

Міжнародні економічні відносини

Тема 9

Макроекономічний вплив потоків капіталу

Лектор: Шевчук В.О.

Вплив потоків капіталу

- Наслідки припливу-відпливу капіталу істотно залежать від вибору системи обмінного курсу — плаваючого чи фіксованого. Для відповідного аналізу вибрано вплив капіталу внаслідок підвищення світової процентної ставки r^* .

2

Фіксований обмінний курс - вплив світової процентної ставки

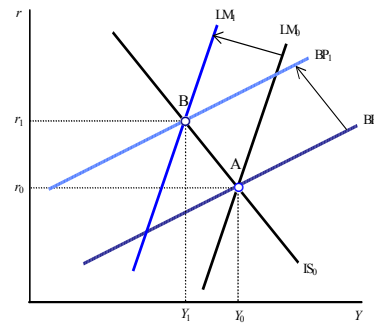
$$\frac{dY}{dr^*} = -\frac{k(C_r + I_r)}{CA_Y(C_r + I_r) + k(1 - C_Y + CA_Y)}$$

$$\frac{dr}{dr^*} = \frac{k(1 - C_Y + CA_Y)}{CA_Y(C_r + I_r) + k(1 - C_Y + CA_Y)}$$

$$\frac{dM}{dr^*} = -\frac{k(L_r(1 - C_Y + CA_Y) + L_Y(C_r + I_r))}{CA_Y(C_r + I_r) + k(1 - C_Y + CA_Y)}$$

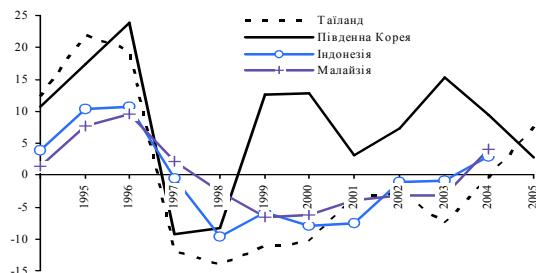
3

Наслідки відпливу капіталу в економіці з високою мобільністю капіталу (фіксований обмінний курс)



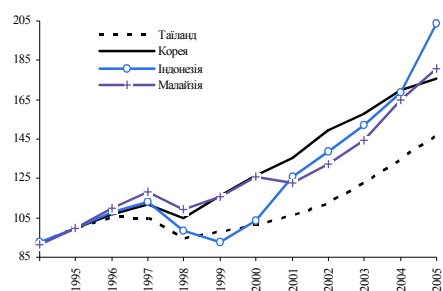
4

Південно-Східна Азія: приплив іноземного капіталу (\$ млрд.), 1994—2005 рр.



5

Південно-Східна Азія: обсяги ВВП (індекс, 1995=100), 1994—2005 рр.



6



Плаваючий обмінний курс - вплив світової процентної ставки

$$\frac{dY}{dr^*} = \frac{kL_r}{L_r(1-C_Y) + L_Y(k+C_r+I_r)}$$

$$\frac{dr}{dr^*} = \frac{kL_Y}{L_r(1-C_Y) + L_Y(k+C_r+I_r)}$$

$$\frac{dE}{dr^*} = \frac{k(L_Y(I_r+C_r) + L_r(1-C_Y+CA_Y))}{CA_q(L_r(1-C_Y) + L_Y(k+C_r+I_r))}$$



Фіксований обмінний курс - вплив світових цін

$$\frac{dY}{dP^*} = \frac{CA_q(k+C_r+I_r)}{CA_Y(C_r+I_r) + k(1-C_Y+CA_Y)} > 0,$$

$$\frac{dr}{dP^*} = -\frac{CA_q(1-C_Y)}{CA_Y(C_r+I_r) + k(1-C_Y+CA_Y)} < 0,$$

$$\frac{dM}{dP^*} = \frac{CA_q(kL_Y + L_r(1-C_Y) + L_Y(C_r+I_r))}{CA_Y(C_r+I_r) + k(1-C_Y+CA_Y)} > 0.$$

Стерилізація монетарних ефектів платіжного балансу

- Під стерилізацією монетарних ефектів платіжного балансу найчастіше розуміють підтримання сталої пропозиції грошової маси для фіксованого обмінного курсу.
- Якщо погіршення (або поліпшення) сальдо платіжного балансу є короточасним, то стерилізація монетарних ефектів буде доречною з погляду підтримання стабільності доходу.
- Політика стерилізації може також використовуватися для різноманітних варіантів гнучкого курсоутворення (регульований обмінний курс, кероване "плавання" грошової одиниці тощо), коли немає повної ізоляції відкритої економіки від зовнішніх макроекономічних шоків пропорційними змінами номінального обмінного курсу.

Специфікація моделі

$$Y = C(Y-T, r) + I(r) + G + CA(q, Y, Y^*), \quad (8.18)$$

$$C_Y, CA_q, CA_Y > 0, \quad C_r, I_r, CA_Y < 0$$

$$\frac{M}{P} = L(Y, r), \quad L_Y > 0, \quad L_r < 0 \quad (8.19)$$

$$M = M^{DOM} + (1-s)EF, \quad (8.20)$$

$$CA(q, Y, Y^*) + k(r-r^*) = sEF, \quad 0 \leq k < \infty \quad (8.21)$$

де M^{DOM} — внутрішня компонента пропозиції грошової маси;
 s — коефіцієнт стерилізації ($0 < s < 1$).

Внутрішню компоненту M^{DOM} збільшують:

- a) монетизація дефіциту бюджету,
- b) збільшення кредитів комерційних банків або
- c) придбання урядових облігацій центральним банком (операції відкритого ринку).

13

Стерилізація монетарних ефектів платіжного балансу може бути:

- a) повна ($s=1$)
- b) часткова ($0 < s < 1$);
- c) стерилізації не відбувається ($s=0$).

14

Вплив на макроекономічні показники

- Стерилізація монетарних ефектів платіжного балансу може стосуватися наслідків використання інструментів економічної політики або внутрішніх і зовнішніх макроекономічних шоків.
- Наслідки підвищення світової процентної ставки - стерилізація монетарних ефектів платіжного балансу дозволяє залишитися на рівні доходу Y_0 .

$$\frac{dY}{dr^*} = \frac{k(1-s)(C_r + I_r)}{(CA_f(1-s) + sL_f)(C_r + I_r) + (k(1-s) + sL_r)(1 - C_f + CA_f)}$$

15

Вплив внутрішньої компоненти монетарної політики

$$\frac{dY}{dM^{DOM}} = \frac{s(C_r + I_r)}{k(1 - C_f + CA_f) + CA_f(C_r + I_r)} \quad (8.23a)$$

$$\frac{dr}{dM^{DOM}} = -\frac{s(1 - C_f + CA_f)}{k(1 - C_f + CA_f) + CA_f(C_r + I_r)} \quad (8.23b)$$

$$\frac{EdF}{dM^{DOM}} = -1 + \frac{L_r(1 - C_f + CA_f) + L_f(C_r + I_r)}{k(1 - C_f + CA_f) + CA_f(C_r + I_r)} \quad (8.23c)$$

16

Монетизація додатного сальдо платіжного балансу - скорочення внутрішньої компоненти грошової маси

- Надмірне збільшення пропозиції грошової маси може мати інфляційні наслідки, якщо не супроводжується адекватним збільшенням попиту на гроші.
- Назріле обмеження внутрішньої компоненти грошової маси передбачає продаж власних боргових зобов'язань центрального банку на валютному ринку або підвищення резервних вимог для комерційних банків.

17

Емпірична оцінка впливу внутрішньої компоненти грошової маси на валютні резерви:

$$\frac{\Delta(EF)_t}{H_t} = \alpha_0 - \sum_i^n \alpha_i \frac{\Delta M_{t-i}^{DOM}}{H_{t-i}} + aX,$$

X — вектор незалежних фундаментальних змінних (інфляція, зростання ВВП, умови торгівлі, відкритість економіки).

18

Компенсацийний коефіцієнт (англ. the offset coefficient)

$$\alpha = \sum \alpha_i$$

- Компенсацийний коефіцієнт перебуває у межах від 0 (потоки капіталу не залежать від потоків капіталу) до -1 (ідеальна мобільність капіталу).
- Відкритість економіки для потоків капіталу збільшує від'ємне значення компенсаційного коефіцієнта.

19

Розрахунки компенсаційного коефіцієнта

$$(ef)_t = \begin{matrix} -0,192 & -1,642m_t^{DOM} & -1,471m_{t-1}^{DOM} & + \\ (-3,379^*) & (-4,981^*) & (-3,759^*) & \\ -0,627(ef)_{t-1} & + 2,428y_{t-1} & + 0,151cpi_t, & \\ (-5,906^*) & (2,063^{**}) & (3,000^*) & \\ & R^2 = 0,78 & DW = 1,68 & \end{matrix}$$

20

Прикладні аспекти стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу

Емпірична оцінка ефективності стерилізації:

$$\frac{\Delta M_t^{DOM}}{H_t} = \beta_0 - \beta_1 \frac{\Delta(EF)_t}{H_t} + bX_t$$

$\beta_1 = 1 - s$ - коефіцієнт вимірює ступінь стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу.

21

Емпірична оцінка ступеня стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу

$$m_t^{DOM} = \begin{matrix} -0,258m_{t-1}^{DOM} & -0,130(ef)_t & + 0,978y_{t-1}. \\ (-1,745^{***}) & (-3,743^*) & (1,927^{***}) \\ & R^2 = 0,35 & DW = 2,09 \end{matrix}$$

22

Інтерпретація результатів моделі

- Отриманий результат показує дуже слабкі намагання НБУ стерилізувати приплив капіталу (на кожен відсоток збільшення валютних резервів відповідне зменшення внутрішньої компоненти грошової маси становить всього 0,13%).
- Кожен відсоток пожвавлення українського ВВП супроводжується майже пропорційним збільшенням пропозиції грошової маси (з лагом у квартал). Це заперечує критику монетарної політики НБУ як такої, що не враховує попиту на гроші
- Не помічено збільшення внутрішньої компоненти грошової маси внаслідок прискорення інфляції. Це засвідчує помітнішу антиінфляційну орієнтацію монетарної політики НБУ.

23

Стерилізацію монетарних ефектів платіжного балансу можна реалізувати декількома шляхами:

- операції відкритого ринку;
- резервні вимоги;
- управління депозитами державного сектора.

24

Операції відкритого ринку

- Передбачають купівлю-продаж центральним банком високодохідних цінних паперів — власних або урядових.
- Це дозволяє оперативнo регулювати пропозицію грошової маси.
- Придбання урядових облігацій на вторинному ринку — у комерційних банків, фінансових компаній і фондів, а також фізичних осіб — збільшує пропозицію грошової маси.
- Придбання фінансових активів зменшує їх вартість у приватному секторі ($\downarrow B$) і збільшує пропозицію грошової маси. Відповідно продаж фінансових активів центральним банком ($\uparrow B$) зменшує пропозицію грошової маси.

25

Недоліки операцій відкритого ринку

- Для випадку припливу капіталу недоліком стає супутнє підвищення процентної ставки, що може стимулювати подальший приплив капіталу і мати протилежні до очікуваних наслідки — збільшення пропозиції грошової маси.
- Збільшення так званого квазі-фіскального дефіциту, адже різниця між внутрішньою і світовою процентними ставками ($r-r^*$) підвищує кошти обслуговування фінансових інструментів, що використовуються центральним банком для операцій відкритого ринку.

26

Підвищення процентної ставки

- Зазвичай відбувається у тих економіках, де фінансові активи, що використовуються для операцій відкритого ринку, не є ідеальними заміниками альтернативних фінансових активів або спостерігається супутнє підвищення попиту на гроші внаслідок збільшення доходу або зниження інфляції.
- Для країн, що розвиваються, підвищені стимули для короткочасних портфельних інвестицій зазвичай змінюють структуру припливу капіталу, що призводить до скорочення питомої ваги ПІІ.

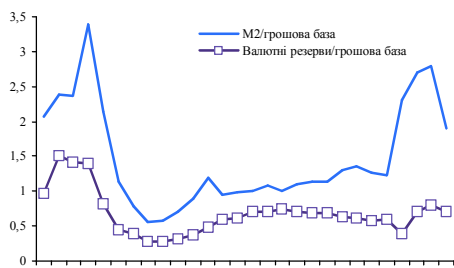
27

Приклади успішної стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу за допомогою операцій відкритого ринку:

- Чилі (1990—91 рр.),
- Індонезія (1991—92 рр.),
- Малайзія (1990—93 рр.),
- Шрі-Ланка (1991—93 рр.).

28

Чилі: грошовий мультиплікатор $M2/H$, 1978—2005 рр.



29

Використання резервних вимог для стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу

- дозволяє уникнути коштів квазі-фіскального дефіциту.

Використання резервних вимог практикували:

- Південна Корея (1988—90 рр.),
- Малайзія (1989—94 рр.)
- Шрі Ланка (1991—93 рр.).

30

Недоліки використання резервних вимог

- Неефективне розміщення кредитних ресурсів.
- Підвищені резервні вимоги можуть призвести до втрати банківською системою позицій на ринку кредитних ресурсів (це може стимулювати перетік фінансових ресурсів у неформальний сектор).
- Намагання комерційних банків компенсувати втрати від підвищення резервних вимог за рахунок підвищення процентної ставки можуть стимулювати приплив іноземного капіталу.

31

Опосередковані інструментами стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу:

- 1) гнучкість обмінного курсу;
- 2) посилення фіскальної дисципліни;
- 3) лібералізація зовнішньої торгівлі;
- 4) зміцнення банківської системи;
- 5) оподаткування потоків капіталу;
- 6) стимулювання впливу капіталу місцевих інвесторів.

32

Помірне зміцнення грошової одиниці

- 1) Для випадку припливу капіталу запобігає збільшенню грошової маси, що важливо передусім для країн з підвищеною ймовірністю швидкого несприятливого реверсу в потоках капіталу.
- 2) Підвищення рівноважного RER відбувається за рахунок зміцнення грошової одиниці, що має відчутні переваги стосовно альтернативної можливості — за рахунок прискорення інфляції.
- 3) Деяка нестабільність обмінного курсу сама по собі обмежує короточасні спекулятивні потоки капіталу.

33

Недоліки використання обмінного курсу

- 1) Потенційне завищення RER, що може знизити прибутковість експорту і загальмувати розвиток експортного сектора загалом.
- 2) Нестабільність RER зазвичай слугує самостійним несприятливим чинником як для експортерів, так і виробництв, орієнтованих на внутрішній ринок.
- 3) Премія від валютного ризику може підвищити процентну ставку, перешкодити поживленню інвестицій і створити стимули для короточасних потоків капіталу.
- 4) Коливання у межах валютного коридору та невизначеність при встановленні його верхнього і нижнього значень об'єктивно підтримують інфляційну інерцію і можуть заохотити валютні спекуляції.
- 5) Нестабільність обмінного курсу перешкоджає зменшенню доларизації економіки. Нарешті, процедура визначення параметрів валютного коридору може стати предметом гострої політичної боротьби.

34

Поліпшення сальдо бюджету під час припливу капіталу

- дозволяє зменшити сукупний попит і уникнути коштів стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу.

35

Переваги поліпшення сальдо бюджету

- a) можливість підтримання фіксованого обмінного курсу,
- b) запобігання підвищенню RER через скорочення видатків на товари місцевого виробництва,
- c) поліпшення поточного рахунку,
- d) підвищення стійкості до несприятливих макроекономічних шоків.

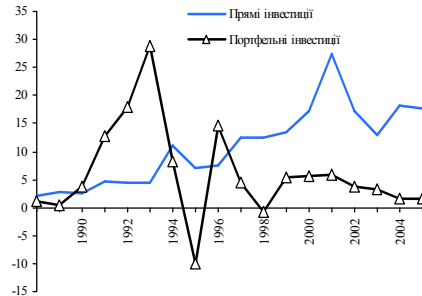
36

МЕКСИКАНСЬКА КРИЗА, 1993-95 РР.

- 1. Приплив капіталу
- 2. Відплив капіталу
- 3. Девальвація песо та перехід до плаваючого обмінного курсу

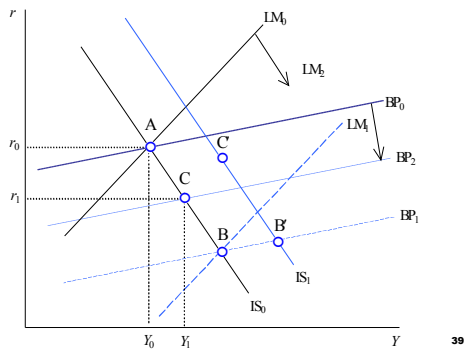
37

Мексика: приплив іноземного капіталу (\$ млрд.), 1992—2005 рр.



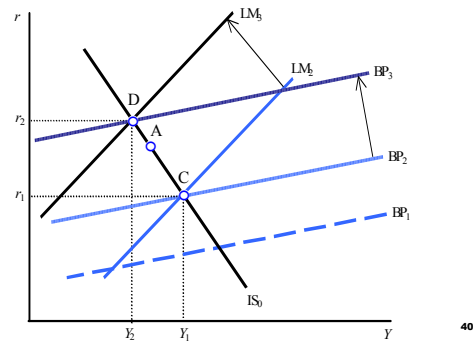
38

Приплив капіталу



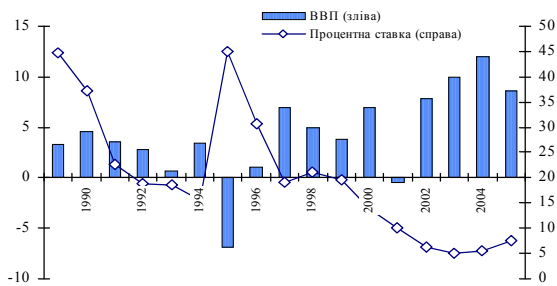
39

Відплив капіталу



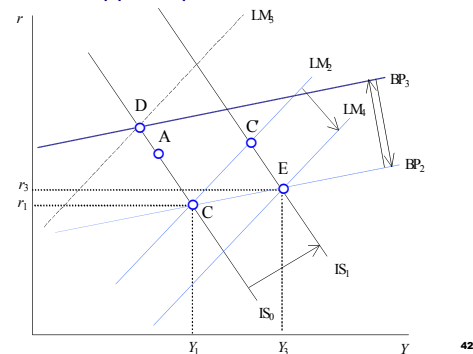
40

Мексика: процентна ставка і темп зростання ВВП (%), 1989—2005 рр.



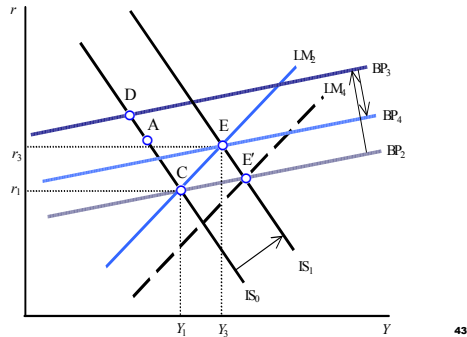
41

Передбачувані наслідки девальвації грошової одиниці



42

Перехід до плаваючого обмінного курсу



43

Макроекономічний вплив операцій відкритого ринку (досвід України)

- Операції відкритого ринку можуть використовуватися не лише для стерилізації монетарних ефектів платіжного балансу, але й проведення активної (або незалежної) монетарної політики.
- Порівнюючи зі змінами резервних вимог і ставки рефінансування, операції відкритого ринку є адміністративно гнучким та інформаційно нейтральним засобом підтримання визначених обсягів грошової маси або рівня процентної ставки (залежно від пріоритетів у монетарній політиці)

44

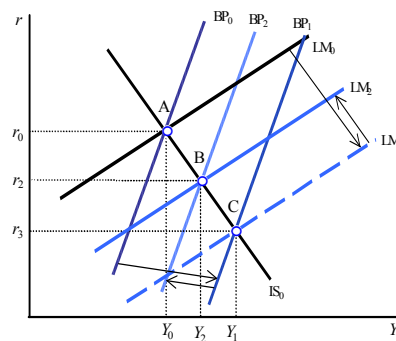
Під час операцій відкритого ринку пропозиція урядових облігацій стає чинником рівноваги платіжного балансу

$$CA(q, Y, Y^*) + k(r - r^*) = sEF - M^{DOM} = \Delta B,$$

ΔB — пропозиція внутрішніх облігацій центральним банком протягом визначеного часового проміжку.

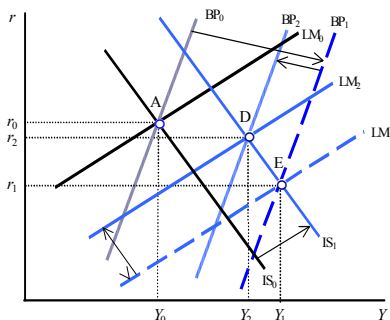
45

Стерилізація припливу капіталу



46

Операції відкритого ринку



47