

## ԿԱՊԻՏԱԼԻ ՀՈՍՔԵՐԻ ՄԻՏՈՒՄՆԵՐԸ ԿԵՆՏՐՈՆԱԿԱՆ ԵՎ ԱՐԵՎԵԼՅԱՆ ԵՎՐՈՊԱՅԻ ԵՐԿՐՆԵՐՈՒՄ ԵՎ ՖԻՆԱՆՍԱՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ՃԳՆԱԺԱՄԸ

### ԺԻՐԱՅՐ ՄԻՒԹԱՐՅԱՆ

Վերջին տասնամյակների համաշխարհային զարգացումները առաջ բերեցին կարևոր մի շարք հիմնախնդիրներ՝ ներառյալ տնտեսական և աշխարհագրական աճող բևեռացումը, զարգացած և զարգացող երկրների միջև անհավասարության խորացումը, տարածաշրջանային նոր զարգացումներ: Այդ ամենի հիմնական պատճառներից են կապիտալի միջազգային հոսքերը: Գլոբալացումը և ազատականացումը հանգեցրին կապիտալի ավելի մեծ շարժունակության, սակայն ոչ բոլոր տարածաշրջանները, երկրները և առանձին ընկերությունները հավասարապես օգտվեցին կապիտալի հոսքերից: Օգուտների հետ մեկտեղ՝ կապիտալի հոսքերը ունակ են առաջացնելու նաև մի շարք հիմնախնդիրներ<sup>1</sup>:

Կապիտալի միջազգային հոսքերը միջազգային առևտրի ֆինանսական կողմն են<sup>2</sup>: Դրանք առաջանում են ֆինանսական ակտիվների սեփականությունը մի երկրից մյուսին փոխանցելու հետևանքով<sup>3</sup>: Կապիտալի հոսքերը շարժվում են ապրանքների և ծառայությունների առևտրային պարտավորությունների հակառակ ուղղությամբ՝ ավելացնելով դրանք: Վճարային հաշվեկշռի տերմինաբանությամբ կարելի է ասել, որ կապիտալի և ֆինանսական հաշիվը ընթացիկ հաշվի հայելային արտացոլանքն է<sup>4</sup>: Կապիտալի հաշիվը ներառում է չարտադրված, ոչ ֆինանսական ակտիվների գծով զործարքները և կապիտալ տրանսֆերտները, իսկ ֆինանսական հաշիվը՝ արտաքին ֆինանսական ակտիվներին և պարտավորություններին վերաբերող զործարքները<sup>5</sup>: Կապիտալի և ֆինանսական հաշվում ֆինանսական հաշվի տեսակարար կշիռը, որպես կանոն, 90%-ից ավելի է, իսկ կապիտալի հաշվինը՝ 10%-ից պակաս<sup>6</sup>:

Կենտրոնական և Արևելյան Եվրոպան (ԿԱԵ)<sup>7</sup> աշխարհի այն տարածաշրջաններից են, որոնց համար կապիտալի հոսքերը հսկայական դեր են խաղացել: Այդ երկրները նախկին սոցիալիստական ճամբարի, իսկ այժմ Եվրոպական միության (ԵՄ) անդամ երկրներն են, որոնք պլանային տնտեսությունից հաջողությամբ անցում են կատարել դեպի շուկայական

<sup>1</sup> Տե՛ս **Barbara Stallings**. The Globalization of Capital Flows: Who Benefits? The Annals of the American Academy of Political and Social Science, Vol. 610, No. 1, 2007, էջ 202:

<sup>2</sup> Տե՛ս **Mack Ott**. International Capital Flows. The Concise Encyclopedia of economics, Library of Economics and Liberty, <http://www.econlib.org/library/Enc/InternationalCapitalFlows.html>

<sup>3</sup> Տե՛ս IIF Capital Flows User Guide, Institute of International Finance, 2013, էջ 1:

<sup>4</sup> Տե՛ս **Mack Ott**, նշվ. աշխ.:

<sup>5</sup> Տե՛ս Balance of payments textbook. - Washington, DC, USA: International Monetary Fund, 1996, էջ 26-27:

<sup>6</sup> Տե՛ս **Mack Ott**, նշվ. աշխ.:

<sup>7</sup> ԿԱԵ երկրների խմբում ընդգրկված են 2004 թ. ԵՄ մուտք գործած ութ երկրները՝ Լատվիան, Լիտվան, Էստոնիան, Հունգարիան, Լեհաստանը, Չեխիան, Սլովակիան ու Սլովենիան և 2007 թ. անդամագրված Ռումինիան ու Բուլղարիան:

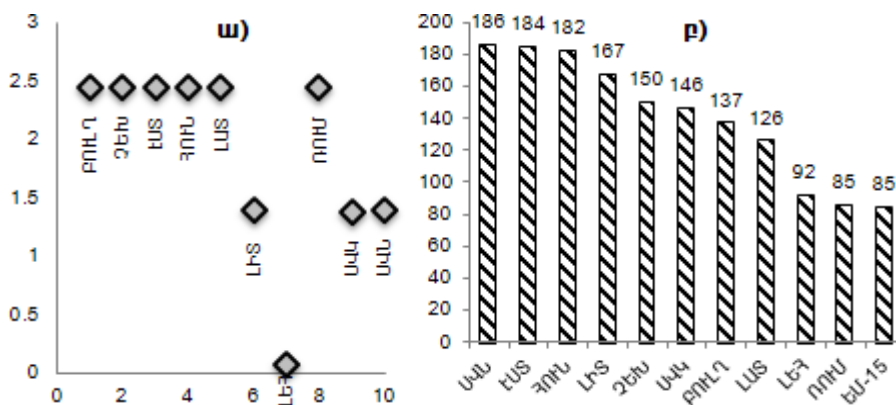
տնտեսական հարաբերություններ: Ըստ Համաշխարհային բանկի (ՀԲ)՝ այս երկրներում անցումային գործընթացը ավարտված է<sup>8</sup>:

Անցումային սկզբնական ժամանակահատվածում ԿԱԵ բոլոր երկրներին հատուկ էր փակ կապիտալի և ֆինանսական հաշիվը: Վերջինիս ազատականացումը առաջին սերնդի բարեփոխումների կարևոր բաղկացուցիչ տարրն էր: ԿԱԵ երկրներում կապիտալի և ֆինանսական հաշվի ազատականացման ընթացքին բնորոշ են երեք ընդհանուր գծեր՝ ա) օտարերկրյա ուղղակի ներդրումները ազատականացվեցին մինչև պորտֆելային ներդրումների ազատականացումը, բ) կապիտալի ներհոսքը ազատականացվեց նախքան կապիտալի արտահոսքի ազատականացումը և գ) կապիտալի երկարաժամկետ հոսքերը ազատականացվեցին կարճաժամկետ հոսքերից առաջ<sup>9</sup>:

Երկրի կապիտալի և ֆինանսական հաշվի բաց լինելու աստիճանը բնութագրող ցուցանիշներից է Չին-Իտոյի ինդեքսը<sup>10</sup> (Chinn-Ito Index), որի համաձայն՝ 2011 թ. դրությամբ ԿԱԵ երկրների մեծ մասը (Բուլղարիա, Չեխիա, Էստոնիա, Հունգարիա, Լատվիա, Ռումինիա) բնութագրվում էր առավելագույնս բաց կապիտալի և ֆինանսական հաշվով, երեքը (Լիտվա, Սլովակիա, Սլովենիա)՝ միջին, իսկ մեկը (Լեհաստան)՝ ցածր ազատականացված կապիտալի և ֆինանսական հաշվով (տես գրաֆիկ 1ա): Բացի դրանից՝ ԿԱԵ երկրները բնութագրվում են նաև արտաքին առևտրի բաց լինելու բարձր աստիճանով (trade openness), որն արտացոլող հիմնական ցուցանիշներից մեկը ներմուծման և արտահանման տեսակարար կշիռն է ՀՆԱ-ում: 2012 թ. դրությամբ այս ցուցանիշով ԿԱԵ երկրները 1.7 անգամ գերազանցում էին ԵՄ-15-ի մակարդակը և միայն Ռումինիան ու Լեհաստանն էին, որ գտնվում էին ԵՄ-15-ի հետ համարժեք մակարդակում (տես գրաֆիկ 1բ):

### Գրաֆիկ 1

ա) Չին-Իտոյի ինդեքսը 2011 թ., բ) ներմուծման և արտահանման տեսակարար կշիռը ՀՆԱ-ում (%) 2012 թ.<sup>11</sup>



<sup>8</sup> Տես «Unleashing Prosperity: Productivity Growth in Eastern Europe and the Former Soviet Union», World Bank, 2008, էջ 42:

<sup>9</sup> Տես J. Hagen, I. Siedschlag. Managing Capital Flows: Experiences from Central and Eastern Europe, Asian Development Bank Institute, Discussion paper No. 103, 2008, էջ 6:

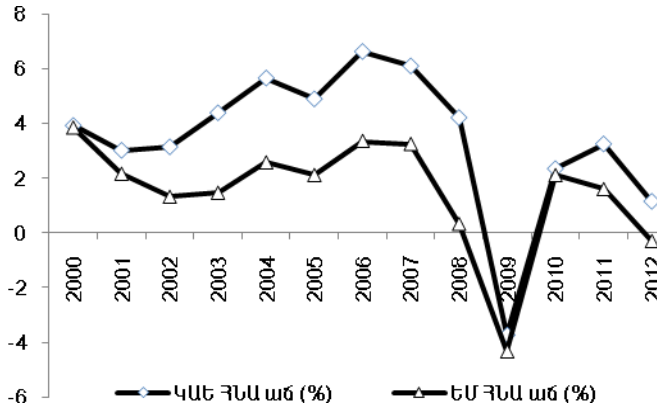
<sup>10</sup> Տես The Chinn-Ito Index data, Authors' calculations, 24.04.2013, <http://web.pdx.edu/~ito/>:

<sup>11</sup> Աղբյուր՝ ա)-ն կառուցվել է ըստ Չինի և Իտոյի հաշվարկած ինդեքսի տվյալների՝ [http://web.pdx.edu/~ito/kaopen\\_2011.xls](http://web.pdx.edu/~ito/kaopen_2011.xls), բ)-ն՝ Եվրոպական հանձնաժողովի AMECO տվյալների բազայի՝ [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/db\\_indicators/ameco](http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco):

ԵՄ մուտք գործելուց հետո ԿԱԵ երկրները ապահովեցին տնտեսական աճի բարձր տեմպեր, որոնք մոտ երկու անգամ գերազանցում էին ԵՄ տնտեսական աճի տեմպերը (տե՛ս գրաֆիկ 2):

**Գրաֆիկ 2**

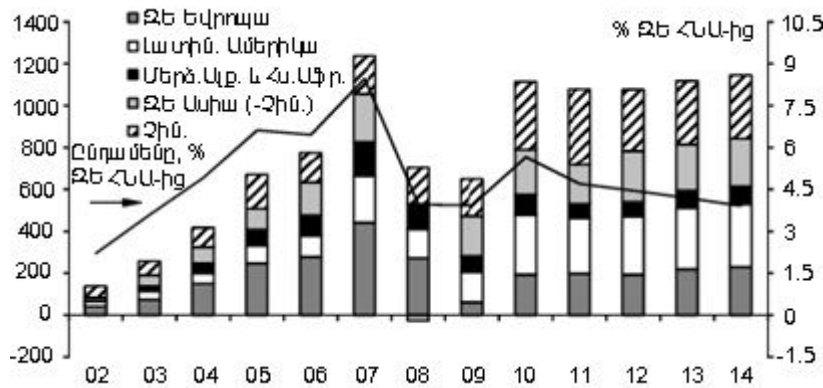
**ԿԱԵ երկրների և ԵՄ տնտեսական աճի տեմպերը 2000-2012 թթ.<sup>12</sup>**



Կապիտալի և ֆինանսական հաշվի ազատականացումը, իրականացված բարեփոխումները, ԵՄ անդամակցումը և Արևմտյան Եվրոպայում առկա ցածր տոկոսադրույքները նպաստեցին, որ մինչճգնաժամային ժամանակահատվածում ԿԱԵ երկրները ստանան կապիտալի հսկայական հոսքեր: Նախքան ճգնաժամը բոլոր զարգացող երկրների (ՁԵ) շարքում ԿԱԵ երկրները ընդունել էին կապիտալի ամենամեծ հոսքերը, ինչը ներկայացված է գրաֆիկ 3-ում:

**Գրաֆիկ 3**

**Չուտ կապիտալի ներհոսքը զարգացող երկրներ (մլրդ դոլ.) 2002-2014 թթ.<sup>13</sup>**



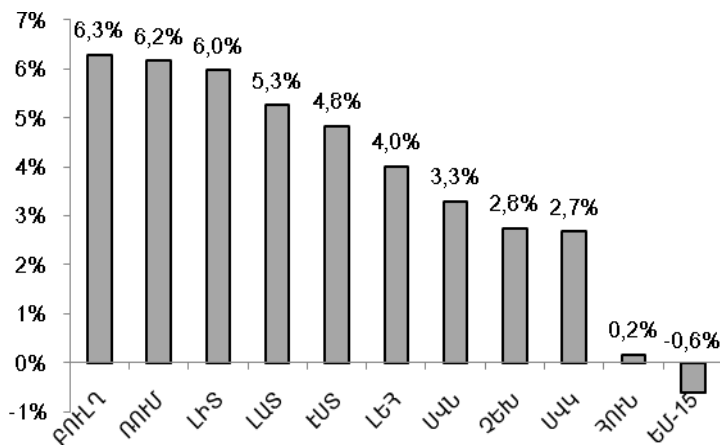
<sup>12</sup> Աղբյուր՝ կառուցվել է ՀԲ-ի տվյալների բազայի հիման վրա՝ <http://www.databank.worldbank.org>:

<sup>13</sup> Աղբյուր՝ IIF Capital Flows User Guide, Institute of International Finance, 2013, էջ 2:

Կապիտալի ներհոսքը մեծապես նպաստեց տնտեսական աճի վերուճյալ բարձր տեմպերի ապահովմանը, ինչն առանց արտաքին ներդրումների անհնար կլիներ: Գրաֆիկ 4-ում ներկայացված է հիմնական կապիտալի համախառն կուտակման և համախառն խնայողությունների տարբերության տեսակարար կշիռը ՀՆԱ-ում (1998-2012 թթ. միջինը): Ինչպես երևում է նշված գրաֆիկից, 1998-2012 թթ. ընկած ժամանակահատվածում ներքին խնայողությունների և ներդրումների մակարդակների միջև առկա ճեղքվածքը ծածկելու համար ԿԱԵ բոլոր երկրները ունեցել են արտաքին ֆինանսավորման կարիք: Իսկ ԵՄ-15 երկրներում նկատվել է հակառակ գործընթացը: Այդ երկրներում նկատվում է ներքին խնայողությունների ավելցուկ, որի մի մասը կապիտալի հոսքերի տեսքով բաժին է ընկել ԿԱԵ երկրներին:

#### Գրաֆիկ 4

**Հիմնական կապիտալի համախառն կուտակման և համախառն խնայողությունների տարբերության տեսակարար կշիռը ՀՆԱ-ում (1998-2012 թթ. միջինը)<sup>14</sup>**



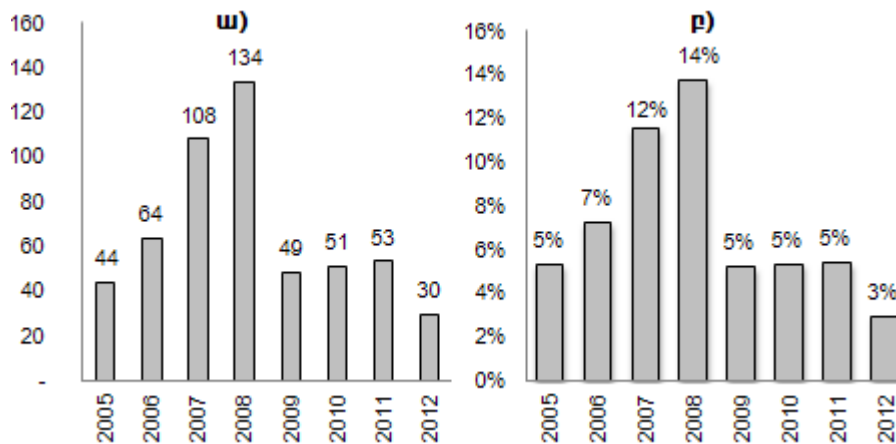
Ջարգացող ԿԱԵ երկրները շարունակում էին մնալ կապիտալ ներդրումների համար նախընտրելի շուկա, քանի դեռ առկա էր մակրոտնտեսական կայունություն: Սակայն համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամը շրջադարձային դարձավ, և իրավիճակը էապես փոխվեց: ԿԱԵ երկրների ՀՆԱ-ի անընդհատ աճը 2009 թ. վերածվեց տնտեսական անկման: Տարածաշրջանի ՀՆԱ-ի աճը 2008 թ. դարձավ 4.21%, իսկ 2009 թ.՝ -3.73%: Սակայն ընդհանուր տնտեսական իրավիճակը ԿԱԵ երկրներում ավելի բարենպաստ էր, քան ԵՄ-ում, որտեղ տնտեսական աճը 2008 թ. և 2009 թ. կազմեց համապատասխանաբար՝ 0.33% և -4.31%:

<sup>14</sup> Աղբյուր՝ կառուցվել է ըստ Եվրոպական հանձնաժողովի AMECO տվյալների բազայի՝ [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/db\\_indicators/ameco](http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/ameco):

Ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի հետևանքով ԿԱԵ տարածաշրջանի կապիտալի հոսքերը մեծ հարված ստացան՝ նվազելով մինչև 2005 թ. նակարդակը: Ինչպես երևում է գրաֆիկ 5ա-ից, մինչճգնաժամային ժամանակահատվածում ԿԱԵ երկրները ընդունել են կապիտալի հսկայական հոսքեր, որոնք առավելագույնին են հասել 2008 թ.՝ 134 մլրդ. ԱՄՆ դոլ., և շեշտակի նվազել հաջորդ տարի՝ շուրջ 63%-ով: Ինչպես ցույց է տալիս կապիտալի հսկայական հոսքերի պատմությունը, դրանք մեծ մասամբ ավարտվում են անկմամբ՝ հանգեցնելով հսկայական բացասական հետեվանքների: Սա արդեն չորրորդ խոշոր պարբերաշրջանն է երկրորդ համաշխարհային պատերազմից հետո ընկած ժամանակաշրջանում<sup>15</sup>: Ճգնաժամի հետևանքով անկման համանման միտում է ցուցաբերել նաև զուտ կապիտալի հոսքեր/ՅՆԱ հարաբերակցությունը, որը 2009 թ.՝ նախորդ տարվա համեմատ կրճատվել է 9%-ային կետով՝ կրկին հասնելով 2005 թ. նակարդակին (տե՛ս գրաֆիկ 5բ):

### Գրաֆիկ 5

ա) Չուտ կապիտալի հոսքերը (մլրդ դոլար) և բ) Չուտ կապիտալի հոսքեր/ՅՆԱ հարաբերակցությունը ԿԱԵ երկրներում 2005-2012 թթ.<sup>16</sup>

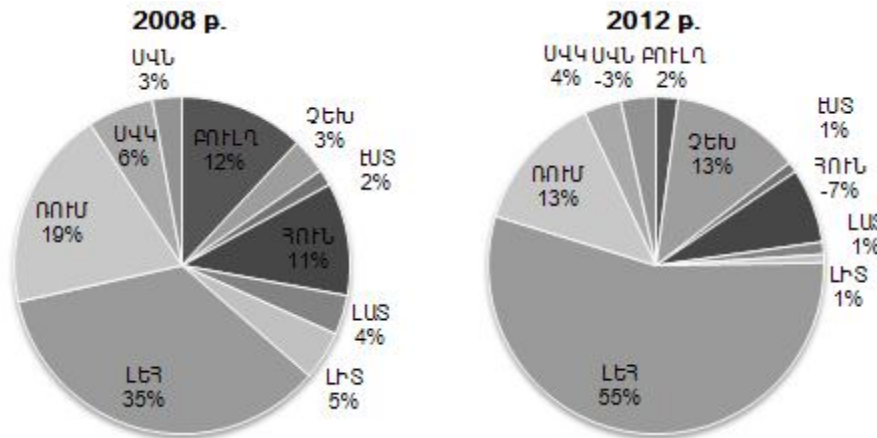


ԿԱԵ տարածաշրջանում կապիտալի հոսքերի տեսանկյունից առաջատարներն են համարվում Լեհաստանը, Չեխիան և Ռումինիան: 2008 թ. համեմատությամբ, 2012 թ. կապիտալի տարածաշրջանային հոսքերում միայն Լեհաստանը և Չեխիան են ավելացրել իրենց մասնաբաժինը: Մնացած երկրները զիջել են իրենց մինչճգնաժամային դիրքերը, ընդ որում՝ մի մասը՝ մի քանի անգամ: 2012 թ. տարածաշրջանային կապիտալի հոսքերի կեսից ավելին բաժին էր ընկնում Լեհաստանին, իսկ 81%-ը՝ Լեհաստանին, Ռումինիային և Չեխիային (տե՛ս գրաֆիկ 6):

<sup>15</sup> Տե՛ս Graciela L. Kaminsky, International Capital Flows, Financial Stability and Growth, DESA Working Paper No. 10, 2005:

<sup>16</sup> Այս և հաջորդ գրաֆիկները կառուցվել են ՅԲ-ի տվյալների բազայի հիման վրա՝ <http://www.databank.worldbank.org>:

ԿԱԵ տարածաշրջանի զուտ կապիտալի հոսքերի կառուցվածքը ըստ երկրների (2008 թ. և 2012 թ.)



ԿԱԵ երկրների խմբում կարելի է առանձնացնել երկու ենթախումբ՝  
 ա) *Լեհաստան և Չեխիա*: Լեհաստանը տարածաշրջանի միակ երկիրն է, որում ճգնաժամի հետևանքով չի արձանագրվել տնտեսական անկում (տնտեսական աճը 2009 թ.՝ 1.6%), իսկ մնացած երկրներից ամենափոքր տնտեսական անկում արձանագրվել է Չեխիայում (-4.51%՝ 2009 թ.):  
 բ) *Բալթյան երկրներ*, որոնք ճգնաժամի հետևանքով տարածաշրջանում արձանագրել են տնտեսական ամենամեծ անկումը (Լատվիա՝ -17.95%, Լիտվա՝ -14.74% և Էստոնիա՝ -14.07%):

Առանձնացված երկու ենթախմբի երկրների կապիտալի հոսքերի վերլուծությունը բացահայտում է կարևոր օրինաչափություն. առաջին ենթախմբի երկրները, ի տարբերություն երկրորդի, ստացել են կապիտալի մեծ հոսքեր ոչ միայն մինչճգնաժամային, այլ նաև հետճգնաժամային ժամանակահատվածում: Չեխիայում կապիտալի հոսքերը, 2009 թ. սկսած, գերազանցել են նույնիսկ նախաճգնաժամային մակարդակը: Լեհաստանը, չնայած կապիտալի հոսքերի կրճատմանը, շարունակում է ընդունել հսկայական հոսքեր, որոնք ամենաբարձրն են տարածաշրջանում՝ 20.6 մլրդ դոլ.: Բալթյան երկրներում առկա է տրամագծորեն հակառակ պատկերը. կապիտալի հոսքերը ճգնաժամի հետևանքով 2009-2010 թթ. ոչ միայն նվազեցին, այլև ամբողջությամբ դադարեցին՝ ընդունելով բացասական արժեք, որը պահպանվում է մինչև այժմ՝ կազմելով նախաճգնաժամային մակարդակի ընդամենը 8%-ը (տե՛ս աղյուսակ 1):

Այսպիսով, կարող ենք եզրակացնել, որ այն երկրները, որոնց հաջողվել է պահպանել կապիտալի հոսքերը, կրել են ամենափոքր կորուստները, իսկ այն երկրները, որոնցում կապիտալի հոսքերը դադարել են, ունեցել են շատ մեծ անկում:

**Աղյուսակ 1**

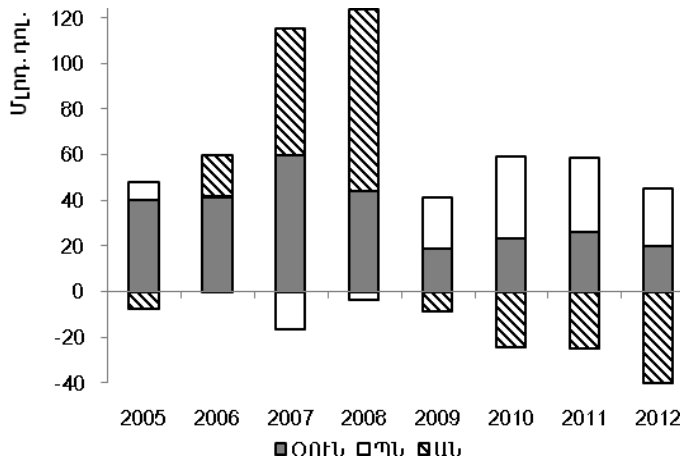
**Կապիտալի զուտ հոսքերը (մլն դոլար) 2005-2012 թթ.**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Լեհաստան</b>	8040	12886	29801	47118	27200	34492	34167	20640
<b>Չեխիա</b>	2937	4894	6661	4604	7495	8664	5354	4694
<b>Լատվիա</b>	2288	4401	6637	5069	-2466	-996	731	446
<b>Լիտվա</b>	1881	3507	5746	6292	-1474	-15	558	298
<b>Էստոնիա</b>	1238	2771	3453	2125	-651	-450	-408	372

Բացի կապիտալի հոսքերի մեծության փոփոխությունից, փոխվել է նաև այդ հոսքերի կառուցվածքը: Կապիտալ հոսքերը բաժանվում են երեք հիմնական խմբի՝ օտարերկրյա ուղղակի ներդրումներ (ՕՈւՆ), պորտֆելային ներդրումներ (ՊՆ) և այլ ներդրումներ (ԱՆ): ԿԱԵ երկրների կապիտալի հոսքերի կառուցվածքը 2005-2012 թթ. ընկած ժամանակահատվածում ներկայացված է գրաֆիկ 7-ում, որից երևում է, որ ճգնաժամից մեծապես տուժել են ՕՈւՆ-ները, որոնք 2009 թ. 2008 թ. համեմատությամբ կրճատվել են 57.7%-ով, իսկ 2007 թ. համեմատությամբ՝ 68.8%-ով: Իսկ ֆինանսական հաշվում էապես աճել է ՊՆ-ների տեսակարար կշիռը՝ կապիտալի ընդհանուր հոսքերի կառուցվածքում դառնալով գերակայող: Ամբողջությամբ վերցրած՝ ամենամեծ հարվածը ստացել են այլ ներդրումները, մասնավորապես բանկային ֆինանսավորումը, որը մինչճգնաժամային բարձր մակարդակից նվազել է մինչև բացասական մակարդակ: Ընդ որում, այլ ներդրումների արտահոսքը ԿԱԵ երկրներից տարեցտարի աճում է (տե՛ս գրաֆիկ 7):

**Գրաֆիկ 7**

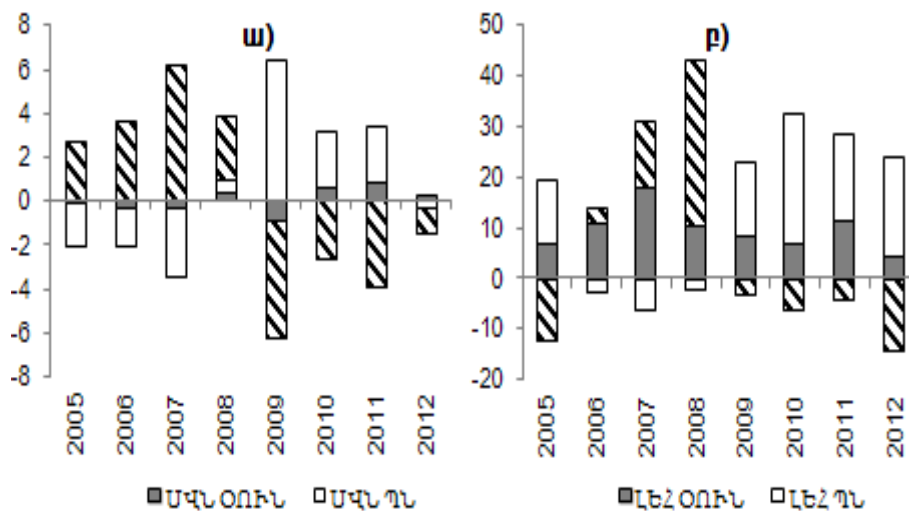
**ԿԱԵ երկրների ֆինանսական հաշվի կառուցվածքը 2005-2012 թթ.**



Ինչպես հայտնի է, ՊՆ-ները, ի տարբերություն ՕՈՆ-ների, առավել ռիսկային են, քանի որ ավելի կարճաժամկետ բնույթ ունեն և պարունակում են հանկարծակի ընդհատման ռիսկ, որը նույնիսկ կարող է դառնալ ճգնաժամի առաջացման պատճառ: Ասվածի վառ օրինակ է Սլովենիան, որը ճգնաժամից հետո երկար ժամանակ ընդունում էր հսկայական ՊՆ-ներ, որոնք, սակայն, հանկարծակի ընդհատվեցին 2012 թ., որի հետևանքով տարածաշրջանում Սլովենիան ունեցավ տնտեսական ամենամեծ անկումը (տե՛ս գրաֆիկ 8ա): Պետք է նկատել նաև, որ ԿԱԵ տարածաշրջանում կապիտալի ամենամեծ շուկա ունեցող Լեհաստանը 2008 թ. սկսած ընդունում է հսկայական ՊՆ-ներ, որը ռիսկային է ոչ միայն իր, այլև ողջ տարածաշրջանի համար (տե՛ս գրաֆիկ 8բ):

**Գրաֆիկ 8**

**Սլովենիայի և Լեհաստանի ֆինանսական հաշվի կառուցվածքը (մլրդ դոլար) 2005-2012 թթ.**



Կարևոր է պարզել նաև, թե կապիտալը տնտեսության առավելապես որ հատվածներ է հոսում, քանի որ դրանով է որոշվում կապիտալի հոսքերի ազդեցությունը ՀՆԱ-ի աճի տեմպերի վրա: Հետազոտությունները<sup>17</sup> ցույց են տալիս, որ անկախ ԿԱԵ երկրներում վարվող հարկաբյուջետային կամ արտարժուրթային քաղաքականությունից, կապիտալի հոսքերը դեպի անշարժ գույքի սեկտոր ավելի մեծ ազդեցություն են ունենում ՀՆԱ-ի տատանումների վրա, քան դեպի տնտեսության այլ սեկտորներ կատարվող հոսքերը: Ուստի, քանի որ զարգացող շուկաներին կարող են մոտենալ կապիտալի ներհոսքի նոր ալիքներ, այստեղից հետևում է, որ պետական

<sup>17</sup> Տե՛ս Pritha Mitra. Capital Flows to EU New Member States: Does Sector Destination Matter? IMF Working Paper, 2011:



քաղաքականություն իրականացնող մարմինները պետք է նպաստեն, որ կապիտալի ներհոսքն ուղղվի տնտեսության այն սեկտորներ, որոնք նվազագույնի են հասցնում ՀՆԱ-ի տատանումները:

**Եզրակացություն:** Մինչ- և հետճգնաժամային ժամանակահատվածներում Կենտրոնական և Արևելյան Եվրոպայի երկրների կապիտալի հոսքերի վերլուծության շնորհիվ բացահայտվել են հետևյալ միտումները՝

- ԿԱԵ երկրների մեծ մասն ունի կապիտալի և ֆինանսական ամբողջությամբ ազատականացված հաշիվներ,

- մինչճգնաժամային ժամանակահատվածում տեղի է ունեցել կապիտալի հսկայական ներհոսք դեպի ԿԱԵ տարածաշրջան, ինչը դարձել է այդ երկրներում բարձր տնտեսական աճ ապահովող կարևոր գործոն,

- համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի հետևանքով ԿԱԵ երկրների կապիտալի հոսքերը մեծ հարված ստացան և մինչև օրս դեռ չեն վերականգնվել,

- ԿԱԵ տարածաշրջանում կապիտալի հոսքերի կենտրոնացվածության մակարդակը բավական բարձր է և ավելի է աճել ճգնաժամի հետևանքով: Մեկ երկրի բաժին է ընկնում տարածաշրջանային համախառն հոսքերի 55%-ը, իսկ երեք երկրների՝ 81%-ը, մինչդեռ ուրիշ երկրներ ունեն բացասական ցուցանիշ,

- ճգնաժամի ազդեցությամբ էապես փոխվել է ԿԱԵ երկրների կապիտալի հոսքերի կառուցվածքը՝ դառնալով առավել ռիսկային,

- այն երկրները, որոնց հաջողվել է պահպանել կապիտալի հոսքերը, կրել են նվազագույն կորուստներ, իսկ այն երկրները, որոնցում կապիտալի հոսքերը դադարել են, ունեցել են առավելագույն անկումը:

**Բանալի բառեր** – *կապիտալի հոսքեր, Կենտրոնական և Արևելյան Եվրոպա, ճգնաժամ, օտարերկրյա ուղղակի ներդրումներ, պորտֆելային ներդրումներ*

**ЖИРАЙР МХИТАРЯН** – *Тенденции капитальных потоков в странах Центральной и Восточной Европы и финансово-экономический кризис.* – В статье выявлены межстрановые различия в Центральной и Восточной Европе (ЦВЕ) до и после кризиса. Большинство стран ЦВЕ имеют полностью либерализованные капитальные и финансовые счета. В докризисный период здесь отмечались огромные капитальные потоки, которые во многом обеспечили высокие темпы экономического роста. Однако в результате глобального кризиса эти потоки резко сократились, их концентрация возросла, структура же стала более рискованной. Страны, которым удалось сохранить капитальные потоки, понесли наименьшие потери, а в странах, где капитальные потоки замерли, отмечены наибольшие убытки.

**Ключевые слова:** *капитальные потоки, Центральная и Восточная Европа, кризис, прямые иностранные инвестиции, портфельные инвестиции*

**ZHIRAYR MKHITARYAN – *The Trends of Capital Flows in the Countries of Central and Eastern Europe and Financial and Economic Crisis.*** – In the article the trends of capital flows in Central and Eastern Europe (CEE) countries are analyzed and their interstate differences in pre- and post crisis periods are revealed. The majority of CEE countries have fully liberalized capital and financial accounts. In pre-crisis period CEE countries received huge capital inflows, which determined high economic growth rates in these countries. However, the Global crisis affected the capital flows very negatively. As a result, they sharply declined, their concentration increased, and their structure became riskier. Those countries, which were able to save capital flows, experienced the lowest losses and in those countries, where capital flows stopped, experienced the highest fall.

**Key words** – *capital flows, Central and Eastern Europe, crisis, foreign direct investments, portfolio investments*