

# ՌՌԻՍ-ՀԱՅԿԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ

## Հայկ Լևոնի Քալանթարյան

ԿԱՊԻՏԱԼԻ ՄԻՋԱԶԳԱՅԻՆ ՀՈՍՔԵՐԸ ԵՎ ԳԼՈՒԲԱԼ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ  
ԿԱՅՈՒՆՈՒԹՅԱՆ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ

Ը.00.06 – «Միջազգային տնտեսագիտություն» մասնագիտությամբ  
տնտեսագիտության թեկնածուի  
գիտական աստիճանի հայցման ատենախոսություն

ՍԵՂՄԱԳԻՐ

ԵՐԵՎԱՆ 2026

**Ատենախոսության թեման հաստատվել է Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանում:**

**Գիտական ղեկավար՝**

**Տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր  
Դավիթ Ներսիկի Հախվերդյան**

**Պաշտոնական ընդդիմախոսներ՝**

**Տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր  
Հրանտ Արարատի Բագրատյան**

**Տնտեսագիտության թեկնածու  
Էդգար Գագիկի Կարապետյան**

**Առաջատար կազմակերպություն՝**

**Երևանի պետական համալսարան**

Պաշտպանությունը կայանալու է 2026 թվականի հուլիսի 29-ին՝ ժամը 14<sup>00</sup>-ին, Ռուս-Հայկական համալսարանում գործող ՀՀ ԲԿԳԿ-ի Տնտեսագիտության թիվ 008 մասնագիտական խորհրդում:  
Հասցե՝ 0051, ք. Երևան, Հովսեփ Էմինի փող., 123:

Ատենախոսությանը կարելի է ծանոթանալ Ռուս-Հայկական համալսարանի գրադարանում:

Սեղմագիրն առաքված է 2026 թվականի հունիսի 29-ին:

**008 մասնագիտական խորհրդի  
գիտական քարտուղար՝**



**տ.գ.թ. դոցենտ  
Ի. Բ. Պետրոսյան**

## ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ԸՆԴՀԱՆՈՒՐ ԲՆՈՒԹԱԳԻՐԸ

**Ատենախոսության թեմայի արդիականությունը:** Համաշխարհային տնտեսությունում վերջին տասնամյակներում արձանագրվել է տնտեսական ինտեգրման և գլոբալացման աննախադեպ աճի ալիք՝ արտահայտված առևտրային հարաբերությունների խորացմամբ, ֆինանսական հաշվի ազատականացմամբ և միջազգային տնտեսական հարաբերությունների ամրապնդմամբ: Ինտեգրման շարժիչ ուժերից եղել և շարունակում է մնալ կապիտալի միջազգային հոսքը, որը ներկայումս աշխարհի տնտեսությունների միջև շարժվում է աննախադեպ ծավալներով և տատանողականությամբ: Համաշխարհային ֆինանսական ճգնաժամին հաջորդող տարիները, սակայն, կառուցվածքայնորեն փոխեցին կապիտալի հոսքերի շուրջ ձևավորված ավանդական մոտեցումները: Նախկինում ակադեմիական և ինստիտուցիոնալ շրջանակներում կենտրոնական հարցը վերաբերում էր միջազգային շուկաներում ինտեգրման և կապիտալի հոսքերի ներգրավման ուղիներին: Մինչդեռ հետճգնաժամային տարիներին առանցքային հարցը կապիտալի հոսքերից ածանցվող անկայունացման հետևանքների բացահայտումն ու կառավարումն է: Վերոնշյալը հատկապես արդիական է զարգացող երկրներում, որտեղ ներքին քաղաքականությունների դերը հարաբերականորեն սահմանափակ է:

Համաշխարհային ֆինանսական ճգնաժամից հետո առաջացած կառուցվածքային հարցերը մեծապես կապված էին կապիտալի հոսքերի կտրուկ դադարների հետ, որոնք, պատմականորեն, նախորդել են ֆինանսական ճգնաժամերին և հանգեցրել տնտեսական աճի խորը անկման, արժույթային համակարգի փլուզման, իրացվելիության սառեցման և համակարգային ֆինանսական անկայունության: Հետևաբար, կապիտալի հոսքերի նկատմամբ զգուշավորության շարունակական մեծացմանը զուգընթաց, քաղաքականության հիմնահարցերը սկսեցին հոսքերի կառավարման և ռիսկերի զսպման միջոցառումներին, իսկ Արժույթի միջազգային հիմնադրամն արդեն 2012 թ. ընդունեց կապիտալի հոսքերի ազատականացման վերաբերյալ առավել զգուշավոր մոտեցում: Ուստի, համաշխարհային ֆինանսատնտեսական պայմանների շարունակական փոփոխմանը զուգընթաց փոփոխվում են նաև կապիտալի միջազգային հոսքերի վարքագծային օրինաչափությունները, իսկ կապիտալի հոսքերի և համաշխարհային ֆինանսական կայունության հիմնախնդիրները շարունակաբար ստանում են փոփոխվող համատեքստ:

Կապիտալի հոսքերի և համաշխարհային ֆինանսական համակարգի կայունության վերաբերյալ գրականությունում որոշակի առանցքային հարցեր, սակայն, դեռևս բավարար չափով քննարկված և ուսումնասիրված չեն: Չնայած լայնորեն ուսումնասիրված է գլոբալ «մղող» գործոնների դերը՝ որպես կապիտալի հոսքերի շարժիչ ուժ, այնուամենայնիվ, ներքին մակրոտնտեսական պայմանների,

Ֆինանսական խոցելիության և կապիտալի հոսքերի կառավարման միջոցառումների հետ դրանց փոխազդեցության վերաբերյալ դեռևս ձևավորված չէ հստակ դիրքորոշում: Մասնավորապես՝ առանցքային հարց է, թե որքանով է նախկինում գոյություն ունեցող ֆինանսական խոցելիությունն ազդում կտրուկ դադարների ուժգնության և համաշխարհային ֆինանսական պայմաններից ածանցվող ռիսկերի նյութականացման վրա: Ավելին՝ կապիտալի հոսքերի վերաբերյալ առկա տնտեսաչափական ուսումնասիրությունները սահմանափակ արդյունքներ են պարունակում առ այն, թե արդյոք, ըստ հոսքերի տեսակների, կտրուկ դադարները և ֆինանսական ճգնաժամերը պայմանավորող գործոններն ու քաղաքականության արձագանքների հնարավոր արդյունավետությունը տարատես են: Ուստի, նման թեմատիկ բացերը մատնանշում են կապիտալի հոսքերի, գլոբալ ֆինանսական կայունության և քաղաքականությունների փոխազդեցության պայմանական բնույթը, ինչպես նաև դրանց հավանականության վրա ազդող գործոնների վերաբերյալ առավել համակարգային ուսումնասիրության անհրաժեշտությունը:

Այս հարցերն ավելի են խորանում համաշխարհային ֆինանսական պարբերաշրջանի գերակայության պայմաններում, քանի որ խորանում են համաշխարհային մակրոտնտեսական քաղաքականության փոխզիջումները, որոնք կապված են միջազգային տնտեսագիտությունում հայտնի «անհնարին տրիլեմայի» հետ: Կապիտալի հոսքերի կառավարման գործիքների, մասնավորապես՝ մակրոարդյունքի քաղաքականության դերն ու արդյունավետությունն այս փոխզիջումները կառավարելու գործում մնում են վիճարկելի և էմպիրիկ գրականությունում թերուսումնասիրված, հատկապես՝ ներքին ֆինանսական խոցելիության առկայության պայմաններում: Այս համատեքստում Հայաստանը՝ որպես փոքր և բաց տնտեսություն, որն աչքի է ընկնում արտաքին ֆինանսական պայմանների նկատմամբ զգայունությամբ, կարող է օրինակ ծառայել՝ բացահայտելու, թե զարգացող երկրներում գործնականում ինչպես են փոխազդում ռիսկի հավելվածարը և կապիտալի հոսքերից ածանցվող անկայունությունը, որն օգնում է նաև գնահատել մակրոտնտեսական քաղաքականությունների փոխզիջումները «անհնարին տրիլեմայի» առավել լայն շրջանակներում:

Համաշխարհային ֆինանսական կայունության հիմնահարցերն ավելի են սրվել հատկապես COVID-19 համավարակի սկզբից ի վեր, երբ ցածր տոկոսադրույքների դարաշրջանից անցում կատարվեց համաշխարհային դրամավարկային պայմանների խստացման, գլոբալ պարտքի մակարդակի մեծացման և արտաքին խոցելիության խորացման, որին նպաստեցին նաև ձևավորված մեծ անորոշությունների միջավայրը, առևտրային պատերազմները և կապիտալի հոսքերի կիրառումը որպես աշխարհաքաղաքական գործիք: Արդյունքում՝ վերջին տարիներին գլոբալացումը թևակոխել է շարունակական շոկերի և կառուցվածքային անորոշությունների դարաշրջան, որի հետևանքով կապիտալի հոսքերն առավել հաճախ, քան երբևէ դրսևորում են զգայունության բարձր աստիճան համաշխարհային ֆինանսական պայմանների և աշխարհաքաղաքական ռիսկերի նկատմամբ: Ուստի, հետհամավարակային շրջանը բնութագրվում է ոչ միայն կարճաժամկետ

ցնցումներով, այլև՝ համաշխարհային ֆինանսական պայմանների կառուցվածքային փոփոխությամբ, որը վերահաստատում է կապիտալի հոսքերից ածանցվող ռիսկերի խելամիտ գնահատման և կանխարգելման կարևորությունը:

**Հետազոտության նպատակը և խնդիրները:** Ատենախոսության նպատակն է բացահայտել կապիտալի միջազգային հոսքերի տատանողականության և ֆինանսական ինտեգրման հիմնախնդիրներն ու գնահատել դրանց ազդեցությունը՝ համաշխարհային տնտեսության կառուցվածքային վերափոխումների պայմաններում:

Հետազոտության շրջանակում առաջադրվել է լուծվել են **հետևյալ խնդիրները.**

- ուսումնասիրել կապիտալի հոսքերի վարքագծային դրսևորումները շարունակաբար փոփոխվող համաշխարհային ֆինանսատնտեսական հարաբերությունների համատեքստում՝ տարբերակելով դրանց պարբերաշրջանային և կառուցվածքային առանձնահատկությունները,

- բացահայտել կապիտալի հոսքերը պայմանավորող գործոնային համակարգը՝ հետազայում դրանցից ածանցվող հնարավոր ֆինանսական խոցելիությունը գնահատելու համար,

- գնահատել համախառն կապիտալի ներհոսքի ազդեցությունը ներմուծող տնտեսություններում ֆինանսական խոցելիության կուտակման տեսանկյունից՝ կիրառելով գնահատման այլընտրանքային մոտեցումներ,

- սահմանել այն պայմանները և հանգամանքները, որոնց պարագայում կապիտալի հոսքերից ածանցվող ֆինանսական խոցելիությունը ստանում է համակարգային բնույթ և վերածվում ֆինանսական անկայունության,

- գնահատել, թե ինչպես են համաշխարհային ֆինանսական պայմանները, ներքին մակրոտնտեսական հիմնարարները և մակրոպրոդեցնցիալ քաղաքականության արձագանքները ձևավորում միջազգային կապիտալի հոսքերի կտրուկ դադարների հավանականությունը,

- մշակել համապարփակ հայեցակարգ, որի միջոցով գնահատվում են ֆինանսական ճգնաժամերի նյութականանալու մեխանիզմները՝ կապիտալի ներհոսքի աճի և դադարների պայմաններում,

- բացահայտել, թե որքանով են կտրուկ դադարների ու ֆինանսական ճգնաժամերի դետերմինանտները և քաղաքականությունների արդյունավետությունը տարբերվում ըստ կապիտալի հոսքերի տեսակների,

- առանձին զարգացող երկրների մակարդակով ուսումնասիրել (Հայաստանի օրինակով) գլոբալ ֆինանսական շուկերի փոխանցման մեխանիզմները՝ բացահայտելով գործնականում ռիսկի հավելավճարի, կապիտալի հոսքերից ածանցվող անկայունության և մակրոֆինանսական պայմանների փոխազդեցությունը,

- գնահատել, թե ինչ ուժգնությամբ է Հայաստանի տնտեսությունը ենթարկվում համաշխարհային ֆինանսական պայմանների ազդեցությանը և արդյոք ներքին տնտեսական պայմաններն անդրադառնում են այդ ազդեցության վրա,

- ստացված էմպիրիկ արդյունքների հիման վրա բացահայտել հետհամավարակային շրջանում գլոբալացման դինամիկայի փոփոխությունները և

դրանցից բխող նոր ֆինանսական խոցելիությունները՝ ապագային միտված և ավելի համակարգային տեսանկյունից:

**Հետազոտության օբյեկտը և առարկան:** Հետազոտության օբյեկտը միջազգային կապիտալի հոսքերն են և դրանց տատանողականությունը համաշխարհային ու ազգային մակարդակներում՝ հատկապես զարգացող և փոքր բաց տնտեսությունների համատեքստում: Հետազոտության առարկան կապիտալի հոսքերի, ֆինանսական խոցելիության և մակրոտնտեսական քաղաքականության միջև փոխազդեցության մեխանիզմներն են, որոնց միջոցով համաշխարհային ֆինանսական պայմանները փոխանցվում են կապիտալ ներգրավող տնտեսություններին և պայմանավորում ֆինանսական անկայունության առաջացումը:

**Հետազոտության տեսական, մեթոդաբանական և տեղեկատվական հիմքերը:** Սույն հետազոտության համար տեսական հիմք են ծառայել միջազգային տնտեսագիտության առանցքային սկզբունքների, մասնավորապես՝ ֆինանսական գլոբալացման, համաշխարհային ֆինանսական պարբերաշրջանների տեսության և կապիտալի միջազգային շարժի միջև առկա համակարգերը: Ատենախոսության վերլուծական համակարգը հիմնվում է միջազգային ֆինանսատնտեսական հարաբերությունների առանցքային տարրերի ուսումնասիրության վրա, ինչպիսիք են՝ կապիտալի հոսքերի տատանողականությունը, արտաքին խոցելիությունը, կապիտալի հոսքերի կտրուկ դադարները և ֆինանսական ճգնաժամերը: Հետևաբար, աշխատությունը կիրառում է գրականությունում առկա տեսական և կիրառական մոտեցումները, ինչպես նաև միջազգային կառույցների կողմից ձևավորված մեթոդական գործիքակազմերը: Քանակական վերլուծությունների և էկոնոմետրիկ գնահատումների միջոցով, հեղինակի կողմից կառուցված տվյալների շտեմարանների հիման վրա, կապիտալի հոսքերի կտրուկ դադարների նույնականացումը բացահայտում է զարգացած և զարգացող տնտեսություններում կապիտալի հոսքերի, ֆինանսական խոցելիության և ճգնաժամերի միջև փոխազդեցությունները:

Էմպիրիկ գնահատումների համար կիրառվում են երկփուլային GMM գնահատումներ՝ էնդոգենության հետ կապված խնդիրները մեղմացնելու, ինչպես նաև պրոբիթից մոդելներ՝ կտրուկ դադարների և ֆինանսական ճգնաժամերի հավանականությունը գնահատելու համար: Համեմատական, դինամիկ, կառուցվածքային և ռեգրեսիոն մեթոդներով գնահատվում է զարգացող երկրների, մասնավորապես՝ Հայաստանի սուվերեն սփրեդների զգայունության աստիճանն արտաքին ֆինանսավորման պայմաններից: Վերլուծությունը մոդելավորում է արտաքին և ներքին գործոնների, ինչպես նաև ներքին քաղաքականությունների մեղմացող դերի գնահատումը կապիտալ հոսքերի անկայունության համատեքստում:

Հետազոտության համար տեղեկատվական աղբյուր են ծառայել Արժույթի միջազգային հիմնադրամի, Համաշխարհային բանկի, Միջազգային ֆինանսների ինստիտուտի, Սենթ Լուիսի Դաշնային պահուստային բանկի տվյալների

շտեմարանները, զարգացող և զարգացած երկրների վերաբերյալ առկա վիճակագրական հաշվետվությունները, ազգային վիճակագրական ծառայությունների տվյալները՝ ներառյալ վճարային հաշվեկշիռները, ինչպես նաև գրականությունում կայնամասշտաբ կիրառում գտած տվյալների շտեմարանները:

**Հետազոտության հիմնական արդյունքները և գիտական նորոյթը:**

Կատարված վերլուծության հիմնական գիտական արդյունքները և նորոյթները հանգում են հետևյալին.

1. Եռամսյակային պանելային տվյալների բազայի հիման վրա կառուցված և նույնականացված կտրուկ դադարների դրվագների գնահատումների հիման վրա (64 երկրի կտրուկ դադարներ՝ 1980 թ. առաջին եռամսյակից մինչև 2024 թ. չորրորդ եռամսյակ) բացահայտվել է, թե ինչպես են համաշխարհային ֆինանսական պայմանները, ներքին մակրոտնտեսական հիմնարարները և մակրոարդյունքները քաղաքականության արձագանքները ձևավորում միջազգային կապիտալի հոսքերի կտրուկ դադարների հավանականությունը:
2. Զարգացած և զարգացող 57 երկրների պանելային տվյալների բազայի համակարգային վերլուծության հիման վրա գնահատվել են ֆինանսական ճգնաժամերի նյութականանալու մեխանիզմները կապիտալի ներհոսքի աճի և դադարների պայմաններում: Ընդ որում՝ արդյունքները բացահայտել են, որ կապիտալի հոսքերի կտրուկ դադարներին հաջորդում են բանկային և արժույթային ճգնաժամեր:
3. Գնահատվել է կտրուկ դադարները և ֆինանսական ճգնաժամերը պայմանավորող գործոնների ոչ միատարր ազդեցությունը հոսքերի տարբեր տեսակների համար, ըստ որի՝ համաշխարհային ֆինանսական պայմանները պայմանավորում են կապիտալի հոսքերի բոլոր կատեգորիաների կտրուկ դադարները, մինչդեռ ներքին մակրոտնտեսական հիմնարարները և հատկապես կապիտալի հոսքերի աճից ածանցվող վարկավորման ընդլայնումը հիմնականում ազդեցություն ունեն ընդհանուր և միջսահմանային բանկային հոսքերի կտրուկ դադարների համատեքստում: Ընդ որում՝ մակրոարդյունքները քաղաքականության ազդեցության տարասեռությունը դրսևորվում է նաև ֆինանսական ճգնաժամերի համատեքստում:
4. Գնահատվել է կտրուկ դադարների և ֆինանսական ճգնաժամերի ռիսկերը մեղմելու գործում մակրոարդյունքները քաղաքականության ակտիվացման արդյունավետությունը՝ բացահայտելով, որ, երբ քաղաքականության ակտիվացումն արձանագրվում է արդեն իսկ գոյություն ունեցող ֆինանսական խոցելիության պայմաններում, կտրուկ դադարի նյութականացման ռիսկն էականորեն մեղմվում է՝ ընդգծելով այս քաղաքականության պայմանական դերը:
5. Զարգացող տնտեսություններում անհնարին տրիլեմայի դրսևորումներն ուսումնասիրելու նպատակով Հայաստանի միջազգային

եվրոպարտատոմների սփրեդների և զարգացող տնտեսությունների միջինացված սփրեդների վարքագծի վերլուծությամբ բացահայտվել է, որ Հայաստանի սփրեդների տատանողականությունը, որը երկրի ռիսկի հավելավճարի չափորոշիչն է, մեծապես պայմանավորված է համաշխարհային ֆինանսական պայմաններով: Թեև փոքր բաց տնտեսությունները շարունակում են խոցելի մնալ արտաքին շոկերի նկատմամբ, այդ խոցելիության բնույթը ժամանակի ընթացքում կարող է փոփոխվել, բայց ոչ ամբողջությամբ վերանալ՝ հիմնականում երկրին ներհատուկ գործոնների աճող դերի հետևանքով:

***Հետազոտության արդյունքների տեսական և կիրառական նշանակությունը:***

Ատենախոսությունում ստացված արդյունքները և եզրակացություններն ունեն տեսական ու կիրառական նշանակություն: Արդյունքները կարող են օգտագործվել ինչպես զարգացող, այնպես էլ զարգացած տնտեսություններում կապիտալի հոսքերի և արտաքին ֆինանսավորման պայմանների փոփոխությունից ածանցվող ֆինանսական խոցելիությունը բացահայտելու, գնահատելու, կանխարգելելու և մոդելավորելու համար: Միաժամանակ, աշխատությունում քննարկված նախազգուշական ցուցանիշների համակարգերի ուսումնասիրությունը և կիրառված մեթոդական մոտեցումները հնարավորություն են տալիս ձևավորելու առավել համակարգված պատկերացում կապիտալի հոսքերի և ֆինանսական ռիսկերի ձևավորման վերաբերյալ: Տեսական առումով՝ աշխատությունը տրամադրում է համակարգային մոտեցում կապիտալի հոսքերի տատանողականության, ֆինանսական խոցելիության և ֆինանսական ճգնաժամերի միջև փոխազդեցության համատեքստում:

Կիրառական տեսանկյունից՝ ստացված արդյունքները հիմք են հանդիսանում ֆինանսական խոցելիության վաղ նախազգուշական ցուցանիշների մշտադիտարկման համակարգի ձևավորման համար, որը կարող է բարելավվել կենտրոնական բանկերի կողմից կիրառվող կանխարգելիչ գործիքակազմի ներդրումը: Քաղաքականության գործիքակազմի բարելավման տեսանկյունից աշխատությունը կարևորում է մակրոպրոդեցնցիալ քաղաքականության մեղմացնող և պայմանական բնույթի դերի բացահայտումը, որը հատկապես դրսևորվում է կապիտալի հոսքերից ածանցվող ֆինանսական խոցելիության պայմաններում: Այսպիսով՝ ատենախոսության արդյունքները կարող են կիրառվել կենտրոնական բանկերի, ֆինանսների նախարարությունների, ֆինանսական համակարգի կարգավորողների, ինչպես նաև միջազգային կառույցների կողմից՝ համաշխարհային ֆինանսական կայունության ապահովման և քաղաքականության մոտեցումների շարունակական վերանայման նպատակով:

***Հետազոտության փորձարկումը և հրատարակումները:***

Հետազոտության հիմնական դրույթները և արդյունքները ներկայացվել ու քննարկվել են ՀՊՏՀ Միջազգային տնտեսական հարաբերությունների ամբիոնի նիստերում, «Ամբերդ» հետազոտական կենտրոնի քննարկումներում, ինչպես նաև մի շարք միջազգային գիտաժողովներում, ներառյալ՝ Յվիկայի կիրառական գիտությունների

համալսարանի կողմից կազմակերպված «Եվրոպա-Կովկաս-Ասիա կապակցվածության» 2-րդ համաժողովում: Ատենախոսության հիմնական նորոյթները, մեթոդաբանական մոտեցումները, կիրառված գործիքակազմը և ներքին քաղաքականությունների դերը քննարկվել են նաև ՀՀ կենտրոնական բանկի Մակրոտնտեսական դեպարտամենտում:

Ատենախոսության հիմնական դրոյթները, գիտական արդյունքները և նորոյթները ամփոփված են հեղինակի կողմից հրատարակված 4 գիտական հոդվածներում, որոնցից մեկը ներառված է SCOPUS գիտատեղեկատվական շտեմարանում:

**Ատենախոսության կառուցվածքը և ծավալը:** Ատենախոսությունը բաղկացած է ներածությունից, երեք գլխից, եզրակացություններից, օգտագործված գրականության ցանկից, հավելվածներից և հապավումների ցանկից: Ատենախոսության ընդհանուր ծավալը կազմում է 178 էջ՝ առանց հավելվածների և հապավումների ցանկի:

## ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ՀԻՄՆԱԿԱՆ ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆԸ

Ատենախոսության «**Ներածություն**» բաժնում հիմնավորվել է թեմայի արդիակա- նությունը, սահմանվել են հետազոտության նպատակը և խնդիրները, ներկայացվել են հետազոտության օբյեկտը և առարկան, տեսական և տեղեկատվական հիմքերը, ամփոփվել են ատենախոսությամբ ստացված հիմնական արդյունքները, ինչպես նաև ներկայացվել են ստացված արդյունքների նշանակությունը և կիրառման հնարավորությունները:

Ատենախոսության առաջին՝ «**Կապիտալի միջազգային հոսքերի և ֆինանսական կայունության տեսագործնական հետազոտություն**» գլխում հեղինակի կողմից ներկայացվել են կապիտալի միջազգային հոսքերի շարունակաբար տատանվող և փոփոխական վարքագիծը, ֆինանսական խոցելիության կուտակումը ձևավորող մեխանիզմները և հիմնական գործոնները:

Կապիտալի հոսքերի և գլոբալ ֆինանսական անկայունությունների նշանակալի պատմական դրվագների, ինչպես նաև թեմային առնչվող գրականության վերլուծության արդյունքում հեղինակը առանձնացնում է կապիտալի հոսքերի ուսումնասիրության երկու առանցքային տեսություն՝ «արտաքին մղող – ներքին ձգող» գործոնների համակարգը (push-pull framework) և «գլոբալ ֆինանսական ցիկլի» տեսությունը: Հոսքերը պայմանավորող ներքին «ձգող» գործոնները կապված են ընդունող տնտեսությունում առկա մակրոտնտեսական պայմանների և արտաքին ֆինանսավորման կարիքների հետ: Արտաքին «մղող» գործոններն արտահայտում են ընդհանուր գլոբալ ֆինանսական պայմանները, որոնք ուղղակիորեն ազդում են ներդրողների կողմից կապիտալի վերաբաշխման վարքագծի վրա՝ անկախ ընդունող երկրի ներքին տնտեսական պայմաններից: Հետևաբար, աշխատությունում կապիտալի հոսքերը դիտարկվում են ոչ միայն որպես առանձին երկրների մակրոտնտեսական, այլ նաև որպես գլոբալ ֆինանսական համակարգի և,

հետևաբար, գլոբալ ֆինանսական կայունության կենտրոնական տարր: Այս համատեքստում, առանցքային է Հելեն Ռեյի գլոբալ ֆինանսական ցիկլի տեսությունը, որը հարցականի տակ է դնում ավանդական «անհնարին տրիլեմայի» արդիակա- նությունը և այն վերածնակերպում է որպես «դիլեմա»<sup>1</sup>, քանի որ կապիտալի հոսքերի՝ արտաքին գործոններով պայմանավորված բնույթը սահմանափակում է դրանց կառավարման կարողությունը ֆինանսական հաշվի բացության պայմաններում:

Հեղինակը նշում է, որ ֆինանսական անկայունությունների նյութականացման համատեքստում տնտեսություններում վարկավորման պայմանների, ակտիվների գների, ազգային արժույթի պարբերաշրջանային արժևորումների, ինչպես նաև ռիսկի հավելվածարի վարքագծի գնահատումն առանցքային է փոխանցումային մեխանիզմն արդյունավետորեն բացահայտելու և գլոբալ ֆինանսական համակարգի ռիսկերը գնահատելու տեսանկյունից: Հեղինակը նաև նշում է, որ փոխանցումային մեխանիզմը տեսականորեն ուսումնասիրելու համար անհրաժեշտ է նաև տարբերակել Այխենգրինի և Հաուսմանի<sup>2</sup> սահմանած արտարժույթային անհամա- պատասխանության, պարտքի անհանդուրժողականության և «սկզբնական մեղք» հասկացությունները, որոնց պայմաններում կապիտալ փոխառող տնտեսություններում մեծանում են արտաքին կախվածությունները: Այս համատեքստում, ֆինանսական անկայունության տեսանկյունից առանցքայինը կապիտալի հոսքերի աճին հաջորդող կտրուկ դադարների (ԿԴ) և ֆինանսական ճգնաժամերի միջև առկա տեսական մոտեցումներն են: Կտրուկ դադարները կապիտալի հոսքերի հանկարծակի, կտրուկ նվազումներն են, որոնք հաճախ ուղեկցվում են թողարկման անկմամբ, փոխարժեքի արժեզրկմամբ և իրացվելիության սառեցմամբ՝ ավելացնելով ֆինանսական ճգնաժամի ռիսկերը<sup>3</sup>:

Ամփոփելով՝ հեղինակը նշում է, որ կապիտալի միջազգային հոսքերի և գլոբալ ֆինանսական համակարգի կայունության հիմնախնդիրները պայմանավորված են կապիտալի հոսքերի ցիկլիկ բնույթով, աշխարհի տնտեսությունների միջև դրանց համաժամանակյա շարժով, ինչպես նաև զարգացող և զարգացած երկրների միջև գոյություն ունեցող տարասեռությամբ: Արդյունքում՝ ֆինանսական կայունության ապահովման համար անհրաժեշտ է ֆինանսական համակարգն անմիջականորեն թիրախավորող քաղաքականության ներդրումն ու լայնամասշտաբ կիրառումը: Ուստի, հեղինակն ուսումնասիրում է նաև հոսքերի կառավարման գործիքակազմի, մասնավորապես՝ մակրոարտոդենցիալ քաղաքականության վերաբերյալ առկա մոտեցումները:

---

<sup>1</sup> Rey, H. (2015). *Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence*. <https://doi.org/10.3386/w21162>

<sup>2</sup> Eichengreen, B., & Hausmann, R. (1999). Exchange rates and financial stability. In Federal Reserve Bank of Kansas City (Ed.), *New challenges for monetary policy* (pp. 319–367). Federal Reserve Bank of Kansas City. <https://www.kansascityfed.org/jackson%20Hole/documents/3551/1999-S99eich.pdf>

<sup>3</sup> Calvo, G., Izquierdo, A., & Mejia, L. (2004). *On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects*. <https://doi.org/10.3386/w10520>

Ատենախոսության երկրորդ՝ «Համաշխարհային ֆինանսական խոցելիությունների գնահատումը կապիտալի հոսքերի շարունակական անկայունության պայմաններում» գլխում հեղինակը գնահատել է կապիտալի համախառն ներհոսքերի ազդեցությունը ֆինանսական խոցելիության կուտակման տեսանկյունից, ներառյալ՝ կապիտալի հոսքերի կտրուկ դադարների և ֆինանսական ճգնաժամերի ձևավորման մեխանիզմները համաշխարհային ֆինանսական պարբերաշրջանի գերակայության պայմաններում, կապիտալի հոսքերի տեսակների միջև առկա տարասեռությունը, ինչպես նաև քաղաքականության արձագանքների արդյունավետությունը:

Կապիտալի միջազգային հոսքերի աճից ածանցվող ֆինանսական խոցելիության դրսևորումները գնահատելու նպատակով աշխարհի զարգացած և զարգացող 128 երկրների պատմական տվյալների հիման վրա երկփուլային GMM կիրառմամբ գնահատվել է համախառն ներհոսքերի և վարկավորման միջև կապը, որը դյուրացնում է էնդոգեն մակրոտնտեսական փոփոխականների միջև կապի բացահայտումը՝ առաջարկելով ավանդական մեթոդաբանությունների համեմատությամբ առավել վստահելի կիրառական արդյունքներ<sup>4</sup>: Գլոբալ և տարածաշրջանային գործոնների ազդեցությունը գնահատելու նպատակով հեղինակը կառուցում է տարածաշրջանային կապիտալի ներհոսքերի ցուցանիշը, որը ցույց է տալիս աշխարհում առկա իրացվելիությունը և հիմնականում ուղղվում է դեպի դիտարկվող տարածաշրջան: Կառուցվում է նաև ցիկլիկ գործոնների ազդեցությամբ շարժվող պորտֆելային հոսքերի ճեղքի ցուցանիշը՝ օգտվելով Բուրգերի, Ֆ. Ուորնոկի և Վ. Ուորնոկի<sup>5</sup> պորտֆելային հոսքերի կայուն մակարդակի գնահատականներից՝ բացահայտելով, թե ինչպես են պորտֆելային հոսքերի «բնական» մակարդակից շեղումները նպաստում ֆինանսական խոցելիության կուտակմանը: Արդյունքում՝ ֆինանսական կայունությունը բացահայտող կախյալ փոփոխականներն են վարկավորման և ՀՆԱ-ի հարաբերակցությունը, վարկեր/ՀՆԱ հարաբերակցության փոփոխությունը, կապիտալի համարժեքության ցուցանիշը, ինչպես նաև փոխարժեքի ցիկլիկ արժևորումը, երբ մոդելավորվում է պորտֆելային հոսքերի բնական մակարդակից շեղումը: Ճեղքը սահմանվում է որպես իրական փոխարժեքի և իրական փոխարժեքի միտման տարբերություն: Էմպիրիկ մոդելը, հետևաբար, ունի հետևյալ տեսքը.

$$\text{Financial Stability}_{t-1,c} = \alpha + \beta_1 \cdot \text{Dependent Variable}_{t-1,c} + \beta_2 \cdot \text{Gross Capital Inflow}_{t-1,c} + \beta_3 \cdot \text{Trade Openness}_{t-1,c} + \beta_4 \cdot \text{Exchange Rate Stability}_{t-1,c} + \beta_5 \cdot \text{GDP Growth}_{t-1,c} + \beta_6 \cdot \text{Inflation}_{t-1,c} + \beta_7 \cdot \text{Capital Flows}_{t-1,c} \times \text{Capital Controls}_{t-1,c} + \epsilon_{t,c} \quad (1)$$

<sup>4</sup> Առավել մանրամասն տե՛ս Hakhverdyan, D., & Kalantaryan, H. (2025). Capital flow volatility and financial fragility: Cross-country evidence and policy lessons. *Ordnungspolitische Diskurse*, No. 2025–13. Erfurt: Ordnungspolitisches Portal (OPO). <https://www.ordnungspolitisches-portal.com/ordnungspolitische-diskurse>

<sup>5</sup> Burger, J. D., Warnock, F. E., & Warnock, V. C. (2022). A natural level of capital flows. *Journal of Monetary Economics*, 130, pp. 1–16. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2022.05.009>

Կապիտալի հոսքերը սահմանվում են որպես տարեկան համախառն ներհոսքի (պորտֆելային, միջբանկային և տարածաշրջանային կապիտալի հոսքեր, պորտֆելային հոսքերի ճեղք) և անվանական ՀՆԱ-ի հարաբերակցություն (տարածաշրջանային հոսքերի դեպքում հաշվարկվում և օգտագործվում է տարածաշրջանային ՀՆԱ-ն): Առևտրի բացությունը չափվում է ծառայությունների առևտուր/ՀՆԱ հարաբերակցությամբ: Փոխարժեքի կայունության աստիճանը տատանվում է 0-ից 1 միջակայում (1-ը կայունության ամենաբարձր մակարդակն է): Ընդհանուր տնտեսական ցուցանիշները բնութագրող այլ անկախ փոփոխականներից են նաև մեկ շնչին բաժին ընկնող ՀՆԱ-ն և սպառողական գների ինդեքսի աճի տեմպը: Քաղաքականության գործիքի ակտիվացումը դիտարկում է յուրաքանչյուր տնտեսությունում կապիտալի ներհոսքի նկատմամբ կիրառվող ընդհանուր սահմանափակումները և տատանվում է 0-ից 1 միջակայքում, որտեղ 1-ը մատնանշում է բացարձակ հսկողություն:

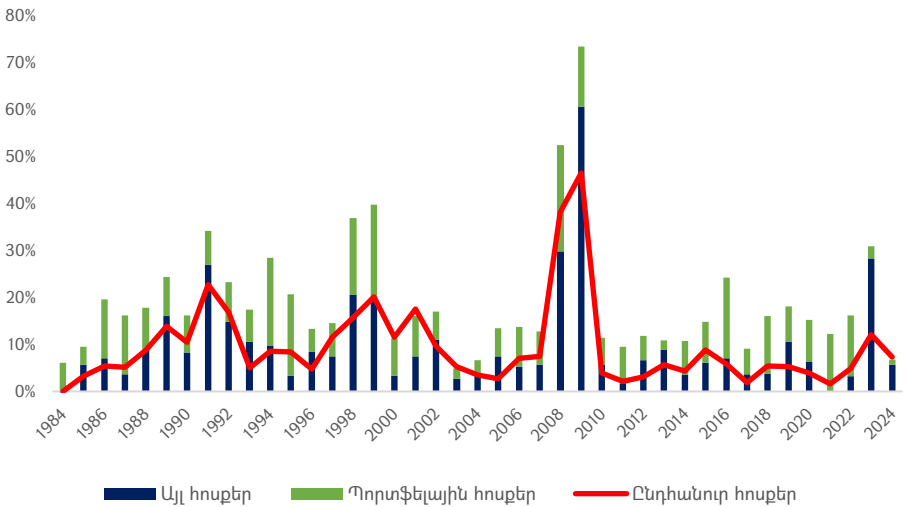
Ընդհանուր առմամբ, գլոբալ ֆինանսական համակարգում այլ (միջսահմանային բանկային) և պորտֆելային ներհոսքերը ցուցաբերում են վիճակագրորեն նշանակալի և դրական կապ վարկավորման աճի տեմպերի հետ: Միջսահմանային բանկային կապիտալի ներհոսքերը վիճակագրորեն նշանակալի են նաև կապիտալի համարժեքության ցուցանիշի նվազման համատեքստում: Տարածաշրջանային հոսքերի տեսանկյունից՝ միջբանկային տարածաշրջանային հոսքերը դրական և վիճակագրորեն նշանակալի ազդեցություն ունեն երկրների վարկավորման ծավալների աճի վրա: Հաջորդիվ, հեղինակը գնահատում է ընտրված կախյալ փոփոխականների վրա պորտֆելային հոսքերի ճեղքի ազդեցությունը, ներառյալ՝ դիտարկվող երկրներում փոխարժեքի ճեղքը: Ըստ արդյունքների, պորտֆելային հոսքերի ճեղքը դրական և վիճակագրորեն նշանակալի գործոն է ֆինանսական կայունության ընտրված ցուցանիշների որոշման տեսանկյունից՝ բացառությամբ կապիտալի համարժեքության ցուցանիշի:

Ֆինանսական անկայունությունների գնահատման նպատակով ատենախոսության սույն գլխում հեղինակը հաջորդիվ ուսումնասիրել է, թե ինչպես են համաշխարհային ֆինանսական պայմանները, ներքին մակրոտնտեսական հիմնարարները և մակրոարտադրանքի քաղաքականության արձագանքները ձևավորում կապիտալի միջազգային հոսքերի կտրուկ դադարների հավանականությունը<sup>6</sup>: Այս նպատակով, նախ, հեղինակն աշխարհի 64 երկրների համար նույնականացնում է եռամսյակային կտրուկ դադարների դրվագները 1980 թ. մինչև 2024 թ. ընթացքում՝ հետևելով Ֆորբսի և Ուորնոքի<sup>7</sup> մեթոդաբանությամբ: Երկրորդ, կտրուկ դադարների դրվագներն առանձնացվում են ըստ առանձին հոսքերի

<sup>6</sup> Առավել մանրամասն տե՛ս Hakhverdyan, D., Kalantaryan, H., & Gabrielyan, B. (2026). Sudden stops in international capital flows: Global financial conditions, domestic fundamentals, and the mitigating role of macroprudential policies. *Investment Management and Financial Innovations*, 23(1), pp. 318–330. [https://doi.org/10.21511/imfi.23\(1\).2026.24](https://doi.org/10.21511/imfi.23(1).2026.24)

<sup>7</sup> Forbes, K. J., & Warnock, F. E. (2012). Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment. *Journal of International Economics*, 88(2), pp. 235–251. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2012.03.006>

տեսակների՝ դրանց տարատեսակ վարքագիծը գնահատելու համար: Երրորդ, դիտարկվում է հիմնարար մակրոտնտեսական պայմանների և ֆինանսական խոցելիությունների դերը ԿԴ-ների ռիսկը ձևավորելու գործում: Չորրորդ, գնահատվում է մակրոպրոդեցիալ քաղաքականության խստացման պայմանական արդյունավետությունը ԿԴ-ների հավանականությունը մեղմելու գործում: Գծապատկեր 1-ը ներկայացնում է քննարկված մեթոդաբանությանը համաձայն նույնականացված կտրուկ դադարների դրվագների հաճախականությունը: Ըստ հեղինակի գնահատումների՝ այս դրվագներն ամենից հաճախ նկատվում են միջսահմանային բանկային հոսքերում, հատկապես՝ գլոբալ ֆինանսական ցնցումների ժամանակ, ներառյալ՝ Համաշխարհային ֆինանսական ճգնաժամը (ՀՖՃ) և հետհամավարակային զարգացումները:



**Գծապատկեր 1. ԿԴ-ներ արձանագրած երկրների կշիռը ըստ կապիտալի հոսքերի կատեգորիաների<sup>8</sup>**

Հաշվի առնելով կառուցված կտրուկ դադարի փոփոխականների կեղծ բնույթը, որն արտահայտում է դրվագների վրա հիմնված դիտարկումներ՝ հեղինակի կողմից կիրառվում է պրոբիթ մոդել դրանց հավանականությունը գնահատելու համար: Ստանդարտ սխալները հաշվարկվում են՝ կլաստերացնելով երկրների մակարդակում: Էմպիրիկ մոդելը ընդունում է հետևյալ տեսքը.

$$P(\text{SuddenStop}_{i,t} = 1) = \Phi \left( \alpha_i + \beta X_{i,t-1} + \gamma Z_{i,t-1} + \delta (\text{MaPP}_{i,t-1} \times \text{Credit}_{i,t-1}) + \hat{U}_{i,t} \right) \quad (2)$$

<sup>8</sup> Կտրուկ դադարների դրվագների նույնականացումը իրականացվել է հեղինակի կողմից՝ R Studio ծրագրային փաթեթի կիրառման միջոցով՝ կառուցված տվյալների բազայի հիման վրա:

որտեղ  $\Phi(\cdot)$  ներկայացնում է ստանդարտ նորմալ բաշխման կուտակային բաշխման ֆունկցիան, իսկ  $i$ -ն և  $t$ -ն համապատասխանաբար ներկայացնում են երկիրը և եռամսյակը: Կախյալ փոփոխականը SuddenStop <sub>$i,t$</sub> -ն է, որը հավասար է մեկի, եթե  $i$  երկրում  $t$  եռամսյակի ընթացքում նույնականացվում է կտրուկ դադարի դրվագ կապիտալի հոսքի որևէ տեսակի համար, իսկ հակառակ դեպքում՝ զրոյի: Էմպիրիկ վերլուծությունը հիմնված է 1985-2024 թթ. համար չհաշվեկշռված եռամսյակային պանելային տվյալների վրա: Տարբեր փոփոխականների ոչ լիարժեք առկայության պայմաններում մոդելի գնահատումներում ներառվող երկրների ծածկույթը տատանվում է 51-ից մինչև 58 տնտեսություն:

Գլոբալ «մղող գործոնները»  $X_{i,t-1}$ -ը, ներառում են գլոբալ ռիսկի և անորոշության տատանողականության VIX ինդեքսը (Global Risk), գլոբալ տոկոսադրույքները՝ արտահայտված ԱՄՆ-ում, Եվրոգոտում, Ճապոնիայում և Միացյալ Թագավորությունում 10-ամյա պարտատոմսերի միջին եկամտաբերությամբ (Global Interest Rates), գլոբալ իրացվելիությունը՝ արտահայտված M2 դրամական զանգվածի տարեկան փոփոխությամբ (Global Liquidity) և գլոբալ իրական ՀՆԱ-ի աճի տեմպը (Global Growth): Ներքին «ձգող» գործոնները՝  $Z_{i,t-1}$ -ը, ներառում են իրական ՀՆԱ-ի տարեկան աճի տեմպը (Domestic growth), տնտեսության բացության աստիճանը (Openness), որը չափվում է Հին-Իտոյի կապիտալի հաշվի բացության ինդեքսով<sup>9</sup>, ինչպես նաև վարկավորման ծավալների և ՀՆԱ հարաբերակցության տարեկան փոփոխությունը (Domestic Credit): MaPP Tightening կեղծ փոփոխականը հավասար է մեկի, եթե  $i$  երկրում  $t$  եռամսյակի ընթացքում արձանագրվել է մակրոարտուղենցիալ քաղաքականության խստացում: Լազի օգտագործումը թույլ է տալիս բացահայտել քաղաքականության կանխարգելիչ ակտիվացման ազդեցությունը: EME-ը կեղծ փոփոխական է, որը հավասար է մեկի, եթե  $i$  երկիրը  $t$  եռամսյակի ընթացքում համարվել է զարգացող՝ ըստ ԱՄՀ դասակարգման:

Աղյուսակ 1-ում արտացոլված են կապիտալի հոսքերի կտրուկ դադարների և արտաքին, ներքին ու քաղաքականության փոփոխականների միջև եղած էմպիրիկ կապը բացահայտող արդյունքները: Բոլոր հավասարումներում արտաքին ֆինանսական պայմանների խստացումը, մասնավորապես՝ գլոբալ անորոշության (VIX) և գլոբալ երկարաժամկետ տոկոսադրույքների աճը մեծացնում են կտրուկ դադարների հավանականությունը: Վիճակագրորեն, այս հարաբերությունը նկատվում է հոսքերի բոլոր կատեգորիաների համար: Մյուս կողմից՝ գլոբալ տնտեսական աճը բացասական և վիճակագրորեն նշանակալի գործոն է ընդհանուր և միջասիանային բանկային հոսքերի ԿԴ-ների հավանականության տեսանկյունից: Գլոբալ իրացվելիության «սառեցումը» էականորեն պայմանավորում է պորտֆելային ներհոսքի կտրուկ դադարները: Ընդհանուր առմամբ, քննարկված արդյունքներն էմպիրիկորեն ընդգծում են արտաքին գործոնների գերակա դերը:

<sup>9</sup> Chinn, M. D., & Ito, H. (2006). What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions. *Journal of Development Economics*, 81(1), pp. 163-192. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2005.05.010>

Ըստ գնահատումների՝ որոշ հիմնարար ցուցանիշներ, մասնավորապես՝ ներքին տնտեսական աճը, կարող են նվազեցնել ընդհանուր և միջսահմանային բանկային, իսկ տնտեսության բացության աստիճանը՝ միջսահմանային բանկային հոսքերի կտրուկ դադարների հավանականությունը: Նախորդ ժամանակահատվածում վարկավորման աճն էականորեն պայմանավորում է կտրուկ դադարի հավանականությունը թե՛ ընդհանուր, թե՛ միջսահմանային բանկային հոսքերի համար: Արդյունքում՝ բարելավված ներքին մակրոտնտեսական հիմնարարների հնարավոր մեղմացնող ազդեցությունները հիմնականում կենտրոնացած են միջ-սահմանային և ընդհանուր հոսքերի կտրուկ դադարներում: Պորտֆելային հոսքերի ԿԴ-ների տեսանկյունից՝ արդյունքները վկայում են, որ դրանք մեծապես կապված են համաշխարհային ռիսկի, տոկոսադրույքների և իրացվելիության հետ: Հետևաբար, այս արդյունքները հաստատում են կապիտալի հոսքերի տեսակային տարանջատման մոտեցման կարևորությունը, մասնավորապես՝ համախառն հոսքերի տեսանկյունից:

**Աղյուսակ 1**

**Ընդհանուր, միջսահմանային բանկային և պորտֆելային հոսքերի կտրուկ դադարները պայմանավորող գործոնների պրոքսի գնահատումներ<sup>10</sup>**

	Dependent variable: Sudden Stop Dummy					
	Total Flows		Cross-border Bank Flows		Portfolio Debt Flows	
	1	2	3	4	5	6
<b>Global Risk</b>	0.022 *** (0.006)	0.021 *** (0.007)	0.017*** (0.004)	0.018*** (0.006)	0.003*** (0.001)	0.004*** (0.001)
<b>Global Interest Rates</b>	0.138 *** (0.026)	0.175 *** (0.035)	0.102*** (0.025)	0.124*** (0.036)	0.066** (0.027)	0.107** (0.04)
<b>Global Liquidity</b>	0.005 (0.006)	0.003 (0.008)	-0.007 (0.004)	-0.005 (0.007)	-0.001 (0.003)	-0.014*** (0.005)
<b>Global Growth</b>	-0.089 *** (0.019)	-0.090 *** (0.026)	-0.107*** (0.023)	-0.103*** (0.032)	0.004 (0.01)	0.002 (-0.01)
<b>Domestic Growth</b>	-0.037*** (0.014)	-0.037** (0.019)	-0.075*** (0.013)	-0.071*** (0.020)	-0.014 (0.013)	0.019 (0.025)
<b>Openness</b>	-0.049 (0.036)	-0.105** (0.050)	-0.091*** (0.027)	-0.131*** (0.033)	-0.016 (0.025)	-0.022 (0.045)
<b>Domestic Credit</b>	- (0.013)	0.046*** (0.013)	- (0.013)	0.034*** (0.013)	- (0.013)	0.011 (0.01)
<b>MaPP Tightening</b>	- (0.118)	-0.054 (0.118)	- (0.138)	0.006 (0.138)	- (0.138)	0.017 (0.097)
<b>MaPP x Credit</b>	- (0.010)	-0.054*** (0.010)	- (0.017)	-0.043** (0.017)	- (0.017)	0.014 (0.015)
<b>Observations</b>	4637	3228	4581	3228	5317	3317
<b>Pseudo R<sup>2</sup></b>	0.11	0.17	0.16	0.19	0.01	0.024

Ծանոթ: \* p < 0.1; \*\* p < 0.05; \*\*\* p < 0.01.

Արդյունքներից նկատելի է, որ, երբ մակրոպրոլեցնիալ քաղաքականության խստացման փոփոխականը փոխազդում է վարկավորման աճի հետ, այն ունենում է

<sup>10</sup> Գնահատումներն իրականացվել են հեղինակի կողմից՝ R Studio ծրագրային փաթեթի միջոցով: Ներքին խոցելիությունը և մակրոպրոլեցնիալ քաղաքականության փոփոխականները չներառող ռեգրեսիաներն օգտագործում են 1985 թ. 1-ին եռամսյակից մինչև 2024 թ. 4-րդ եռամսյակն ընդգրկող տվյալներ, մինչդեռ մակրոպրոլեցնիալ քաղաքականության փոփոխականները ներառող ռեգրեսիաներն ավարտվում են 2023 թ. 4-րդ եռամսյակում՝ ելնելով առկա տվյալներից:

կայուն, բարձր և վիճակագրորեն նշանակալի բացասական գործակից՝ ընդգծելով այդ քաղաքականությունների պայմանական դերը: Մակրոպարտիզենցիալ միջոցառումների արդյունավետությունը հիմնականում բարձր է ընդհանուր և միջսահմանային բանկային հոսքերի համար: Հեղինակը գնահատում է նաև տնտեսական աճի տարբեր մակարդակներում գտնվող երկրների միջև կտրուկ դադարների հավանականության տարասեռությունը՝ ներառելով զարգացող տնտեսությունների կեղծ փոփոխականը: Ըստ մոդելի գնահատումների՝ զարգացող տնտեսությունները կառուցվածքային առումով բախվում են կտրուկ դադարների ավելի բարձր հավանականության թե՛ պորտֆելային, թե՛ միջսահմանային բանկային հոսքերի դեպքում: Նման արդյունքները համահունչ են մակրոտնտեսական հիմնարարների և ինստիտուցիոնալ կառուցվածքի դերի վերաբերյալ առկա գրականության հետ: Օրինակ՝ Հ. Բագրատյանը նշում է, որ ներքին տնտեսությունում առկա կառուցվածքային խոչընդոտները և անարդյունավետություններն ուժեղացնում են գլոբալ շուկերի փոխանցումը և ճգնաժամերի նյութականացումը<sup>11</sup>:

Կտրուկ դադարները պայմանավորող գործոնների գնահատումը թույլ է տալիս առաջարկել համակարգային մոտեցում, որի միջոցով ատենախոսության սույն գլխում հեղինակը գնահատում է կտրուկ դադարների, ֆինանսական ճգնաժամերի և մակրոպարտիզենցիալ քաղաքականության փոխազդեցությունը: Կապիտալի ներհոսքի կտրուկ դադարների ազդեցությունը ֆինանսական ճգնաժամերի հավանականության վրա ուսումնասիրելու նպատակով հեղինակի կողմից կառուցվում է պանելային տվյալների բազա 1985-2019 թթ. համար, որը ներառում է 57 զարգացող և զարգացած տնտեսություններ<sup>12</sup>: Հեղինակի կառուցած բազային էմպիրիկ մոտեցումը կիրառում է համակցված պրոբիթ մոդել՝ ներառելով երկրի մակարդակով կլաստերային ստանդարտ սխալները, որն ունի հետևյալ տեսքը.

$$Pr(Crisis_{(i,t)} = 1) = \Phi(\alpha + \beta \cdot SS_{(i,t-1)} + \delta \cdot Policy_{(i,t-1)} + \gamma' \cdot X_{(i,t-1)}) \quad (3)$$

որտեղ՝ *Crisis*<sub>(i,t)</sub>-ն կեղծ փոփոխական է և հավասար է 1-ի, եթե *i* երկիրը *t* տարում ենթարկվում է բանկային կամ արժույթային ճգնաժամի: *SS*<sub>(i,t-1)</sub>-ը կեղծ փոփոխական է և ստանում է 1 արժեքը, եթե *i* երկրում *t* տարվա ընթացքում արձանագրվում է որևէ տեսակի կտրուկ դադարի դրվագ՝ արտահայտելով նաև գլոբալ գործոնների դերը: *X*<sub>(i,t-1)</sub>-ն անկախ փոփոխականների վեկտոր է, որում ներառված է ընտրված փոփոխականների մեկ ժամանակաշրջանի լազր: *Φ*(·)-ն ներկայացնում է ստանդարտ նորմալ կուտակային բաշխման ֆունկցիան: *Policy*<sub>(i,t-1)</sub>-ն արտացոլում է մակրոպարտիզենցիալ քաղաքականության խստացումը նախորդ ժամանակահատվածում: Մակրոպարտիզենցիալ քաղաքականության ակտիվացումը (MaPP Tightening) կեղծ փոփոխական է և հավասար է 1-ի, եթե երկիրը մակրոպարտիզենցիալ քաղաքականության գործիքի որևէ տեսակի խստացում է

<sup>11</sup> Bagratyan, H. (2010). Crisis and the controversy: To centralise or to decentralise? In C. Alvergne & D. Latouche (Eds.), *Rethinking the foundations of the state: An analysis of post-crisis situations* (pp. 303–320). Bruylant.

<sup>12</sup> Առավել մանրամասն տե՛ս Kalantaryan, H. (2025). Capital Flow Sudden Stops, Financial Crises And The Role Of Macropudential Policy: Global Evidence. *Messenger of Armenian State University of Economics*, pp. 131-149. [https://doi.org/10.52174/1829-0280\\_2025.3-131](https://doi.org/10.52174/1829-0280_2025.3-131)

արձանագրում տվյալ տարվա ընթացքում: Լրացուցիչ անկախ փոփոխականներ են ներքին տնտեսությունում վարկավորման աճը (Domestic Credit), ընթացիկ հաշվի պակասուրդը (CA Deficit), ընթացիկ հաշվի բացության աստիճանը (Openness), կենտրոնական բանկի անկախության ինդեքսը (CBA Weighted) և երկրների զարգացվածության մակարդակը (Emerging Dummy):

Արդյունքները բացահայտում են, որ բանկային ճգնաժամերը մեծապես պայմանավորված են միջսահմանային բանկային հոսքերի ԿԴ-ներով (աղյուսակ 2), մինչդեռ պորտֆելային հոսքերում ԿԴ-ներն ուղղակիորեն չեն ազդում բանկային ճգնաժամերի հավանականության վրա: Ներքին վարկավորման փոփոխականի ներառումը հաստատում է բանկային ճգնաժամերի և վարկավորման աճի միջև ուղղակի կապը: Մյուս կողմից, կապիտալի հոսքերի բոլոր տեսակներում և հատկապես պորտֆելային հոսքերում ԿԴ-ները նշանակալիորեն մեծացնում են արժույթային ճգնաժամերի հավանականությունը: Միաժամանակ, զարգացող տնտեսությունները բնութագրող փոփոխականն ունի վիճակագրորեն ոչ նշանակալի ազդեցություն բանկային ճգնաժամերի հավանականության տեսանկյունից, մինչդեռ արժույթային ճգնաժամերն առավել ներհատուկ են զարգացող տնտեսություններին՝ փոփոխականի վիճակագրորեն նշանակալի ազդեցության պայմաններում:

## Աղյուսակ 2

### Կտրուկ դադարների տարբեր տեսակների համեմատական ազդեցությունը բանկային ճգնաժամի հավանականության վրա<sup>13</sup>

	SS in Cross-border bank flows		SS in Portfolio Flows		SS in Total SS	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Sudden Stop	0.573*** (0.107)	0.642*** (0.143)	0.127 (0.128)	0.062 (0.152)	0.549*** (0.123)	0.603*** (0.152)
MaPP Tightening	-0.339** (0.124)	-0.365* (0.157)	-0.306** (0.108)	-0.364** (0.132)	-0.328** (0.122)	-0.390* (0.154)
Domestic Credit	- (0.002)	0.005* (0.002)	- (0.002)	0.004* (0.002)	- (0.002)	0.005* (0.002)
Openness	- (0.502)	-1.297** (0.502)	- (0.504)	-0.908*** (0.504)	- (0.502)	-1.285* (0.502)
Emerging	- (0.402)	-0.445 (0.402)	- (0.567)	-0.140 (0.567)	- (0.397)	-0.427 (0.397)
Observations	1423	1086	1976	1483	1423	1086
Adj. R <sup>2</sup>	0.042	0.098	0.008	0.081	0.039	0.093

Նշում. \* p<0.05, \*\* p<0.01, \*\*\* p<0.001

Վերլուծության արդյունքներից է նաև մակրոպրոդեցիալ քաղաքականության ազդեցության բացահայտումը: Ըստ հեղինակի գնահատումների՝ բանկային ոլորտի ռիսկերը թիրախավորող մակրոպրոդեցիալ քաղաքականության կանխարգելիչ խստացումը կարող է զգալիորեն նվազեցնել բանկային ճգնաժամերի հավանականությունը: Այնուամենայնիվ, արժույթային ճգնաժամերի դեպքում մակրոպրոդեցիալ քաղաքականության խստացումը մեղմացնող ազդեցություններ

<sup>13</sup> Գնահատումներն իրականացվել են հեղինակի կողմից՝ R Studio ծրագրային փաթեթի միջոցով:

չունի: Հեղինակը դիտարկում է կենտրոնական բանկի անկախության ինդեքսը՝ որպես ինստիտուցիոնալ որակը և քաղաքականության նկատմամբ վստահությունը արտահայտող ցուցանիշ, որի միջոցով գնահատվում է, որ որքան բարձր է անկախության և վստահելիության մակարդակ ունեն կենտրոնական բանկերը, այնքան փոքր է տնտեսություններում արժութային ճգնաժամի նյութականացման հավանականությունը:

Ատենախոսության երրորդ՝ «Գլոբալ ֆինանսական համակարգը կառուցվածքային անորոշության պայմաններում. կապիտալի հոսքերը, հետհամավարակային դինամիկան և փոքր բաց տնտեսությունների ֆինանսական խոցելիությունները» գլխում հեղինակը, Հայաստանի ռիսկի հավելվածարի դինամիկան կապելով գլոբալ ֆինանսական պայմանների հետ, վերլուծել է զարգացող տնտեսություններում «դիլեմայի» առկա դրսևորումները և երկրին ներհատուկ հիմնարար գործոնների դերը, որն օգնում է նաև գնահատել մակրոտնտեսական քաղաքականության փոխզիջումները դիլեմայի առավել լայն շրջանակներում<sup>14</sup>: Այս համատեքստում, Հայաստանը՝ որպես փոքր և բաց տնտեսություն, աչքի է ընկնում բարձր արտաքին կախվածությամբ և համաշխարհային ֆինանսական պայմանների նկատմամբ զգայունությամբ<sup>15</sup>, իսկ տնտեսական աճը պայմանավորող գործոնները վերջին տասնամյակներին առավելապես ունեցել են արտաձին բնույթ<sup>16</sup>:

Համաշխարհային ֆինանսական պայմանների և Հայաստանի արտաքին խոցելիությունների միջև եղած կապը տնտեսաչափական մեթոդներով գնահատելու համար հեղինակը գնահատել է Հայաստանի սուվերեն սփրեդների վարքագիծը, որը ֆունկցիա է (i) համաշխարհային ֆինանսական պայմաններից և (ii) երկրին ներհատուկ բնութագրիչներից: Ջեյ Փի Մորգանի (JP Morgan) Ջարգացող շուկաների պարտատոմսերի ինդեքսի (EMBI / ՋՇՊԻ) Mid-I սփրեդներն օգտագործվում են որպես ուղենիշ, որոնց նկատմամբ չափվում է Հայաստանի եվրոպարտատոմսերի սփրեդների առաձգականությունը: Էմպիրիկ մոդելն ունի հետևյալ տեսքը.

$$Spread_{AM,t} = \alpha + \beta_1 EMBI\_Spread_t + \varepsilon_t \quad (4)$$

որտեղ  $Spread_{AM,t}$  ներկայացնում է Հայաստանի եվրոպարտատոմսերի սփրեդները, որը կառուցվում է՝ դիտարկելով 2021 թ. թողարկված 10 տարի մարման ժամկետայնությամբ պարտատոմսերի Bloomberg Mid-I սփրեդները, իսկ  $EMBI\_Spread_t$ ՝ զարգացող երկրների միջին կշռված սփրեդը: Ըստ էության, EMBI սփրեդները համաշխարհային ֆինանսական տարբեր փոփոխականների համատեղ ազդեցությունն արտահայտող միասնական ցուցիչ են, ներառյալ՝ առաջատար

<sup>14</sup> Առավել մանրամասն տե՛ս Kalantaryan, H. L. (2026). Global Financial Conditions, Sovereign Risk Premia, and Capital Flow Dynamics: Evidence from Armenia. *Регион И Мир / Region and the World*, 185-196. <https://doi.org/10.58587/18292437-2026.1-185>

<sup>15</sup> Sandoyan, E. M., Voskanyan, M. A., & Galstyan, A. G. (2018). Assessment of Key factors of the foreign Exchange Rate formation in Armenia. *Finance Theory and Practice*, 22(5), pp. 27–39. <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2018-22-5-27-39>

<sup>16</sup> Sandoyan, E. M., Voskanyan, M. A., Galstyan, A. G., & Shirov, A. A. (2026). A retrospective analysis of endogenous and exogenous factors in Armenia's economic growth. *Studies on Russian Economic Development*, 37(2), pp. 298–306. <https://doi.org/10.1134/s1075700725700984>

տնտեսությունների տոկոսադրույքները, գլոբալ անորոշությունը և իրացվելիությունը<sup>17</sup>: Հետևաբար, կարելի է ենթադրել, որ համաշխարհային ֆինանսական գործոններով չպայմանավորված ցանկացած այլ ազդեցություն կվերագրվի երկրին ներհատուկ բնութագրիչներին:

Ստացված արդյունքները (աղյուսակ 3, 1-ին սյունակ) մատնանշում են, որ Հայաստանի սփրեդների տատանողականությունը, որը հանդիսանում է երկրի ռիսկի հավելավճարի չափորոշիչ, մեծապես պայմանավորված է համաշխարհային ֆինանսական պայմաններով, և դրանց տատանման վիճակագրորեն նշանակալի մասը բացատրվում է զարգացող տնտեսությունների սփրեդների դինամիկայով՝ ցուցաբերելով 1.6 մեծությամբ բետա գործակից: Ուստի՝ ներդրողները, ի լրումն շուկայում առկա զարգացող երկրների ռիսկի հավելավճարի, պահանջում են լրացուցիչ հավելավճար Հայաստանում կապիտալը տեղաբաշխելու համար: Ավելին, հեղինակն ընդգծում է, որ Հայաստանի սփրեդները սովորաբար մոտենում են վերևի սահմաններին գլոբալ ռիսկի մեծացման դրվագների ժամանակ՝ մեծացնելով «անհնարին տրիլեմայի» կառավարումից բխող քաղաքականության փոխզիջումները: Այս համատեքստում, Է. Սանդոյանը և համահեղինակները ևս փաստում են, որ Հայաստանում դրամավարկային քաղաքականությունը հիմնականում ցուցաբերել է ցիկլիկ բնույթ<sup>18</sup>, այն է՝ տնտեսական անկման պայմաններում իրականացվել է քաղաքականության պայմանների խստացում՝ գնաճի և արտարժույթի կայունությունը ապահովելու նպատակով:

### Աղյուսակ 3

#### Հայաստանի սփրեդների զգայունությունը զարգացող երկրների սփրեդների նկատմամբ, 2021-2025 թթ.

	(1)	(2)
	2021-2025	2023-2025
Constant	-183.17*** (7.49)	-18.77*** (4.90)
EMBI spreads	1.572*** (0.022)	1.065*** (0.015)
Observations	1,206	725
R-squared	0.813	0.876

**Նշում.** \*\*\* p < 0.01, \*\* p < 0.05, \* p < 0.1.

Այնուամենայնիվ, վերջին տարիներին հիմնարարների որոշակի ամրապնդման, մասնավորապես՝ հարկաբյուջետային և մակրոպրոդեցնցիալ քաղաքականությունների բարելավման պայմաններում, ինչպես նաև «սկզբնական մեղքի» դրսևորումների հնարավոր մեղմացման արդյունքում, Հայաստանը կառուցվածքայնորեն հեռացել է բարձր բետա ունեցող զարգացող տնտեսության վարքագծից և ներկայումս շարժվում է զարգացող տնտեսությունների միտումներին

<sup>17</sup> Uribe, M., & Yue, V. Z. (2005). Country spreads and emerging countries: Who drives whom? *Journal of International Economics*, 69(1), pp. 6–36. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2005.04.003>

<sup>18</sup> Sandoyan, E., Voskanyan, M., & Galstyan, A. (2022). Assessing the Central Bank of Armenia policy under crisis. *Management Issues*, 2, 49–59. <https://doi.org/10.22394/2304-3369-2022-2-49-59>

առավել համամասնորեն (աղյուսակ 3, 2-րդ սյունակ): ՀՀ ռիսկի հավելավճարի վարքագծային նշանակալի փոփոխության պարագայում տնտեսությունում ընդլայնվում է առավել մեծ ծավալներով կապիտալ ներմուծելու պայմաններում ֆինանսական կայունության հետ կապված ռիսկերը զսպելու կարողությունը: Այնուամենայնիվ, ֆինանսական համակարգը շարունակում է խոցելի մնալ արտարժույթային անհամապատասխանությունների և արտաքին շուկերի նկատմամբ:

Արդյունքում՝ հեղինակը ձևակերպում է կապիտալի հոսքերի համակարգային հայեցակարգը, որի կենտրոնում համաշխարհային ֆինանսական պայմաններն են, որոնք ուղղակիորեն ազդում են պորտֆելային և միջասհմանային բանկային հոսքերի վարքագծի վրա: Կարճաժամկետում կապիտալի հոսքերի աճը հանգեցնում է ֆինանսական խոցելիությունների կուտակման, որոնք արտաձին շուկի և ԿԴ-ների պայմաններում մեծացնում են ֆինանսական ճգնաժամի հավանականությունը: Կարճաժամկետում մակրոպրոդեցնցիալ գործիքները մեղմացնում են ԿԴ-ների նյութականացման ռիսկը, մինչդեռ միջնաժամկետում կանխարգելիչ միջամտությունները զսպում են ֆինանսական ճգնաժամի ռիսկը: Ավելին՝ կապիտալի հոսքերի և ռիսկի հավելավճարների համաժամանակյա շարժի պայմանների բացահայտումն առանցքային է անհնարին դիլեմայի դրևորումները կառավարելու տեսանկյունից:

Միաժամանակ, ատենախոսության սույն գլխում հեղինակը դիտարկել է ստացված արդյունքները ներկայիս համաշխարհային ֆինանսական միջավայրի համատեքստում, որը մեծապես պայմանավորվել է COVID-19 համավարակին հաջորդող ցնցումներով և համաշխարհային ֆինանսական պայմանների կառուցվածքային փոփոխությամբ, այդ թվում՝ համաշխարհային անորոշության մեծացումը, աշխարհում դրամավարկային քաղաքականության աննախադեպ խստացումը, գլոբալ պարտքի մեծացումը, առևտրային պատերազմները և մատակարարման արժեշղթաների խաթարումները: Մասնավորապես՝ գլոբալ անորոշության ցուցանիշ՝ VIX-ի (CBOE Volatility Index) պատմական բարձր մակարդակներում պահպանումը, կապիտալի հոսքերի թույլ վերականգնումը և դրանց տատանողականության աճը վկայում են գլոբալ ֆինանսական պայմանների նոր իրողության ձևավորման մասին:

Այս համատեքստում, ատենախոսության վերջին հատվածում առանձնացվել են համաշխարհային ֆինանսական կայունության առանցքային ռիսկերը, ներառյալ՝ կապիտալի հոսքերի կառուցվածքային փոփոխությունների հետևանքով դրանց անկանխատեսելիության աճը, պորտֆելային հոսքերի աճով պայմանավորված առավել հակադարձելի ֆինանսական ինտեգրումը և կտրուկ դադարների հավանականության մեծացումը, ինչպես նաև ֆինանսական գլոբալացման խորացման պայմաններում ներքին բուֆերների դերի հնարավոր թուլացումը: Ցույց է տրվել նաև, որ կապիտալի հոսքերի գրեթե բոլոր բաղադրիչները, ներառյալ ՕՆԻՆ-երը, վերջին տարիներին արտահայտում են տատանողականության աճի մեծացում, որոնք զուգորդվում են արտաքին անորոշությունների աճով, ինչի հետևանքով կապիտալի հոսքերից ածանցվող խոցելիությունները դարձել են առավել դժվար կառավարելի:

Ատենախոսության «**Եզրակացություններ**» բաժնում, հաշվի առնելով ատենախոսության շրջանակներում կատարված ուսումնասիրություններն ու վերլուծությունները, հեղինակը հանգել է հետևյալին.

1. Կապիտալի ներհոսքերը դրական են ազդում ներգրավող տնտեսություններում ֆինանսական խոցելիության կուտակման վրա, մասնավորապես՝ տնտեսությունում անկայուն վարկավորման ընդլայնման և արտարժույթի՝ ոչ կառուցվածքային գործոններով պայմանավորված արժևորման տեսանկյունից: Ավելին, միջբանկային տարածաշրջանային հոսքերը մեծապես պայմանավորում են տարածաշրջանի երկրների վարկավորման ծավալների աճը:

2. Ատենախոսությունում ցիկլիկ գործոնների ազդեցությամբ պայմանավորված պորտֆելային հոսքերի ուսումնասիրությունը հիմնավորում է, որ պորտֆելային հոսքերի կայուն մակարդակից շեղումը նշանակալի ազդեցություն ունի փոխարժեքի ցիկլիկ արժևորման, հետևաբար նաև՝ ֆինանսական կայունության տեսանկյունից:

3. Եռամսյակային պանելային տվյալների բազայի հիման վրա կառուցված և նույնականացված կտրուկ դադարների դրվագները պայմանավորող գործոնների գնահատումները ընդգծում են համաշխարհային ֆինանսական պայմանների կենտրոնական դերը կապիտալի հոսքերի անկայունությունը պայմանավորելու գործում, որը, ի վերջո, մեծացնում է կտրուկ դադարների դրսևորման հավանականությունը: Արդյունքում, համաշխարհային ֆինանսական ցիկլի գերակայության պայմաններում արտաքին ճգնաժամային դրվագների ժամանակ զարգացող երկրներում անհնարին տրիլեման կարող է գործնականում դրսևորվել որպես դիլեմա:

4. Համաշխարհային ֆինանսական պայմանները կապիտալի հոսքերի բոլոր կատեգորիաների կտրուկ դադարների տեսանկյունից նշանակալի դեր ունեն, մինչդեռ ներքին տնտեսական պայմանները հիմնականում պայմանավորում են ընդհանուր և միջսահմանային բանկային հոսքերի կտրուկ դադարները: Այս արդյունքները հաստատում են կապիտալի հոսքերի՝ ըստ տեսակների տարանջատման մոտեցման կարևորությունը:

5. Ներքին տնտեսական պայմանները և առկա ֆինանսական խոցելիությունները ևս նշանակալի ազդեցություն ունեն համաշխարհային ֆինանսական ցիկլի փոխանցումային մեխանիզմի և ուժգնության վրա: Այնուամենայնիվ, հնարավոր մեղմացնող ազդեցությունները հիմնականում կենտրոնացած են միջսահմանային և ընդհանուր հոսքերի կտրուկ դադարներում, մինչդեռ պորտֆելային հոսքերի պարագայում կտրուկ դադարների վարքագիծը մեծապես պայմանավորված է արտաքին գործոններով:

6. Կտրուկ դադարների ապակայունացնող հետևանքները դրսևորվում են բանկային և արժույթային ճգնաժամերի նյութականացման տեսանկյունից, որը դիտարկվում է թե՛ զարգացող, թե՛ զարգացած երկրներում: Բանկային ճգնաժամերի տեսանկյունից այս կապը մեծապես պայմանավորված է միջսահմանային բանկային հոսքերի ԿԴ-ներով, մինչդեռ կապիտալի հոսքերի բոլոր տեսակների և հատկապես պորտֆելային հոսքերի ԿԴ-ները նշանակալիորեն մեծացնում են արժույթային

ճգնաժամերի հավանականությունը:

7. Երբ մակրոպրոդենցիալ քաղաքականության ակտիվացումն արձանագրվում է արդեն իսկ գոյություն ունեցող ֆինանսական խոցելիությունների պայմաններում, կտրուկ դադարի նյութականացման ռիսկը էականորեն մեղմվում է՝ ընդգծելով այս քաղաքականության պայմանական դերը: Մակրոպրոդենցիալ միջոցառումների արդյունավետությունը ևս տարասեռ ազդակներ է հաղորդում՝ ելնելով հոսքերի տեսակներից: Մեղմացնող ազդեցությունը մեծապես կենտրոնացված է ընդհանուր և միջսահմանային բանկային հոսքերի ԿԴ-ներում, մինչդեռ պորտֆելային հոսքերի ԿԴ-ները շարունակում են պայմանավորվել արտաքին գործոններով: Ավելին, կապիտալի հոսքերի կտրուկ դադարների պայմաններում բանկային ոլորտի ռիսկերը թիրախավորող մակրոպրոդենցիալ քաղաքականության կանխարգելիչ խստացումը կարող է զգալիորեն նվազեցնել ճգնաժամերի հավանականությունը: Արտարժությալի ճգնաժամերի հավանականության նվազեցման տեսանկյունից, սակայն, առանցքային են կենտրոնական բանկերի անկախությունը և դրանց նկատմամբ վստահությունը:

8. Զարգացող տնտեսությունները կառուցվածքայնորեն ցուցաբերում են կտրուկ դադարների և ֆինանսական ճգնաժամերի առավել բարձր բազային հավանականություն: Միաժամանակ, բանկային ճգնաժամերը ցուցաբերում են տարածաշրջաններից և զարգացվածության մակարդակից անկախ, համաշխարհային բնույթ կրող վարքագիծ: Ի տարբերություն բանկային ճգնաժամերի, արժությալի ճգնաժամերն առավել ներհատուկ են զարգացող տնտեսություններին:

9. Հայաստանի մակրոֆինանսական միջավայրի ձևավորման վրա էական ազդեցություն ունեն համաշխարհային ֆինանսական պայմանները, ինչը պայմանավորված է ֆինանսական հաշվի բացության բարձր աստիճանով և լողացող փոխարժեքի ռեժիմի կիրառմամբ: Այնուամենայնիվ, վերջին տարիներին հիմնարարների որոշակի ամրապնդման պայմաններում, Հայաստանը կառուցվածքայնորեն անջատվել է բարձր բետա ունեցող զարգացող տնտեսության վարքագծից: Արդյունքները փաստում են, որ թեև փոքր բաց տնտեսությունները շարունակում են խոցելի մնալ արտաքին շոկերի նկատմամբ, այդ խոցելիությունների բնույթը ժամանակի ընթացքում կարող է փոփոխվել՝ հիմնականում երկրին ներհատուկ գործոնների աճող դերի հետևանքով:

10. Կապիտալի հոսքերի և ֆինանսական կայունության ռիսկերի բացահայտման խնդիրը մեծապես սրվել է հետհամավարակային շրջանում: Համաշխարհային նոր տնտեսական հայեցակարգերի պայմաններում համաշխարհային ֆինանսական կայունության համատեքստում կապիտալի հոսքերից աճանցվող անկայունություններն ընդլայնվում են և դառնում առավել դժվար կառավարելի, որի հետևանքով ընթացիկ հաշվի ֆինանսավորման գրեթե բոլոր բաղադրիչները դառնում են ավելի տատանողական և անկանխատեսելի: Այսպիսով՝ չնայած ֆինանսական գլոբալացումը խորացել է, դրա հիմքում ընկած բաղադրիչները և ընդհանուր ինտեգրացման «որակը» դարձել են առավել անկայուն:

**Ելնելով առենախոսության շրջանակներում ձեռք բերված արդյունքներից՝ առենախոսությունում կատարվել են հետևյալ առաջարկությունները.**

1. Մի շարք առաջանցիկ փոփոխականներ, ներառյալ՝ տարածաշրջանային կապիտալի հոսքերի աճը, պորտֆելային հոսքերի և արտարժույթային ճեղքը, համաշխարհային ֆինանսական պայմանները ձևավորող անորոշության ինդեքսները անհրաժեշտ է ներառել քաղաքականություն իրականացնողների գործիքակազմում ֆինանսական ճգնաժամերը պայմանավորող նախազգուշական ցուցանիշների համակարգային մշտադիտարկում իրականացնելու և ֆինանսական կայունություն ապահովելու համար:

2. Ավանդական սկադեմիական գրականության անհնարին տրիլեմայից անցումը դեպի դիլեմայի շրջանակի առաջացում է համաշխարհային ֆինանսական ցիկլի գերակայությամբ շարժվող արտաքին «մոդոլ» գործոնների՝ որպես ներքին քաղաքականությունների դերը սահմանափակող առանցքային գործոնի անմիջական ներառման անհրաժեշտություն:

3. Զարգացող և բաց տնտեսություններում քաղաքականության համակարգերի, մասնավորապես՝ մակրոպրոդեցնցիալ քաղաքականության արդյունավետ մշակումը, ներդրումը, գործիքակազմի նպատակային սահմանումը և դրանց միջոցով արտաքին ռիսկերի կառավարումն առանցքային են կապիտալի միջազգային հոսքերի և ԿԴ-ների հետ կապված ռիսկերի պայմաններում քաղաքականության դիլեմայի փոխզիջումներն օպտիմալ կառավարելու համար:

4. Հաշվի առնելով կապիտալի հոսքերի տեսակների տարասեռ ազդեցությունները թե՛ կորուկ դադարների, թե՛ ֆինանսական ճգնաժամերի համատեքստում, անհրաժեշտ է ուղղակիորեն տարբերակել համախառն և զուտ հոսքերը, ինչպես նաև պորտֆելային և միջսահմանային ներհոսքերը: Ավելին՝ մակրոպրոդեցնցիալ գործիքները մեծապես պետք է կիրառվեն միջսահմանային բանկային հոսքերի աճի դեպքում, մինչդեռ կենտրոնական բանկերի անկախության պահպանումը առանցքային է արժույթային ճգնաժամի ռիսկերը զսպելու համար:

5. Զարգացող տնտեսություններում կապիտալի հոսքերից ածանցվող արտաքին խոցելիությունների գնահատման տեսանկյունից նպատակահարմար է սուվերեն սփրեդների մշտադիտարկումը՝ որպես ռիսկի հավելավճարի առաջանցիկ ցուցանիշ: Միաժամանակ, փոփոխվող համաշխարհային ֆինանսական պայմաններից ածանցվող ռիսկերը ևս անհրաժեշտ է ուղղակիորեն ներառել այս գնահատումներում:

6. Միջազգային կառույցների համար քաղաքականությունների համակարգման տեսանկյունից հարկավոր է կապիտալի հոսքերի և ֆինանսական անկայունությունների վրա հիմնված առավել ճկուն համակարգերի ներդրումը, որոնք հնարավորություն են տալիս արդյունավետորեն հաղորդակցել կապիտալի հոսքերի վերաբերյալ նախազգուշական մոտեցումները և դրանց կառավարման սկզբունքները:

## Ատենախոսության հիմնական արդյունքները հրապարակված են հեղինակի հետևյալ գիտական աշխատություններում

1. **Hakhverdyan, D., Kalantaryan, H., & Gabrielyan, B. (2026).** Sudden stops in international capital flows: Global financial conditions, domestic fundamentals, and the mitigating role of macroprudential policies. *Investment Management and Financial Innovations*, 23(1), pp. 318–330. [https://doi.org/10.21511/imfi.23\(1\).2026.24](https://doi.org/10.21511/imfi.23(1).2026.24) (SCOPUS)
2. **Kalantaryan, H. L. (2026).** Global Financial Conditions, Sovereign Risk Premia, and Capital Flow Dynamics: Evidence from Armenia. *Регион и мир / Region and the World*, pp. 185-196. <https://doi.org/10.58587/18292437-2026.1-185>
3. **Kalantaryan, H. (2025).** Capital Flow Sudden Stops, Financial Crises and the Role of Macroprudential Policy: Global Evidence. *Messenger of Armenian State University of Economics*, pp. 131-149. [https://doi.org/10.52174/1829-0280\\_2025.3-131](https://doi.org/10.52174/1829-0280_2025.3-131)
4. **Kalantaryan, H. L. (2024).** Post-covid developments in capital flows: what has changed? *Регион и мир / Region and the World*, pp. 117–123. <https://doi.org/10.58587/18292437-2024.3-117>

**МЕЖДУНАРОДНЫЕ ПОТОКИ КАПИТАЛА И ПРОБЛЕМЫ ГЛОБАЛЬНОЙ  
ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ**

Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.06 – «Международная экономика».

Защита диссертации состоится 29 июля 2026 года, в 14<sup>00</sup>, на заседании Специализированного совета 008 КВОН РА по экономике при Российско-Армянском университете. Адрес: РА, 0051, г. Ереван, ул. Овсепя Эмина 123.

**Р Е З Ю М Е**

Актуальность исследования обусловлена возрастающей ролью международных потоков капитала в условиях трансформации мировой финансовой системы и усиления глобальной взаимозависимости национальных экономик. В последние десятилетия либерализация движения капитала, углубление финансовой интеграции и развитие международных финансовых рынков существенно расширили масштабы трансграничных потоков, одновременно повысив их волатильность и чувствительность к изменениям глобальной макроэкономической конъюнктуры. Мировой финансовый кризис, пандемия COVID-19, последующее ужесточение денежно-кредитной политики ведущих центральных банков, рост геополитической напряженности и фрагментация мировой экономики привели к качественному изменению характера международного движения капитала и значительно усилили риски финансовой нестабильности, особенно для развивающихся стран и малых открытых экономик.

**Цели и задачи исследования.** Целью исследования является выявление проблем волатильности международных потоков капитала и финансовой интеграции, а также оценка их воздействия в условиях структурных преобразований мировой экономики.

Для достижения поставленной цели в рамках исследования были поставлены и решены следующие **задачи**:

- исследовать поведенческие проявления потоков капитала в условиях постоянно меняющихся глобальных финансово-экономических отношений, выделяя их циклические и структурные особенности;
- выявить систему факторов, определяющих потоки капитала, с целью последующей оценки возникающих на их основе финансовых уязвимостей;
- оценить влияние валовых притоков капитала на накопление финансовых уязвимостей в принимающих экономиках с применением альтернативных подходов к оценке;
- определить условия и обстоятельства, при которых финансовые уязвимости, являющиеся производными от потоков капитала, приобретают системный характер и трансформируются в финансовую нестабильность;
- оценить, каким образом глобальные финансовые условия, внутренние макроэкономические фундаментальные факторы и меры макропруденциальной политики формируют вероятность резких остановок международных потоков капитала;
- разработать комплексную концепцию, посредством которой оцениваются механизмы материализации финансовых кризисов в условиях роста притока капитала и его резких остановок;
- выявить, в какой степени детерминанты резких остановок и финансовых кризисов, а также эффективность проводимой политики различаются в зависимости от типов потоков капитала;
- исследовать на уровне отдельных развивающихся стран (на примере Армении) механизмы передачи глобальных финансовых шоков, выявляя взаимодействие

премии за риск, волатильности, обусловленной потоками капитала, и макрофинансовых условий;

- оценить, в какой степени экономика Армении подвержена влиянию глобальных финансовых условий и оказывают ли внутренние экономические условия воздействие на передачу этих эффектов;
- на основе полученных эмпирических результатов выявить изменения в динамике глобализации в постпандемический период и возникающие вследствие этого новые финансовые уязвимости с более системной и ориентированной на будущее точки зрения.

**Основные научные результаты и новизна исследования.** В результате проведенного исследования получен ряд научных результатов, из которых к содержащим научную новизну можно отнести следующие:

1. На основе оценок идентифицированных эпизодов резкой остановки потоков капитала, построенных с использованием квартальной панельной базы данных (резкие остановки в 64 странах с первого квартала 1980 года по четвёртый квартал 2024 года), было выявлено, каким образом глобальные финансовые условия, внутренние макроэкономические фундаментальные факторы и меры макропруденциальной политики формируют вероятность резких остановок международных потоков капитала.
2. На основе системного анализа панельной базы данных по 57 развитым и развивающимся странам были оценены механизмы материализации финансовых кризисов в условиях роста притока капитала и его резких остановок. При этом результаты показали, что за резкими остановками потоков капитала следуют банковские и валютные кризисы.
3. Была оценена неоднородность воздействия факторов, определяющих резкие остановки и финансовые кризисы, для различных типов потоков капитала. Результаты показали, что глобальные финансовые условия определяют резкие остановки по всем категориям потоков капитала, тогда как внутренние макроэкономические фундаментальные факторы, и особенно расширение кредитования, обусловленное ростом притока капитала, в основном оказывают влияние в контексте резких остановок совокупных и трансграничных банковских потоков. При этом неоднородность воздействия макропруденциальной политики проявляется также и в контексте финансовых кризисов.
4. Была оценена эффективность активизации макропруденциальной политики в смягчении рисков резких остановок и финансовых кризисов. Выявлено, что в случаях, когда ужесточение политики осуществляется в условиях уже существующих финансовых уязвимостей, риск материализации резкой остановки существенно снижается, что подчёркивает условный характер эффективности данной политики.
5. В целях исследования проявлений невозможной трилеммы в развивающихся экономиках на основе анализа поведения спредов международных еврооблигаций Армении и усреднённых спредов развивающихся экономик было выявлено, что волатильность спредов Армении, являющихся показателем страновой премии за риск, в значительной степени обусловлена глобальными финансовыми условиями. Несмотря на то, что малые открытые экономики продолжают оставаться уязвимыми к внешним шокам, характер этой уязвимости со временем может изменяться, не исчезая полностью, главным образом вследствие возрастающей роли специфических для страны факторов.

## HAYK LEVON KALANTARYAN

### INTERNATIONAL CAPITAL FLOWS AND GLOBAL FINANCIAL STABILITY ISSUES

The abstract of the thesis for receiving the Degree of Doctor of Economics in the specialty 08.00.06 – «International Economics»

The defense of the thesis will take place on July 29<sup>th</sup>, 2026, at 14<sup>00</sup>, at 008 Council of Economics of the HESC RA at Russian-Armenian University. Address: 123 Hovsep Emin str., Yerevan, RA, 0051.

#### ABSTRACT

The relevance of the study stems from the growing role of international capital flows amid the transformation of the global financial system and the growing global interdependence of national economies. In recent decades, the liberalization of capital flows, deepening financial integration, and the development of international financial markets have significantly expanded the scale of cross-border flows, simultaneously increasing their volatility and sensitivity to changes in the global macroeconomic environment. The global financial crisis, the COVID-19 pandemic, the subsequent tightening of monetary policy by leading central banks, rising geopolitical tensions, and the fragmentation of the global economy have led to a qualitative change in the nature of international capital flows and significantly increased the risks of financial instability, particularly for developing countries and small open economies.

The **aim** of the dissertation is to identify the challenges associated with the volatility of international capital flows and financial integration, and to assess their implications in the context of structural transformations in the global economy. The **following tasks were proposed and solved** within the framework of the research:

- to examine the behavioral patterns of capital flows within the continuously evolving global financial and economic environment, distinguishing between their cyclical and structural characteristics,
- to identify the set of factors determining capital flows to subsequently assess the potential financial vulnerabilities arising from them,
- to evaluate the impact of gross capital inflows on the accumulation of financial vulnerabilities in recipient economies by applying alternative assessment approaches,
- to determine the conditions and circumstances under which financial vulnerabilities stemming from capital flows acquire a systemic nature and transform into financial instability,
- to assess how global financial conditions, domestic macroeconomic fundamentals, and macroprudential policy responses shape the probability of sudden stops in international capital flows,
- to develop a comprehensive conceptual framework for assessing the mechanisms through which financial crises materialize during periods of capital inflow surges and sudden stops,
- to identify the extent to which the determinants of sudden stops and financial crises, as well as the effectiveness of policy responses, are heterogeneous across types of capital flows,
- to investigate, at the level of individual emerging economies (using Armenia as a case study), the transmission mechanisms of global financial shocks by revealing the

interaction between sovereign risk premia, capital flow-induced volatility, and macro-financial conditions,

- to assess the extent to which the Armenian economy is exposed to global financial conditions and whether domestic economic conditions influence the transmission of these effects,
- based on the empirical findings, to identify changes in the dynamics of globalization during the post-pandemic period and the resulting emerging financial vulnerabilities from a more systemic and forward-looking perspective.

**Main scientific results and novelty of the study.** As a result of the study, a number of scientific results were obtained, of which the following can be considered as containing scientific novelty:

1. Based on the estimates of the identified sudden stop episodes using a quarterly panel dataset (covering sudden stop episodes across 64 countries from the first quarter of 1980 to the fourth quarter of 2024), the study reveals how global financial conditions, domestic macroeconomic fundamentals, and macroprudential policy responses shape the probability of sudden stops in international capital flows.
2. Through a systematic analysis of a panel dataset covering 57 advanced and emerging economies, the mechanisms through which financial crises materialize during periods of capital inflow surges and sudden stops were assessed. The findings reveal that sudden stops in capital flows are followed by banking and currency crises.
3. The heterogeneous effects of the determinants of sudden stops and financial crises across different types of capital flows were evaluated. The results demonstrate that global financial conditions drive sudden stops across all categories of capital flows, whereas domestic macroeconomic fundamentals, and particularly credit expansion associated with capital inflow surges, primarily affect sudden stops in total and cross-border banking flows. Moreover, the heterogeneity of the effects of macroprudential policy is also evident in the context of financial crises.
4. The effectiveness of macroprudential policy activation in mitigating the risks of sudden stops and financial crises was assessed. The findings reveal that when macroprudential policy tightening occurs in the presence of pre-existing financial vulnerabilities, the risk of sudden stop materialization is significantly reduced, highlighting the conditional nature of macroprudential policy effectiveness.
5. In order to investigate the manifestations of the impossible trilemma in emerging economies, an analysis of the behavior of Armenia's international Eurobond spreads and the average spreads of emerging market economies revealed that the volatility of Armenia's spreads, which serve as a measure of the country's sovereign risk premium, is largely driven by global financial conditions. Although small open economies remain vulnerable to external shocks, the nature of this vulnerability may evolve over time but not disappear entirely, primarily due to the increasing role of country-specific factors.

