանկյունից վտանգավոր կարող է լինել 1000 մլն ԱՄՆ դոլար և ավելի ծավալով պարտատոմսերի թողարկումը՝ փոխարժեքի 30% շուկի առաջացման և այլ վարկերը վաղաժամկետ չմարելու պայմաններում:

Ներկայացված գնահատականների համաձայն արտաքին ոչ արտոնյալ ֆինանսավորման ներգրավման արդյունքում աճում են պարտքի սպասարկման ծախսերը և զգայունությունը տոկոսադրույքների փոփոխության ու հատկապես փոխարժեքի փոփոխության նկատմամբ: Ավելին, հարկ է հաշվի առնել ժամկետի ավարտին մեծ ծավալով վերաֆինանսավորում ապահովելու անհրաժեշտությունը:

Հարկաբյուջետային կայունության տեսանկյունից բյուջեի պակասուրդի այն մեծությունը, որն ապահովում է պետական պարտքի կայունությունը՝ գնահատվել է 2%:

500 մլն դոլար լրացուցիչ պարտքի ավելացման արդյունքում հնարավոր կլինի 2014-2016 թվականների համար ծածկել պետական բյուջեի լրացուցիչ ֆինանսավորման պահանջը և միաժամանակ իրականացնել տնտեսության վարկավորում տարեկան 40 մլրդ դրամի չափով: Ընդ որում, այս սցենարի պարագայում պետական բյուջեի դեֆիցիտի մակարդակը ծրագրային՝ 2% մակարդակից 2014 թվականին 0.6 տոկոսային կետով բարձր կլինի, որը կհարթվի 2018 թվականին:

250 մլն դոլար լրացուցիչ պարտքի ավելացումը, հնարավորություն կստեղծի ծածկել դեֆիցիտի լրացուցիչ ֆինանսավորման պահանջը 2014-15 թվականներին և միաժամանակ 2014 թվականին իրականացնել տնտեսության վարկավորում 40 մլրդ. դրամի չափով:

7. Եզրահանգումներ

Առաջիկա տարիներին ակնհայտ է, որ մեր երկրի ընթացիկ հաշվի պակասուրդի ֆինանսավորման, ինչպես նաև տնտեսական աճի բարձր տեմպերի ապահովման համար անհրաժեշտ է լինելու կապիտալ ներհոսք, որը միայն ուղղակի ներդրումների և պետական բյուջեի արտաքին միջոցների ներգրավման հաշվին, հաշվի առնելով նաև պետական պարտքի հետ կապված սահմանափակվածությունները, հնարավոր չի լինի ապահովել: Այս տեսանկյունից խելամիտ կլինի եթե պետությունն իր ապագա տարիների պետական բյուջեի պակասուրդի ֆինանսավորումն իրականացնի եվրապարտատոմսերի թողարկման միջոցով, քանի որ դրանով կլուծվի ոչ միայն բյուջեի ապագա պակասուրդների ֆինանսավորման հարցը, այլ նաև հնարավորություններ կստեղծի մասնավոր հատվածի համար մուտք ունենալու միջազգային կապիտալի շուկաների ռեսուրսներին: Այլ կերպ ասած, եթե երկիրը չունի միջազգային կապիտալի շուկայում թողարկված պարտատոմսեր, դա նշանակում է, որ տվյալ երկրի տնտեսությունն ընդհանուր հաշվով դուրս է միջազգային ֆինանսական քարտեզից, ինչը մասնավոր հատվածի համար խիստ ծախսատար է դարձնում առանց պետության “գնանշման” միջազգային շուկաներում արժեթղթեր թողարկելը, իսկ պոտենցիալ ներդրողների համար նշյալ երկրի սուբյեկտների արժեթղթերը լինում են դժվար ընկալելի, որի դիմաց սովորաբար նրանք պահանջում են լրացուցիչ ռիսկերի փոխհատուցումներ:

Եվրապարտատոմսերի առաջին թողարկման համար որպես նվազագույն արդյունավետ ծավալ պետք է սահմանել 500 մլն ԱՄՆ դոլարի թողարկումը, քանի որ թողարկողի վրա տեղաբաշխման վճարի բեռը կլինի ցածր, իսկ ներդրողների կողմից դա կդիտվի իրացվելի ծավալ և կառաջացնի խթան՝ մասնակիցների շրջանակի ընդլայնման համար: Միևնույն ժամանակ հաշվի առնելով միջազգային շուկաների ներկայիս իրավիճակը և համաշխարհային տնտեսական զարգացումների առաջիկա տարիների հեռանկարները, Հայաստանի համար նպատակահարմար է դիտարկել 10 տարի ժամկետայնության պարտատոմսերի տեղաբաշխման հնարավորությունները: Դրանով իսկ կնվազեցվի պարտքի վերաթողարկման հետ կապված հնարավոր ռիսկերը՝ տեղաբաշխելով այն ժամկետային առումով ավելի հեռու հորիզոնում:

Եվրապարտատոմսերի շուկայում ձևավորված միտումներից կարելի է եզրակացնել, որ 5 տարի մարման ժամկետայնության պարտատոմսերը հնարավորություն կա տեղաբաշխելու

Ֆիքսված 4.0-5.0 տոկոս միջակայքի շրջանակներում, իսկ 10 տարանոցը՝ 1.1 տոկոսային կետով ավելի:

Նախընտրելի է թողարկումն իրականացնել ԱՄՆ դոլարով, քանի որ դոլարային թողարկումներին կողմնորոշված ներդրողների շրջանակն ավելի լայն է, քան այլ հիմնական արժույթային թողարկումներին կողմնորոշված ներդրողների շրջանակը և ԱՄՆ դոլարը շարունակում է դիտարկվել որպես պահուստավորման հիմնական արժույթ:

Եվրապարտատոմսերի թողարկման դեպքում անհրաժեշտ է նախատեսել ներգրավված միջոցների օգտագործման ուղղությունները և միջոցների վերադարձման աղբյուրները, քանի որ եվրապարտատոմսերը ենթակա են մարման միանվագ կերպով ժամկետի վերջում, ինչը բարձրացնում է վերաֆինանսավորման և տոկոսադրույքի վերաֆիքսման ռիսկերը:

Այնուամենայնիվ պետք է նշել նաև, որ Եվրապարտատոմսերի թողարկումը կարող է պարտքի կառավարման տեսանկյունից առաջացնել որոշակի ռիսկեր, որոնք սակայն ՀՀ կառավարությունը պետք է դարձնի կառավարելի, քանի որ Եվրապարտատոմսերի թողարկումը կանխիկ հոսքերի կառավարման տեսանկյունից, ինչպես արդեն նշվեց, ճկունության հնարավորություն է ընձեռում և այս առումով հնարավոր է արդեն իսկ ձևավորված պարտքի մի մասի վաղաժամկետ մարումների միջոցով կառավարելի դարձնել նաև պարտք/ նախորդ տարվա ՀՆԱ ցուցանիշը՝ պահելով այն ոչ վտանգավոր տիրույթում:

Սուվերեն առաջին և երկրորդ տեղաբաշխումների պատմական վիճակագրությունը (Արևելյան Եվրոպա և ԱՊՀ)

Երկիր	Եվրապարտատոմսերի առաջին տեղաբաշխում					Եվրապարտատոմսերի երկրորդ տեղաբաշխում					Ժամանակային լագ, Ամիսներ	Եկամտաբերության տարբերությունը*, բազիսային կետ
	Տեղաբաշխման օրը	Մարման օրը	Ծավալը (մլն ԱՄՆ դոլար)	Արժե Կտրոն	ՄՄԵ	Տեղաբաշխման օրը	Մարման օրը	Ծավալը (մլն ԱՄՆ դոլար)	Արժե Կտրոն	ՄՄԵ		
Ռուսաստան	21 նոյ 1996	27 նոյ 2001	1000	9,25%	9,58%	19 հուն 1997	26 հուն 2007	2000	10,0%	10,0%	7,0	42
Ուկրաինա	04 փետ 2000	15 մար 2007	1127	11,00%	11,00%	21 նոյ 2002	15 մար 2007	260	11,00%	11,32%	34,0	32
Բելառուս	26 հուլ 2010	03 օգս 2015	600	8,75%	9,21%	09 օգս 2010	03 օգս 2015	400	8,75%	8,41%	1,5	-80
Ռումինիա	31 հնվ 2012	07 փետ 2022	1500	6,75%	7,00%	28 փետ 2012	07 փետ 2022	750	6,75%	6,55%	0,9	-45
Խորվաթիա	06 փետ 1997	27 փետ 2002	300	7,00%	7,00%	29 հոկ 2009	05 նոյ 2019	1500	6,75%	7,14%	154,9	14
Ղազախստան	09 դեկ 1996	20 դեկ 1999	200	9,25%	9,30%	23 սեպ 1997	02 հոկ 2002	350	8,38%	8,61%	9,6	-69
Լատվիա	09 հուն 2011	16 հուն 2021	500	5,25%	5,49%	14 փետ 2012	22 փետ 2017	1000	5,25%	5,38%	8,3	-11
Լեհաստան	27 հուն 1995	13 հուլ 2000	250	7,75%	7,76%	05 սեպ 2002	03 հուլ 2012	1400	6,25%	6,46%	87,6	-130
Սերբիա	21 սեպ 2011	28 սեպ 2021	1000	7,25%	7,64%	21 սեպ 2012	28 սեպ 2021	1000	7,25%	6,63%	12,2	-101
Սլովենիա	22 հուլ 1996	06 օգս 2001	325	7,00%	7,31%	19 հոկ 2012	26 հոկ 2022	2250	5,50%	5,70%	197,8	-161
Սլովակիա	14 մայ 1998	28 մայ 2003	300	9,50%	9,30%	10 մայ 2012	21 մայ 2022	1500	4,38%	4,54%	170,3	-476
Վրաստան	07 ապր 2008	07 ապր 2013	500	7,50%	7,50%	07 ապր 2011	12 ապր 2021	500	6,88%	7,26%	36,5	-24

CEEMEA sovereigns				
Pos.	Bookrunner Parents	Գործարքի ծավալը (Անվ.) (\$ մլն)	Քանակը	Կշիռը %
1	Deutsche Bank	16,277.57	43	12.58
2	HSBC	13,841.90	34	10.70
3	Citi	13,828.89	37	10.69
4	JPMorgan	9,912.05	26	7.66
5	Barclays	9,453.27	23	7.30
6	BNP Paribas	7,257.69	19	5.61
7	VTB Capital	6,502.63	14	5.02
8	SG Corporate & Investment Banking	4,781.84	10	3.70
9	UniCredit	4,326.41	11	3.34
10	Goldman Sachs	3,983.89	10	3.08
11	Erste Group Bank AG	3,886.34	7	3.00
12	Morgan Stanley	3,751.47	9	2.90
13	ING	2,969.60	7	2.29
14	Standard Chartered Bank	2,837.86	12	2.19
15	Sberbank CIB	2,562.50	7	1.98
16	RBS	1,849.82	8	1.43
17	Daiwa Securities	1,635.72	4	1.26
18	Credit Suisse	1,583.23	9	1.22
19	Bank of America Merrill Lynch	1,550.83	5	1.20
20	Nomura	1,340.24	6	1.04
21	Qatar National Bank	1,083.33	4	0.84
22	Byblos Bank SAL	1,082.87	7	0.84
23	BLOM Bank	874.54	5	0.68
24	Mitsubishi UFJ Financial Group	833.33	3	0.64
25	Commerzbank Group	801.45	2	0.62
26	QInvest LLC	800.00	2	0.62
26	Barwa Bank	800.00	2	0.62
28	Mizuho	795.64	2	0.61
29	UBS	774.82	4	0.60
30	Raiffeisen Bank International AG	720.54	2	0.56
31	Sumitomo Mitsui Financial Group	720.44	2	0.56
32	Renaissance Capital	628.47	2	0.49
33	Natixis	617.50	3	0.48
34	KBC	567.70	1	0.44
34	Intesa Sanpaolo	567.70	1	0.44
36	Credit Agricole CIB	531.88	1	0.41
37	Standard Bank	500.00	2	0.39
37	KFH	500.00	1	0.39
39	Fransabank SAL	412.86	5	0.32
40	Nova Ljubljanska Banka	400.56	1	0.31
41	Gulf International Bank BSC	375.00	1	0.29
42	National Bank of Abu Dhabi PJSC	312.50	2	0.24
42	Dubai Islamic Bank PJCS	312.50	2	0.24
44	DNB Bank ASA	261.05	1	0.20

Subtotal	129,408.44	123	100.00
Total	129,408.44	123	100.00

Global EM sovereigns

Pos.	Bookrunner Parents	Գործարքի ծավալը (Անվ.) (\$ մլն)	Քանակը	Կշիռը %
1	Deutsche Bank	29,228.02	66	15.19
2	HSBC	23,688.48	60	12.31
3	Citi	20,281.56	58	10.54
4	JPMorgan	15,941.41	42	8.28
5	Barclays	12,669.94	30	6.58
6	BNP Paribas	8,120.19	22	4.22
7	Goldman Sachs	6,890.47	19	3.58
8	VTB Capital	6,502.63	14	3.38
9	Standard Chartered Bank	5,853.55	22	3.04
10	Credit Suisse	5,689.09	15	2.96
11	Morgan Stanley	5,612.02	15	2.92
12	Bank of America Merrill Lynch	5,416.92	17	2.81
13	SG Corporate & Investment Banking	4,781.84	10	2.48
14	UniCredit	4,326.41	11	2.25
15	Erste Group Bank AG	3,886.34	7	2.02
16	ING	2,969.60	7	1.54
17	Sberbank CIB	2,562.50	7	1.33
18	UBS	2,472.35	11	1.28
19	Daiwa Securities	2,133.50	6	1.11
20	RBS	2,099.82	9	1.09
21	Nomura	1,839.98	9	0.96
22	Sumitomo Mitsui Financial Group	1,354.86	5	0.70
23	Mizuho	1,177.70	3	0.61
24	Qatar National Bank	1,083.33	4	0.56
25	Byblos Bank SAL	1,082.87	7	0.56
26	BLOM Bank	874.54	5	0.45
27	Mitsubishi UFJ Financial Group	833.33	3	0.43
28	Commerzbank Group	801.45	2	0.42
29	QInvest LLC	800.00	2	0.42
29	Barwa Bank	800.00	2	0.42
31	Raiffeisen Bank International AG	720.54	2	0.37
32	BTG Pactual	675.00	1	0.35
33	Renaissance Capital	628.47	2	0.33
34	Natixis	617.50	3	0.32
35	KBC	567.70	1	0.29
35	Intesa Sanpaolo	567.70	1	0.29
37	Credit Agricole CIB	531.88	1	0.28
38	Standard Bank	500.00	2	0.26
38	Maybank Investment Bank Bhd	500.00	2	0.26
38	KFH	500.00	1	0.26
38	CIMB Group	500.00	2	0.26
42	Fransabank SAL	412.86	5	0.21
43	Itau BBA	412.50	1	0.21
44	Nova Ljubljanska Banka	400.56	1	0.21

45	Gulf International Bank BSC	375.00	1	0.19
46	National Bank of Abu Dhabi PJSC	312.50	2	0.16
46	Dubai Islamic Bank PJCS	312.50	2	0.16
48	Santander	275.00	1	0.14
49	DNB Bank ASA	261.05	1	0.14
50	ANZ	250.00	1	0.13
51	Industrial & Commercial Bank of China - ICBC	236.50	2	0.12
51	China Construction Bank Corp - CCB	236.50	2	0.12
51	Bank of Communications Co Ltd	236.50	2	0.12
51	Bank of China Ltd	236.50	2	0.12
51	Agricultural Bank of China Ltd	236.50	2	0.12
56	RBC Capital Markets	170.00	1	0.09
Subtotal		192,447.93	185	100.00
Total		192,447.93	185	100.00

<HELP> for explanation.
Click on an underwriter to view the issues they underwrote.

Select a Market	Options	Related Functions	Output Results To	Custom League Table
-----------------	---------	-------------------	-------------------	---------------------

EURBOND LEAG 12

Date Range 2012, Year, Standard Calendar (Announcement... View Rankings

	Underwriter	Rank	Mkt Share(%)	Amount USD (Mln)	Fees(%)	Issues
1)	VTB Capital	1	19.0	11,587.75	n/a	36
2)	JP Morgan	2	11.3	6,887.86	n/a	30
3)	Citi	3	10.0	6,122.02	n/a	26
4)	Sberbank CIB	4	8.7	5,321.75	n/a	20
5)	BNP Paribas Group	5	5.5	3,371.10	n/a	17
6)	Gazprombank	6	5.0	3,057.68	n/a	13
7)	Barclays	7	4.6	2,797.22	n/a	16
8)	Deutsche Bank AG	8	4.4	2,692.36	n/a	10
9)	Morgan Stanley	9	4.2	2,580.08	n/a	11
10)	Credit Suisse	10	3.4	2,054.80	n/a	10
11)	HSBC Bank PLC	11	3.4	2,054.63	n/a	8
12)	Credit Agricole CIB	12	3.3	2,031.30	n/a	7
13)	Goldman Sachs & Co	13	2.5	1,529.17	n/a	10
14)	UBS	14	2.5	1,512.80	n/a	11
15)	RBS	15	2.2	1,323.23	n/a	6
16)	Bank of America Merrill Lynch	16	2.1	1,286.67	n/a	6
17)	Alfa Bank	17	1.4	829.09	n/a	3
18)	Lazard Ltd	18	1.2	750.00	n/a	1
19)	ING Groep NV	19	1.1	687.50	n/a	2
20)	Mitsubishi UFJ Financial	20	1.0	625.00	n/a	3
21)	Societe Generale	21	0.9	541.67	n/a	2
22)	Halyk Finance AO	22	0.5	333.33	n/a	1
23)	ANZ Banking Group	23	0.4	261.40	n/a	1
24)	Promsvyaz Bank	24	0.3	200.00	n/a	2

Market Statistics

Total Amount	60,979 USD (Mln)	Issues	88	#Underwriters	29	Fees(%)	n/a
--------------	------------------	--------	----	---------------	----	---------	-----

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2013 Bloomberg Finance L.P.
SN 149578 MSK GMT+4:00 H821-1719-1 06-Mar-2013 10:49:56

Սցենար 1 - 500մլն եվրապարտատոմսների թողարկում և ՌԴ պարտքի մարում

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Պարտք/ՀՆԱ	16.4	40.4	39.9	42.2	43.6	45.2	45.0	44.3	46.1	45.7	42.8	35.6	31.8
Պարտք/ նախորդ տարվա ՀՆԱ	-	35.6	43.9	46.0	46.6	49.5	49.7	48.9	51.0	50.6	47.3	39.4	35.2
Կառ. Արտաքին պարտքի տոկոսավճար/ՀՆԱ	0.1	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.3
Տոկոսադրույքի շոկ													
Պարտք/ՀՆԱ	16.4	40.4	39.9	42.2	43.6	45.2	45.0	44.3	46.1	45.7	42.8	35.6	31.8
Ռիսկ	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Պարտք/ նախորդ տարվա ՀՆԱ	-	35.6	43.9	46.0	46.6	49.5	49.7	48.9	51.0	50.6	47.3	39.4	35.2
Կառ. Արտաքին պարտքի տոկոսավճար/ՀՆԱ	0.1	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8	0.7	0.6	0.5
Ռիսկ	-	-	-	-	-	-	0.09	0.09	0.12	0.12	0.14	0.15	0.14
Փոխարժեքի շոկ													
Պարտք/ՀՆԱ	16.4	40.4	39.9	42.2	43.6	45.2	54.2	53.2	55.4	54.9	51.2	42.3	37.6
Ռիսկ	-	-	-	-	-	-	9.2	8.9	9.3	9.2	8.5	6.7	5.8
Պարտք/ նախորդ տարվա ՀՆԱ	-	35.6	43.9	46.0	46.6	49.5	59.8	58.8	61.3	60.7	56.7	46.9	41.7
Կառ. Արտաքին պարտքի տոկոսավճար/ՀՆԱ	0.1	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8	0.7	0.6	0.4
Ռիսկ	-	-	-	-	-	-	0.12	0.14	0.15	0.15	0.14	0.11	0.08

Սցենար 2 - 750 մլն եվրապարտատոմսերի թողարկում և ՌԴ պարտքի մարում

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Պարտք/ՀՆԱ	16.4	40.4	39.9	42.2	43.6	45.2	47.4	46.5	48.1	47.6	44.5	35.6	31.8
Պարտք/ նախորդ տարվա ՀՆԱ	-	35.6	43.9	46.0	46.6	49.5	52.2	51.4	53.2	52.7	49.2	39.4	35.2
Կառ. Արտաքին պարտքի տոկոսավճար/ՀՆԱ	0.1	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.5	0.3
Տոկոսադրույքի շոկ													
Պարտք/ՀՆԱ	16.4	40.4	39.9	42.2	43.6	45.2	47.4	46.5	48.1	47.6	44.5	35.6	31.8
Ռիսկ	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Պարտք/ նախորդ տարվա ՀՆԱ	-	35.6	43.9	46.0	46.6	49.5	52.2	51.4	53.2	52.7	49.2	39.4	35.2
Կառ. Արտաքին պարտքի տոկոսավճար/ՀՆԱ	0.1	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.7	0.8	0.9	0.9	0.8	0.7	0.5
Ռիսկ	-	-	-	-	-	-	0.09	0.09	0.12	0.12	0.14	0.15	0.14
Փոխարժեքի շոկ													
Պարտք/ՀՆԱ	16.4	40.4	39.9	42.2	43.6	45.2	57.1	56.0	58.0	57.2	53.4	42.3	37.6
Ռիսկ	-	-	-	-	-	-	9.7	9.5	9.8	9.6	8.9	6.7	5.8
Պարտք/ նախորդ տարվա ՀՆԱ	-	35.6	43.9	46.0	46.6	49.5	63.0	61.8	64.1	63.3	59.1	46.9	41.7
Կառ. Արտաքին պարտքի տոկոսավճար/ՀՆԱ	0.1	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9	0.6	0.4
Ռիսկ	-	-	-	-	-	-	0.13	0.17	0.18	0.18	0.17	0.12	0.08

Սցենար 3 – 1000 մլն եվրապարտատոմսների թողարկում և ՌԴ պարտքի մարում

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Պարտք/ՀՆԱ	16.4	40.4	39.9	42.2	43.6	45.2	49.7	48.7	50.2	49.5	46.2	35.6	31.8
Պարտք/ նախորդ տարվա ՀՆԱ	-	35.6	43.9	46.0	46.6	49.5	54.8	53.8	55.5	54.8	51.2	39.4	35.2
Կառ. Արտաքին պարտքի տոկոսավճար/ՀՆԱ	0.1	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.9	0.9	0.9	0.8	0.6	0.3
Տոկոսադրույքի շոկ													
Պարտք/ՀՆԱ	16.4	40.4	39.9	42.2	43.6	45.2	49.7	48.7	50.2	49.5	46.2	35.6	31.8
Ռիսկ	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Պարտք/ նախորդ տարվա ՀՆԱ	-	35.6	43.9	46.0	46.6	49.5	54.8	53.8	55.5	54.8	51.2	39.4	35.2
Կառ. Արտաքին պարտքի տոկոսավճար/ՀՆԱ	0.1	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.7	0.9	1.0	1.0	0.9	0.7	0.5
Ռիսկ	-	-	-	-	-	-	0.09	0.09	0.12	0.12	0.14	0.15	0.14
Փոխարժեքի շոկ													
Պարտք/ՀՆԱ	16.4	40.4	39.9	42.2	43.6	45.2	60.0	58.7	60.5	59.6	55.5	42.3	37.6
Ռիսկ	-	-	-	-	-	-	10.3	10.0	10.3	10.1	9.3	6.7	5.8
Պարտք/ նախորդ տարվա ՀՆԱ	-	35.6	43.9	46.0	46.6	49.5	66.1	64.8	66.9	66.0	61.4	46.9	41.7
Կառ. Արտաքին պարտքի տոկոսավճար/ՀՆԱ	0.1	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.8	1.1	1.1	1.1	1.0	0.7	0.4
Ռիսկ	-	-	-	-	-	-	0.15	0.20	0.21	0.20	0.19	0.13	0.08

Հավելված 4

ՀԻՄՆԱԿԱՆ ՄԱԿՐՈՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ՑՈՒՑԱՆԻՇՆԵՐ

1 մլրդ. դոլար պարտքի ներգրավման սցենար	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	CPIA շեմ
Տնտեսական աճը մինչև պարտքի ավելացում	107.07	106.26	106.2	106.3	106.4	106.5	106.5	106.5	106.5	106.5	
Տնտեսական աճը պարտքի ավելացումից հետո	107.07	106.26	105.9	105.9	106.0	106.1	106.1	106.1	106.1	106.0	

Ընդհանուր արտաքին պարտքը ՀՆԱ-ի նկատմամբ	75.0	75.6	80.6	80.8	83.0	82.2	79.6	76.1	68.9	65.0	50%
Ընդհանուր արտաքին պարտքը ՀՆԱ-ի նկատմամբ (ավելացված տրանսֆերտները)	70.6	71.2	75.7	75.8	77.7	77.2	75.0	72.0	65.5	62.0	
Պետական արտաքին պարտքի սպասարկում/ՀՆԱ	1.1	2.0	5.6	1.4	1.6	1.7	2.2	5.5	2.2	2.2	
Ընդհանուր արտաքին պարտքի սպասարկում/ՀՆԱ	10.5	11.5	15.1	10.9	11.0	11.2	11.6	14.9	11.6	11.6	
Ընդհանուր արտաքին պարտքի սպասարկում/արտահանում	41.0	43.0	53.4	36.5	35.1	33.3	33.5	41.8	32.0	31.8	25%
Ընդհանուր արտաքին պարտքի սպասարկում/արտահանում (ավելացված տրանսֆերտները)	33.0	34.9	43.5	29.9	28.9	27.9	28.5	36.1	28.0	28.1	
Պետական բյուջեի դեֆիցիտ/ՀՆԱ մինչև պարտքի ավելացումը	-1.7	-2.7	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-1.9	-1.9	
Պետական բյուջեի դեֆիցիտ/ՀՆԱ	-1.7	-2.7	-2.6	-2.5	-2.5	-2.3	-2.1	-1.9	-1.9	-1.9	
Պարտքի սպասարկում բյուջեի եկամուտների նկատմամբ	46.2	49.3	64.2	46.0	45.9	46.0	47.3	60.0	46.1	45.7	35%
Պարտք/Արտահանում	292.1	283.0	285.6	270.9	264.6	244.3	229.0	212.6	189.9	177.7	200%
Պարտք/Եկամուտներ	329.0	324.0	343.5	341.5	345.8	337.8	323.2	305.4	273.4	255.2	300%

ՀԻՄՆԱԿԱՆ ՄԱԿՐՈՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ՑՈՒՑԱՆԻՇՆԵՐ

750 մլն. դոլար պարտքի ներգրավման սցենար	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	CPIA շեմ
Տնտեսական աճը մինչև պարտքի ավելացում	107.07	106.26	106.2	106.3	106.4	106.5	106.5	106.5	106.5	106.5	
Տնտեսական աճը պարտքի ավելացումից հետո	107.07	106.26	106.1	106.1	106.2	106.1	106.1	106.1	106.1	106.0	
Արտաքին մասնավոր տրանսֆերտներ մլն ԱՄՆ դոլար	624.6	652.5	704.7	761.1	822.0	842.5	863.6	885.2	907.3	925.4	

Պետական արտաքին պարտք/ՀՆԱ	37.2	37.8	40.5	40.7	42.9	42.2	40.0	37.7	35.5	33.7	
Մասնավոր հատվածի պարտք/ՀՆԱ	37.8	37.8	37.8	37.8	37.8	37.8	37.8	37.8	37.8	37.8	
Ընդհանուր արտաքին պարտքը ՀՆԱ-ի նկատմամբ	75.0	75.6	78.3	78.5	80.7	80.0	77.8	75.5	73.3	71.5	50%
Ընդհանուր արտաքին պարտքը ՀՆԱ-ի նկատմամբ (ավելացված տրանսֆերտները)	70.6	71.2	73.6	73.6	75.6	75.2	73.3	71.5	69.7	68.2	
Պետական արտաքին պարտքի սպասարկում/ՀՆԱ	1.7	2.7	6.2	2.0	2.1	2.2	2.4	7.3	2.6	2.8	
Ընդհանուր արտաքին պարտքի սպասարկում/ՀՆԱ	11.1	12.2	15.7	11.4	11.5	11.7	11.8	16.8	12.1	12.2	
Ընդհանուր արտաքին պարտքի սպասարկում/արտահանում	43.3	45.6	55.7	38.4	36.9	34.9	34.2	47.1	33.4	33.5	25%
Ընդհանուր արտաքին պարտքի սպասարկում/արտահանում (ավելացված տրանսֆերտները)	34.8	37.0	45.4	31.5	30.4	29.3	29.1	40.7	29.2	29.6	
Պետական բյուջեի դեֆիցիտ	-1.7	-2.7	-2.6	-2.5	-2.5	-2.3	-2.1	-1.9	-1.9	-1.9	
Պարտքի սպասարկում բյուջեի եկամուտների նկատմամբ	48.7	52.2	67.0	48.5	48.3	48.3	48.3	67.7	48.1	48.1	35%
Պարտք/Արտահանում	292.1	283.0	277.8	264.0	258.6	239.1	224.9	212.1	203.2	196.3	200%
Պարտք/Եկամուտներ	329.0	324.0	334.0	332.8	338.0	330.7	317.5	304.7	292.6	282.1	300%