



Научная статья

DOI: <http://dx.doi.org/10.21202/2782-2923.2021.4.686-701>

УДК 330.43:336.7:339.9:338.2(594)

JEL: C01, C5, E44, E52, F3

И. Д. РАКОВ¹

¹ Научно-исследовательский финансовый институт Министерства финансов Российской Федерации,
Москва, Россия

АНАЛИЗ ФИНАНСОВОЙ ЛИБЕРАЛИЗАЦИИ В ИНДОНЕЗИИ: ПОДХОД SVAR

Раков Иван Дмитриевич, младший научный сотрудник Центра международных финансов, Научно-исследовательский финансовый институт Министерства финансов Российской Федерации

E-mail: rakov@nifi.ru

ORCID: <http://orcid.org/0000-0002-9864-9873>

eLIBRARY ID: SPIN-код: 6892-1514, AuthorID: 804230

Аннотация

Цель: анализ влияния политики финансовой либерализации на макроэкономическую стабильность экономики Индонезии.

Методы: ретроспективный и эконометрический анализ.

Результаты: в статье актуализируются вопросы проведения политики финансовой либерализации в Индонезии. В частности, рассмотрены этапы снятия валютных ограничений в Индонезии. При этом основное внимание уделяется финансово-экономическим кризисам, происходящим в Индонезии, в которых финансовая открытость является одной из причин ухудшения экономической ситуации внутри страны. Рассмотрены принимаемые государством меры по ужесточению трансграничных перетоков капитала в ответ на кризис. Дана характеристика сопровождающей экономической политики Индонезии в условиях финансовой открытости.

Применена эконометрическая модель SVAR по оценке влияния финансовой либерализации на макроэкономическую ситуацию страны. Она показала, что данный процесс негативно влияет на индонезийскую экономику. Но макроэкономическое состояние Индонезии зависит не только от финансовой интеграции, а от целого ряда других внутренних макроэкономических факторов, которые изменяются под воздействием национальной экономической политики.

Научная новизна: в статье систематизирован опыт проведения политики финансовой либерализации в Индонезии, а также разработана эконометрическая модель SVAR, которая показывает значимость процесса финансовой интеграции для макроэкономических показателей.

Практическая значимость: рассмотренный опыт проведения финансовой либерализации в Индонезии показывает значимость валютного регулирования для развивающихся стран и риски, возникающие в ходе политики по усилению финансовой открытости. А представленная модель SVAR дает возможность для исследования влияния финансовой либерализации на макроэкономические показатели стран.

Ключевые слова: экономика и управление народным хозяйством, финансовая либерализация, Индонезия, финансовый кризис, финансовая открытость, валютные ограничения

Статья находится в открытом доступе в соответствии с Creative Commons Attribution Non-Commercial License (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>), предусматривающем некоммерческое использование, распространение и воспроизводство на любом носителе при условии упоминания оригинала статьи.

© Раков И. Д., 2021

© Rakov I. D., 2021



Как цитировать статью: Раков И. Д. Анализ финансовой либерализации в Индонезии: подход SVAR // *Russian Journal of Economics and Law*. 2021. Т. 15, № 4. С. 686–701. DOI: <http://dx.doi.org/10.21202/2782-2923.2021.4.686-701>

The scientific article

I. D. RAKOV¹

¹ Scientific-research Finance Institute of the Ministry of Finance of the Russian Federation, Moscow, Russia

ANALYSIS OF FINANCIAL LIBERALIZATION IN INDONESIA: SVAR APPROACH

Ivan D. Rakov, Junior Researcher of the Center for International Finance, Scientific-research Finance Institute of the Ministry of Finance of the Russian Federation

E-mail: rakov@nifi.ru

ORCID: <http://orcid.org/0000-0002-9864-9873>

eLIBRARY ID: SPIN-код: 6892-1514, AuthorID: 804230

Abstract

Objective: to analyze the impact of the financial liberalization policy on the macroeconomic stability of the Indonesian economy.

Methods: retrospective and econometric analysis.

Results: the article updates the issues of financial liberalization policy in Indonesia. In particular, the stages of lifting currency restrictions in Indonesia are considered. The main attention is paid to the financial and economic crises taking place in Indonesia, in which financial openness is one of the reasons for the deterioration of the economic situation inside the country. The measures taken by the government to restrict the cross-border capital flows in response to the crisis are considered. The characteristic of the accompanying economic policy of Indonesia under the conditions of financial openness is given. The SVAR econometric model was applied to assess the impact of financial liberalization on the macroeconomic situation of the country. It showed that this process has a negative impact on the Indonesian economy. But the macroeconomic state of Indonesia depends not only on financial integration, but on a number of other internal macroeconomic factors that change under the influence of the national economic policy.

Scientific novelty: the article systematizes the experience of financial liberalization policy in Indonesia, and develops the SVAR econometric model, which shows the importance of the financial integration process for macroeconomic indicators.

Practical significance: The reviewed experience of financial liberalization in Indonesia shows the importance of currency regulation for developing countries and the risks arising in the course of policies to strengthen financial openness. The presented SVAR model provides an opportunity to study the impact of financial liberalization on the macroeconomic indicators of countries.

Keywords: Economics and national economy management, Financial liberalization, Indonesia, Financial crisis, Financial openness, Currency restrictions

The article is in Open Access in compliance with Creative Commons Attribution Non-Commercial License (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>), stipulating non-commercial use, distribution and reproduction on any media, on condition of mentioning the article original.

For citation: Rakov, I. D. (2021). Analysis of financial liberalization in Indonesia: SVAR approach. *Russian Journal of Economics and Law*, 15 (4), 686–701. (in Russ.). <http://dx.doi.org/10.21202/2782-2923.2021.4.686-701>

Введение

В последние десятилетия развивающиеся страны активно начали проводить политику финансовой либерализации под влиянием процессов интеграции

и глобализации, происходящих в мире, а также под оказываемым давлением со стороны национальной промышленности, научного сообщества (мейнстрим), международных организаций (МВФ, Всемирный

банк, Организация экономического сотрудничества и развития) [1. С. 56]¹ и стран с развитой экономикой. Финансовая либерализация – это политика государства, направленная на достижение полной мобильности капитала между странами, которая включает в себя следующие инструменты: снятие ограничений с потоков капитала (счет операций с капиталом и текущий счет), переход к режиму свободного плавающего обменного курса, либерализация процентной ставки, устранение ограничений в банковском секторе и приватизация банков [2].

Несмотря на «рекламируемые» преимущества финансовой либерализации научным сообществом (монетарные и неолиберальные экономические течения) и МВФ, на практике данная политика способствовала усилению экономических рисков для развивающихся стран [3. С. 59–60; 4; 5; 2]: проблемы паники на финансовом рынке и оттока капитала (кейнсианское течение); проблема краткосрочных потоков капитала (некейнсианское течение); проблема получения долгосрочного финансирования (посткейнсианское течение); проблема экономических кризисов и передачи внешних экономических шоков через потоки капитала (марксистское течение); концентрация финансового капитала в ограниченном количестве стран и в некоторых капиталоемких секторах (например, природные ресурсы) (марксистское течение).

Республика Индонезия – одна из развивающихся стран, которая к 90-м годам XX в. смогла провести широкомасштабную финансовую либерализацию не только по счету текущих операций, но и по счету операций с капиталом. Но два международных кризиса (Азиатский финансовый кризис 1997–1998 гг. и Международный финансовый кризис 2008–2009 гг.) заставили страну вновь накладывать ограничения на финансовые потоки капитала. Противоречия между теоретическими концепциями и негативным опытом Индонезии в политике финансовой либерализации определяют актуальность настоящего исследования. Таким образом, целью исследования является анализ влияния политики финансовой либерализации

на макроэкономическую стабильность экономики Индонезии.

Для достижения поставленной цели исследования выделено несколько задач: анализ опыта проведения политики финансовой либерализации и ее последствия для Индонезии; определение основных параметров государственной экономической политики в условиях финансовой открытости; определение наиболее подходящего метода эконометрического исследования; оценка влияния финансовой либерализации на экономику Индонезии с помощью эконометрического анализа.

С учетом представленных задач дальнейшее изложение дано в следующих параграфах: 1. Опыт проведения политики финансовой либерализации в Индонезии. 2. Обзор эконометрических исследований процесса финансовой либерализации и выбор модели. 3. Статистические данные. 4. Результаты эконометрического анализа.

1. Опыт проведения политики финансовой либерализации в Индонезии

Политика финансовой либерализации в Индонезии началась с либерализации банковского сектора в 60-х гг. XX в. В 1966 г. разрешили открывать частные банки, а в 1968 г. – филиалы иностранных банков в Индонезии. Однако уже в 1968 г. выдача разрешений была остановлена.

Дальнейшие действия по усилению финансовой открытости начинаются с введения свободного валютного режима в 1970 г., который позволял покупать и продавать иностранную валюту. В 1982 г. произошла отмена требований о репатриации иностранной валюты, а в 1989–1991 гг. открываются новые сектора для прямых иностранных инвестиций, в том числе банковский сектор. Почти одновременно, в 1983–1989 гг., в Индонезии происходят процессы внутренней финансовой либерализации (отменен контроль процентной ставки по кредитам и депозитам для государственных банков в 1983 г., сняты ограничения на вход частных банков и разрешено участие иностранных банков через совместные предприятия в 1988 г.) и наблюдалась макроэкономическая устойчивость (устойчивый экономический рост, низкая инфляция и устойчивый обменный курс), что привело к увеличению притоков капитала на фоне понижения международных процентных ставок в 1990 г. [6. С. 269].

¹ Хасбулатов Р. И. Трансформации экономических теорий и экономическая политика // Официальный сайт РЭУ им. Г. В. Плеханова. URL: <https://www.rea.ru/ru/org/cathedries/mireckaf/Pages/Публикации.aspx> (дата обращения: 07.02.2019).

Стоит отметить, что в Индонезии процесс финансовой либерализации сопровождался приватизацией государственного имущества, как и во многих развивающихся странах: Аргентине, Бразилии, Мексике и др. Однако, согласно Конституции Индонезии от 1945 г. (ст. 33), только государство может осуществлять управление в стратегически значимых секторах, в том числе связанных с природными ресурсами [7. С. 1]. До реформ по приватизации государственные предприятия принимали участие почти во всех секторах экономики и являлись в 1970-х гг. ядром стратегии по индустриализации [7. С. 54]. В Индонезии происходит частичная приватизация с сохранением государственного контроля с 1991 г. За период 1991–2018 гг. только у одного предприятия (сотовый оператор *PT Indosat Tbk.* в 2002 г.) был продан больше чем 50%-й пакет акций [8. С. 153; 9. С. 99].

Несмотря на то, что страна богата полезными ископаемыми, значительная доля прямых иностранных инвестиций (далее – ПИИ) в Индонезии приходится

на обрабатывающее производство (40 %), а также на торговлю (12 %) и финансовый сектор (13 %) (рис. 1).

В 1990–1991 гг. индонезийская экономика начала перегреваться: увеличился дефицит текущего счета, выросла инфляция и высоко поднялись процентные ставки. В это время увеличиваются притоки иностранного капитала в форме банковского займа. В ответ на это установлен контроль над иностранными займами для банков и уменьшен размер банковского валютного свопа в отношении собственного капитала банков. Но власти продолжают либерализацию для портфельных и прямых иностранных инвестиций, которые осуществлялись на фондовом рынке, а также принимались меры по увеличению финансирования торговли за счет иностранных займов [10. С. 23].

Но из-за роста финансовой нестабильности в Индонезии (дефицит текущего счета, обусловленный притоками краткосрочного капитала и высокой ликвидностью денежной базы) кризис в Таиланде стал спусковым механизмом для возникновения внутрен-

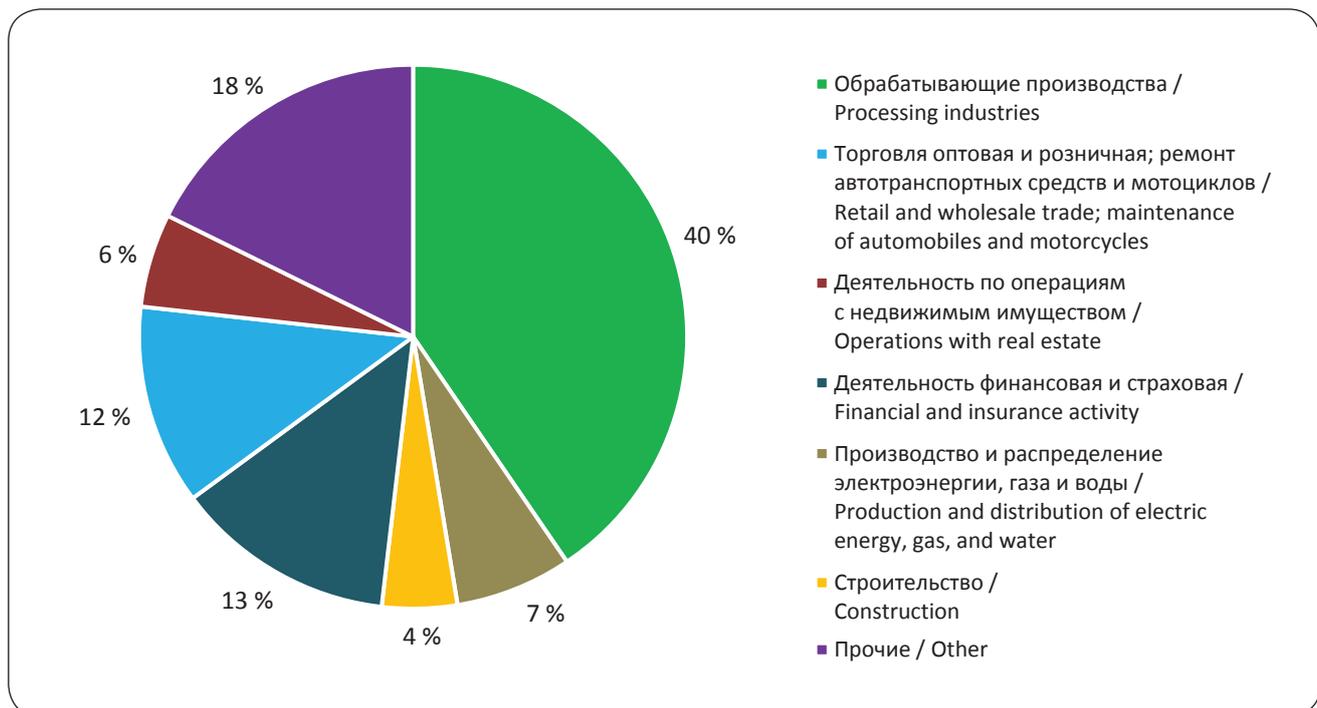


Рис. 1. Структура прямых иностранных инвестиций в Индонезии на 2019 г., %

Источник: Santander. URL: <https://santandertrade.com/> (дата обращения: 15.05.2021).

Fig. 1. Fig. 1. Structure of direct foreign investments in Indonesia in 2019, %

Source: Santander, available at: <https://santandertrade.com/> (access date: 15.05.2021).



него кризиса [11. С. 149]. В 1997 г. произошли резкие оттоки частного капитала из страны, в связи с этим национальная валюта к концу 1997 г. обесценилась меньше чем за шесть месяцев приблизительно на 55 %. Обесценение рупии сопровождалось банковским кризисом, переросшим в национальный экономический кризис: рост инфляции и безработицы [12. С. 157].

С 1978 г. в Индонезии был установлен режим управляемого плавающего курса, где якорем выступала корзина валют, и доллар США имел в ней существенный вес. Но большой отток капитала во время кризиса требовал значительных интервенций, что снизило эффект от стерилизации и затраты на денежно-кредитную политику. В итоге в 1997 г. был установлен режим свободно плавающего валютного курса для защиты валютных резервов². Однако покупательная сила рупии остается изменчивой и оказывает негативный эффект на национальную экономику, поэтому Центральный банк Индонезии осуществляет вмешательство при ее волатильности и резком обесценении с целью стабилизации ожиданий рынка (т. е. де-факто режим обменного курса является управляемым плавающим) [13. С. 36–37].

Основными элементами денежно-кредитной политики в Индонезии выступают отмена контроля процентной ставки по депозитам и кредитам для государственных банков, а также обеспечение стабильности внутренних цен (таргетирование инфляции) и национального обменного курса посредством операций на открытом рынке (начиная с конца 80-х гг.) [7. С. 34].

Одной из главных причин кризиса 1997 г. Гоелтом и соавторы называют либерализацию счета движения капитала в сочетании с плохим государственным управлением в финансовом секторе (в том числе в банковском), которая снизила финансовую устойчивость страны, и проявлялось это в следующем: 1) появилась чрезмерная зависимость от иностранных источников финансирования (займы частного сектора до кризиса выросли до 60 % от внешней задолженности); 2) банки стали использовать внешние краткосрочные

заимствования для финансирования долгосрочных кредитов, выраженных в рупиях [6. С. 273].

После азиатского кризиса в 1998 г. установлено ограничение на косвенное кредитование национальными банками нерезидентов через своп-рынок. В 1999 г. целью была поддержка стабильности рупии, в 2000 г. принята политика таргетирования инфляции [14. С. 13]. В 2001 г. ужесточено валютное регулирование для спекулятивных операций, чтобы снизить чрезмерное колебание валюты [6. С. 279]. Стоит отметить, что проблемы, связанные с падением доходов в посткризисный период (1999 г.) из-за падения экономической активности, были решены индонезийским правительством за счет сокращения государственных инвестиций и программ развития, а также получение доходов от частичной приватизации [15. С. 7–8]⁵.

По сравнению с азиатским кризисом 1997–1998 гг. экономика Индонезии оставалась относительно стабильной во время финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг. Основные проблемы в индонезийской экономике возникли по текущему счету: падение экспорта на 20 % по сравнению с декабрем 2008 г.⁴ Но, кроме этого, в Индонезии из-за неопределенности на мировых финансовых рынках появились следующие трудности для национальной экономики: обесценение валютного курса, сопровождаемого высокой волатильностью, высокая инфляция и отток капитала из страны⁵.

Как утверждает Сапарини, причиной кризиса 2008–2009 гг. стала та же самая ошибка, которую правительство Индонезии сделало во время кризиса 1997 г. Так как правительство стимулировало поступление краткосрочных потоков капитала⁶, это привело к снижению финансовой устойчивости страны

⁵ Indonesian Economic Report / Bank Indonesia. 2009. URL: <https://www.bi.go.id/en/publikasi/laporan-tahunan/perekonomian/Documents/bc444121546e41ec92bae5fc6dfdcc76LPI2008ingg.pdf> (дата обращения: 15.08.2018).

⁴ Indonesia // Social Protection. URL: <http://www.social-protection.org/gimi/RessourcePDF.action;jsessionid=9dABgMDcXGAh-CmIJ1ojqlhDar7U2uAaEAG5UdyLhHuXkKtc70oZ> (дата обращения: 15.08.2018).

⁵ Indonesian Economic Report / Bank Indonesia. 2009. URL: <https://www.bi.go.id/en/publikasi/laporan-tahunan/perekonomian/Documents/bc444121546e41ec92bae5fc6dfdcc76LPI2008ingg.pdf> (дата обращения: 15.08.2018).

⁶ Повышение процентной ставки на фоне понижения ставок в мире и политика финансовой либерализации.

² History of Bank Indonesia: monetary. Period from 1997–1999 / Special Unit for Bank Indonesia Museum: History of Bank Indonesia. URL: <https://www.bi.go.id/en/tentang-bi/museum/sejarah-bi/bi/Documents/1559ad61c53d4bdea493ed0aea24b85fMicrosoftWordHistoryofMonetaryPeriod19971999.pdf> (дата обращения: 15.08.2018).



и перенаправлению инвестиций из реального сектора в финансовый. В дополнение к этому страна имела большой государственный долг (33 % к ВВП), несмотря на большие международные резервы и неразвитую обрабатывающую промышленность, что превратило страну в экспортера сырья [16. С. 23–26].

Но, несмотря на высокий уровень государственно-го долга Индонезии, в 2009 г. принимается программа по развитию инфраструктуры и снижению уровня бедности, что должно будет повысить бюджетный дефицит от 1 до 2,5 % к ВВП. Также для снижения воздействия финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг. предпринимается политика стимулирования потребительского спроса: поднимается порог налогооблагаемого дохода для физических лиц, сокращаются ставки по подоходному налогу для домохозяйств и бизнеса. Но налоги на финансовые операции остаются без изменений [15. С. 13–23].

После финансово-экономического кризиса 2008–2009 гг. экономика азиатских стран ожидала возобновления притоков капитала. В связи с этим Индонезия проводит политику валютного курса, осуществляя валютные интервенции, и накладывает ограничения на притоки и оттоки капитала. В 2010 г. налагается месячный период (в 2011 г. увеличен до шести месяцев) владения Сертификатом Банка Индонезии (*Bank Indonesia Certificates, SBI*); установлены новые правила по чистым открытым валютным позициям; увеличена для банков доля валютных резервов при осуществлении краткосрочных заимствований. В 2011 г. установлены ограничения на инвестиции банков в валютные облигации [17. С. 43].

Также стоит отметить, что в границах блока *АСЕАН+3*⁸ происходят процессы региональной финансовой интеграции с 1997 г. в целях формирования устойчивости к кризисным явлениям. Индонезия, чтобы избежать повторения финансового кризиса, в рамках *АСЕАН* поддержала дорожную карту по финансовой и денежной интеграции и стала участником Чиангмайской инициативы, призванной укрепить

финансовую стабильность в регионе [18. С. 294; 19. С. 54].

Новый финансово-экономический кризис 2020–2021 гг., обусловленный пандемией *COVID-19*, стал также источником дестабилизации национальной экономики Индонезии, где финансовая открытость сыграла не последнюю роль. В частности, в стране наблюдается отток капитала, но за счет проведения политики стимулирования спроса, финансирования социально значимых проектов и стабилизации национального обменного курса ситуацию на фондовых рынках удалось смягчить. Также Банк Индонезии имеет защиту в виде двусторонних свопов для повышения долларовой ликвидности с Китаем, Японией, Сингапуром и другими центральными банками⁹.

Изучив опыт финансовой либерализации в Индонезии, можем подчеркнуть, что после широко-масштабной либерализации 60–90-х гг. XX в. и негативного воздействия азиатского кризиса и мирового финансового кризиса начинает меняться подход к экономической политике в стране. Происходит усиление роли государства в экономике с помощью налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики с введением ограничений на краткосрочные потоки капитала. При этом сохраняется государственное участие в добыче полезных ископаемых, банковском секторе и в некоторых секторах экономики, а также принимаются межгосударственные соглашения по поддержанию стабильности национальной валюты.

2. Обзор эконометрических исследований процесса финансовой либерализации и выбор модели

В настоящее время существует множество работ по исследованию процесса финансовой либерализации и его влияния на экономики стран с помощью эконометрических методов. В частности, наиболее распространенным методом исследования является использование множественной регрессии. В качестве независимых переменных берутся показатели де-юре или де-факто финансовой открытости, а зависимой переменной – макроэкономические показатели, ха-

⁷ Инструмент Центрального банка Индонезии для проведения операций на открытом рынке с целью контроля ликвидности в банковской системе.

⁸ Страны АСЕАН (Таиланд, Малайзия, Индонезия, Сингапур, Филиппины, Бруней, Вьетнам, Лаос, Мьянма и Камбоджа) плюс Япония, Южная Корея, Китай.

⁹ BI expects rebound in foreign capital flows later this year // The Jakarta Post. 2020. URL: <https://www.thejakartapost.com/news/2020/04/08/bi-expects-rebound-in-foreign-capital-flows-later-this-year.html> (дата обращения: 24.05.2021).

рактически характеризующие экономику страны [20–23]. Также зависимой переменной может выступать показатель финансовой открытости, если нужно выявить факторы, влияющие на политику финансовой либерализации [24–26]. В более поздних работах наблюдается усложнение моделей с помощью внедрения переменной-модератора¹⁰, что позволяет выявить определенные условия для эффективной политики финансовой либерализации [29, 30].

Среди новых эконометрических подходов исследования процессов финансовой либерализации выделяются векторные авторегрессионные модели (VAR) [31–34] или стохастические модели по изучению влияния внешних финансовых шоков на макроэкономическую стабильность стран в условиях финансовой открытости [35, 36, 30].

Модели VAR в большей мере используются при анализе влияния финансовой открытости на макроэкономические показатели отдельно по странам: например, Бразилии (за 2000–2008 гг.) [32, 37], Турции (за 1998–2012 гг. и 1989–2009 гг.) [39, 33], Китая (за 1979–2008 гг.) [31], Малайзии (за 2000–2015 гг.) [34]. Отмечены работы и с VAR-моделями по Индонезии [40], в том числе по финансовой открытости [41]. Преимущества VAR-моделей при исследовании данного процесса перед регрессионными уравнениями обусловлены решением следующих проблем:

1) позволяют отследить в долгосрочной перспективе эффект влияния финансовой либерализации на макроэкономические показатели стран;

2) учитывают взаимосвязь не только между политикой финансовой открытости и макроэкономическими показателями, а рассматривают экономику страны как систему под влиянием политики финансовой либерализации.

Исходя из этого, использование простого регрессионного анализа является нецелесообразным. В соответствии с этим для анализа влияния финансовой либерализации на экономическое состояние Индонезии в настоящем исследовании выбран векторный авторегрессионный анализ (VAR).

Следовательно, каждое снятое или поднятое ограничение можно рассмотреть в качестве шока финан-

¹⁰ Подробная информация о модели с переменной-модератором (*moderator variable*) и ее интерпретации представлена, например, в работах [27, 28].

совой интеграции с помощью структурной векторной авторегрессионной модели (SVAR), которая позволяет отследить реакцию макроэкономических показателей на шоки экономической политики и выявить адекватную эмпирическую модель экономики¹¹.

В настоящей работе предполагается исследовать влияние финансовой интеграции на рынок товаров и услуг, на валютный рынок и на денежный рынок. Рынок товаров и услуг представлен реальным ВВП, который генерирует шок предложения. Ситуация на валютном рынке отображается через реальный эффективный обменный курс, который генерирует валютный шок. И индекс потребительских цен показывает ситуацию на денежном рынке, генерируя денежный шок.

Статистический показатель финансовой интеграции стран выражается как сумма активов и пассивов международной инвестиционной позиции к ВВП¹², который генерирует шок финансовой либерализации. Выбор такого показателя обусловлен тем, что показатель де-факто открытости наиболее точно отображает ситуацию¹³ в стране и предоставляет возможность охватить большие временные периоды (доступность данных). Дополнительно учитывается влияние внешнего шока предложения, что требует включения показателя реального мирового ВВП (разность натуральных логарифмов) в виде экзогенной переменной в модель VAR.

Модель SVAR имеет следующий вид:

$$AY_t = F(L)Y_t + Bu,$$

$$A^{-1}AY_t = A^{-1}F(L)Y_t + A^{-1}Bu \text{ или}$$

$$Y_t = A^{-1}F(L)Y_t + A^{-1}Bu,$$

где $A^{-1}F(L) = \Phi(L)$ и $A^{-1}Bu = \varepsilon_t$. $Y_t = [y_{1t}, y_{2t}, y_{3t}, y_{4t}]'$ – вектор эндогенных переменных, y_{1t} – сумма активов и пассивов международной инвестиционной позиции к ВВП (далее – ОК), y_{2t} – разность

¹¹ Модели векторных авторегрессий или VAR-модели / Белорусский государственный университет. URL: <http://www.bsu.by/Cache/Page/513313.pdf> (дата обращения: 06.06.2016).

¹² Данный метод расчета показателя финансовой интеграции был использован в работе [38].

¹³ Введенные ограничения на потоки капитала не всегда эффективны, поэтому показатели де-юре финансовой открытости могут давать искаженные результаты.

натуральных логарифмов реального ВВП (2010) (далее – РВВП), y_{3t} – разность натуральных логарифмов реального эффективного валютного курса (2010) (далее – РЭОК) и y_{4t} – разность натуральных логарифмов индекса потребительских цен (2010) (далее – ИПЦ). A и B – $k \times k$ матрицы, подлежащие оценке, $u_t = [u_{1t}, u_{2t}, u_{3t}, u_{4t}]'$ – структурные шоки, где u_{1t} – шок финансовой интеграции, u_{2t} – шок предложения, u_{3t} – валютный шок и u_{4t} – монетарный шок.

Модель векторной авторегрессии $VAR(p)$ (каноническая форма) можно записать следующим образом:

$$Y_t = c + \Phi(L)Y_t + \Gamma X_t + \varepsilon_t,$$

где ε_t – вектор возмущений, c – константа, X_t – экзогенная переменная, представленная темпами прироста реального мирового ВВП (2010), Φ и Γ – параметры, подлежащие оценке.

Параметры Φ и Γ , подлежащие оценке в модели VAR , оцениваются с помощью метода наименьших квадратов. Длина лага (L) определяется на основе информационных критериев выбора: информационные критерии Акайке, Шварца, Ханнан – Куинна, предельной ошибки прогнозирования и статистики LR (на уровне значимости 5 %).

Однако для идентификации параметров модели $SVAR$ требуется выполнить несколько условий. Во-первых, проверить модель VAR на стационарность с помощью нахождения обратных корней характеристического AR -полинома. Во-вторых, наложить ограничения на модель VAR .

В настоящем исследовании применяются ограничения, накладываемые на долгосрочные импульсные отклики (матрица F). Впервые данная методика была предложена в работе [42]. Главным достоинством данной методики является ее простота: ограничения накладываются исходя из предположений и не требуется использование макроэкономических формул при описании экономических процессов, т. е. сокращается риск неправильного описания экономических процессов. Долгосрочные ограничения в настоящей модели следующие:

1. На ставку реального эффективного обменного курса и на реальный ВВП монетарный шок не оказывает долгосрочного влияния [43. С. 83].

2. Шок предложения, валютный и монетарный шок не оказывают долгосрочного влияния на международные активы и пассивы рассматриваемой страны.

3. Валютный шок не имеет долгосрочного влияния на реальный ВВП.

Следовательно, матрица F будет иметь следующий вид:

$$F = \begin{pmatrix} c1 & 0 & 0 & 0 \\ c2 & c5 & 0 & 0 \\ c3 & c6 & c8 & 0 \\ c4 & c7 & c9 & c10 \end{pmatrix}.$$

Структурная идентификация модели VAR осуществляется с помощью метода максимального правдоподобия по алгоритму Ньютона – Рафсона в программе *EViews*. Полученные результаты представлены в виде графиков накопленных импульсных откликов, полученных после наложения ограничений, и декомпозиции дисперсии.

Графики накопленных импульсных откликов, построенные на основе идентифицированной модели $SVAR$, показывают единичное влияние структурного шока на эндогенную переменную. В частности, исходя из включенных в модель данных в виде темпов прироста (натуральных логарифмов), полученные результаты можно интерпретировать следующим образом: при прочих равных условиях одна единица структурного шока увеличит (уменьшит) эндогенную переменную на определенный процент за период t .

Однако графики накопленных импульсных откликов не могут показать важность участия структурного шока в эндогенных переменных. В связи с этим требуется разделение вариации эндогенной переменной на основе значимости влияния структурного шока (декомпозицию дисперсии). Результаты анализа представляются в виде графиков, где отображается в процентном выражении прогноз дисперсии, обусловленный возмущением структурных шоков, т. е. вклад структурных шоков в эндогенные переменные.

3. Статистические данные

Эконометрический анализ по Индонезии на основе представленных статистических данных производился поквартально за период с 1-го квартала 1994 г. по 4-й квартал 2018 г. Статистические данные взяты из официальных статистических баз данных: Международного валютного фонда, Всемирного банка и Банка международных расчетов (табл. 1).

Источники статистических данных для модели SVAR (квартальные данные) по Индонезии

Table 1. Sources of statistical data for SVAR model (quarterly data) for Indonesia

Статистический показатель / Statistical indicator	Источники данных / Data sources
Статистические показатели международной инвестиционной позиции и платежного баланса по кварталам: – 1994–2013 гг. – квартальные данные по активам и пассивам международной инвестиционной позиции (далее – МИП) получены расчетным способом на основе данных платежного баланса; – 2014–2018 гг. – готовые квартальные данные по активам и пассивам МИП. Также данные МИП переведены из моментных в интервальные / Statistical indicators of investment position and payment balance by quarter: – 1994–2013 – quarterly data by assets and liabilities of the international investment position (further – IIP) are obtained by calculations based on balance-of-payment data; – 2014–2018 – ready quarterly data by assets and liabilities of IIP. IIP data also transferred from moment to interval ones	Balance of Payments and International Investment Position // IMF. URL: http://data.imf.org/ (дата обращения: 18.02.2020)
Валовой внутренний продукт (квартальные данные) / Gross domestic product (quarterly data)	National Accounts, Expenditure, Gross Domestic Product, Nominal, Domestic Currency // IMF. URL: http://data.imf.org/ (дата обращения: 23.05.2021). Обменный курс для пересчета в долл. США / Exchange rate for transferring into US \$: Exchange Rates, Domestic Currency per U.S. Dollar, Period Average, Rate // IMF. URL: http://data.imf.org/ (дата обращения: 23.05.2021)
Реальный эффективный обменный курс / Real effective exchange rate	BIS effective exchange rates monthly // BIS statistics. URL: https://stats.bis.org/ (дата обращения: 23.05.2021)
Индекс потребительских цен (базовый год = 2010) / Consumer Price Index (base year – 2020)	Prices, Consumer Price Index, All items, Index // IMF. URL: http://data.imf.org/ (дата обращения: 23.05.2021)
Реальный валовой внутренний продукт (базовый год = 2010) / Real gross domestic product (base year – 2020)	Gross domestic product - expenditure approach (VPVOBARSA: US dollars, volume estimates, fixed PPPs, OECD reference year, annual levels, seasonally adjusted) // OECD Statistics. URL: https://stats.oecd.org/ (дата обращения: 12.12.2021)
Мировой реальный валовой региональный продукт (базовый год = 2010) / Global real gross regional product (base year – 2020)	GDP, constant 2010 US\$, millions, seas. adj., [NYGDPMKTPSAKD] – World [WLT] // The World Bank Group. URL: https://databank.worldbank.org/ (дата обращения: 23.05.2021)

Источник: составлено автором.

Source: compiled by the author.

Предварительно были взяты разности логарифмов по всем показателям с целью ухода от нестационарности временного ряда и удобства интерпретации, за исключением показателя финансовой интеграции, который был взят для анализа в виде последовательных разностей. Реальный ВВП, РЭОК и ИПЦ представлены изначально в абсолютных значениях в отличие от показателя финансовой интеграции.

4. Результаты эконометрического анализа

Исходя из рассчитанных критериев выбора длины лага показана необходимость использования в модели VAR лага длиной в пять кварталов. Модель VAR ста-

ционарна, так как все полученные обратные корни AR-полинома по модулю меньше единицы.

В ходе оценки модели SVAR по Индонезии выявлено, что влияние структурных шоков на эндогенные переменные значимо на уровне значимости 5 % за исключением влияния валютного шока на РЭОК (табл. 2).

На графиках накопленных импульсных откликов в пределах пяти лет установлено, что при прочих равных условиях шок усиления финансовой интеграции в Индонезии приводит к росту суммы международных активов и пассивов к ВВП, но при этом снижается реальный ВВП и РЭОК, а также возрастает индекс потребительских цен (рис. 2).

Результаты оценивания SVAR-модели по Индонезии (матрица F)
Table 2. Results of assessing the SVAR-model for Indonesia (F matrix)

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>z-Statistic</i>	<i>Prob.</i>
C(1)	0.079041	0.005765	13.71131	0.0000
C(2)	-0.018783	0.002611	-7.193060	0.0000
C(3)	-0.043318	0.004873	-8.889590	0.0000
C(4)	0.028748	0.005312	5.412334	0.0000
C(5)	0.021554	0.001572	13.71131	0.0000
C(6)	0.022302	0.003334	6.688195	0.0000
C(7)	-0.044471	0.003647	-12.19522	0.0000
C(8)	0.028222	0.002058	13.71131	0.0000
C(9)	0.001911	0.001661	1.150593	0.2499
C(10)	0.016046	0.001170	13.71131	0.0000
Log likelihood	847.5669			

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

Source: compiled and calculated by the author with EViews software.

Однако в ходе структурной декомпозиции дисперсии выявлено, что шок финансовой интеграции вносит наибольший вклад в показатель ОК (около 65 %). Но с 3-го квартала значимость шока финансовой интеграции снижается в данном показателе, а значимость валютного шока увеличивается. Интересный факт, что показатель ОК после 3-го квартала становится более эндогенным, так как зависит не только от шока, который он генерирует. При этом вклад валютного шока в этот показатель значительно увеличивается (рис. 3).

В реальный ВВП и РЭОК вклад шока финансовой интеграции значительно ниже – около 30 % вариации показателей, в то время как влияние на инфляцию возрастает постепенно от 3 до 20 % дисперсии за пять лет (рис. 3).

Суммируя полученные результаты, можно сделать вывод, что финансовая либерализация приводит к снижению реального ВВП, реального эффективного обменного курса и повышению инфляции в Индонезии.

Но в Индонезии процесс финансовой либерализации не является основным фактором, объясняющим макроэкономическую ситуацию в данной стране. В большей мере влияние на макроэкономические показатели оказывают шок-предложения, денежный шок и валютный шок, что показывает значимость комплексной экономической политики. Даже показатель

степени финансовой интеграции имеет зависимость не только от мер по контролю финансового капитала, а от развития производства, валютной и денежной политики, проводимой в Индонезии.

Выводы

Индонезия – одна из стран, которая, предвзято финансово-экономический кризис, активно проводила политику финансовой либерализации. В результате для нее основным каналом передачи «финансовой инфекции» послужили трансграничные потоки капитала. При этом не было выявлено взаимосвязи между экономическим ростом и финансовой открытостью. Следовательно, либерализация не только не стала фактором устойчивого роста, но явилась источником финансовой нестабильности и ослабила защиту Индонезии перед внешними шоками.

Также опыт Индонезии показал, что финансовая либерализация оказывает значительное влияние на проводимую экономическую политику и институциональную среду. С одной стороны, осуществляется приватизация государственных предприятий и банков иностранцами, усиливая приток ПИИ; сокращаются расходы на обеспечение стабильности национальной валюты из-за принятия плавающего обменного курса. Наблюдаются угрозы для национальной безопасности под воздействием финансовой открытости развиваю-

щихся стран: усиление влияния на экономику из-за границы, увеличивается возможность резкого оттока капитала и дестабилизации обменного курса. Но, с другой стороны, политика финансовой либерализации требует мер по усилению участия государства в экономике и планомерного подхода к данной политике: осуществление валютных интервенций для обеспечения стабильности национальной валюты; увеличения бюджетных расходов на поддержание

экономической стабильности и обеспечения экономического роста; ограничения краткосрочных потоков капитала; использования региональных финансовых инструментов.

Исследование влияния процессов финансовой либерализации в Индонезии с помощью модели SVAR на основе введения долгосрочных ограничений показало негативное воздействие на их макроэкономическое состояние. В частности, отмечены отрицательные

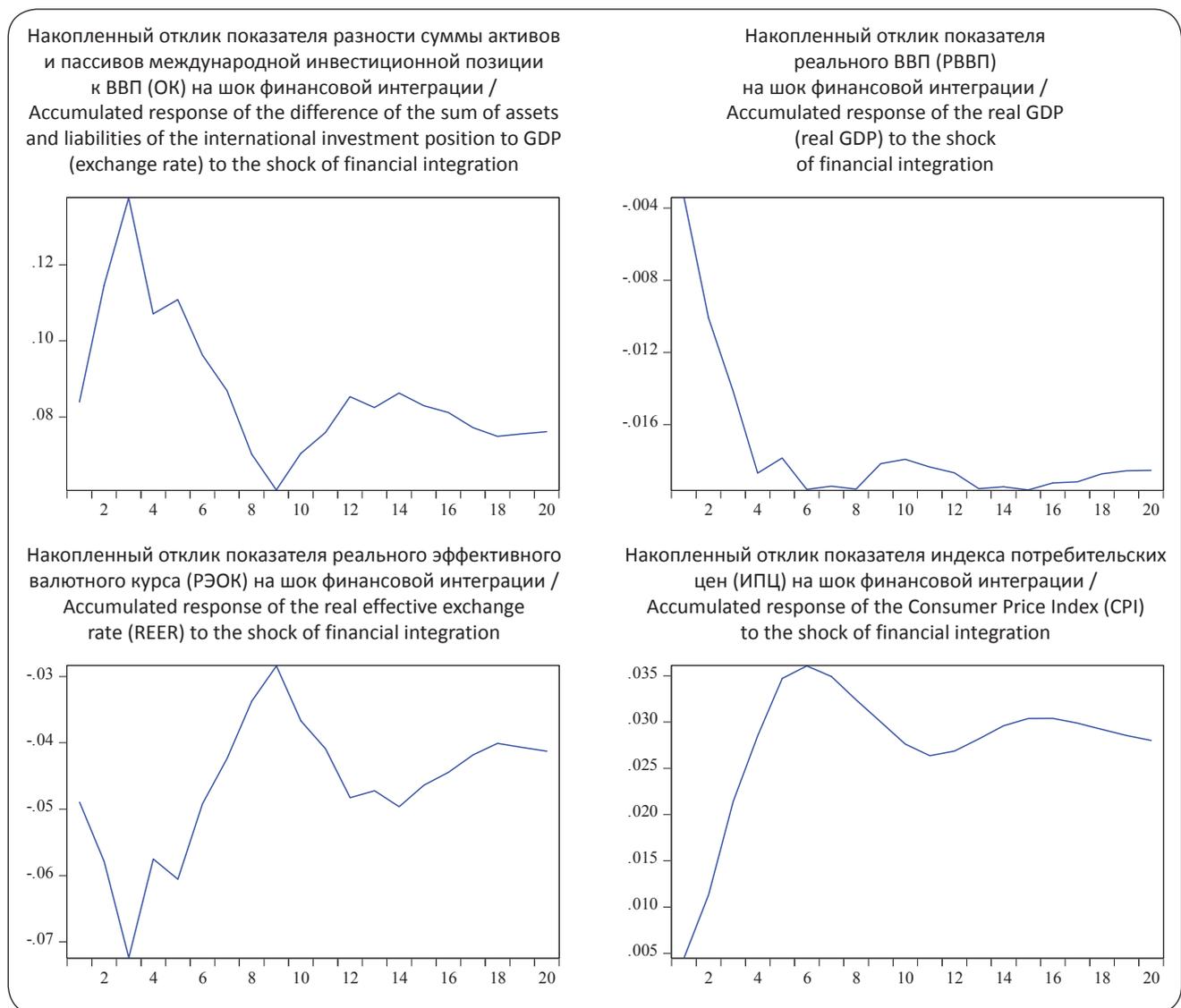


Рис. 2. Функции накопленных импульсных откликов на шок финансовой интеграции в Индонезии

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

Fig. 2. Functions of accumulated impulse responses to the shock of financial integration in Indonesia

Source: compiled and calculated by the author with EViews software.

темпы роста реального валового продукта, падение реального эффективного обменного курса и увеличение темпов роста инфляции.

Результаты исследования показывают, что быстрая финансовая либерализация не стала ключом успеха для развития индонезийской экономики, а, наоборот, явилась причиной ее дестабилизации в условиях глобальной нестабильности. Опыт Индонезии демонстрирует важность координации внутренней

экономической политики и политики, связанной с регулированием потоков финансового капитала, особенно в кризисные периоды. Также результаты эконометрической модели подтверждают, что значимость влияния шока финансовой интеграции на эндогенные переменные достаточно небольшая в Индонезии, а в большей мере они определяются не только валютным регулированием, но и комплексной экономической политикой.

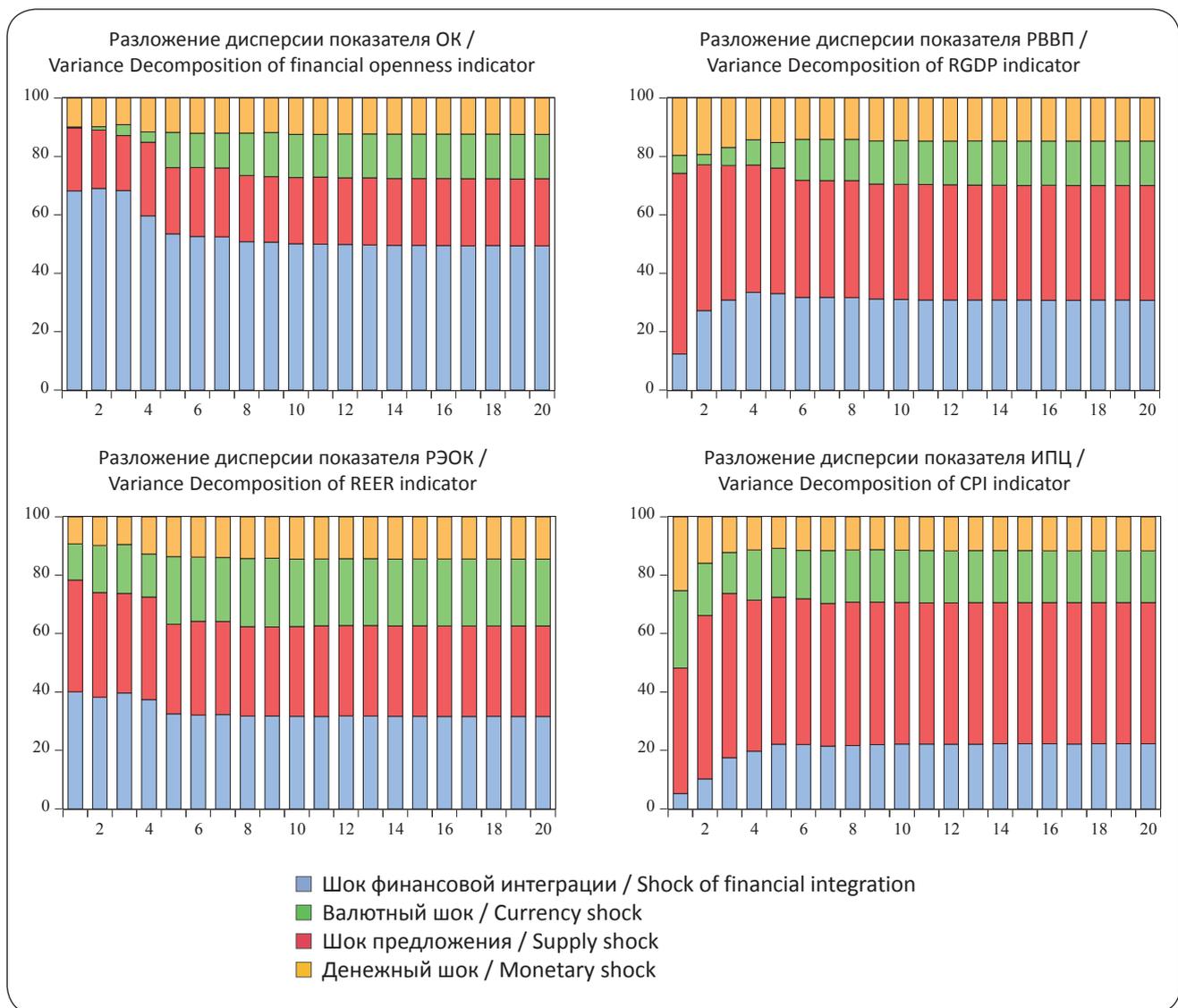


Рис. 3. Результаты декомпозиции дисперсий по Индонезии

Источник: составлено и рассчитано автором в программе EViews.

Fig. 3. Results of decomposition of dispersions for Indonesia

Source: compiled and calculated by the author with EViews software.



Список литературы

1. Смыслов Д. В. Международная валютная система: тенденции эволюции // Деньги и кредит. 2013. № 10. С. 46–58.
2. Раков И. Д. Теоретические концепции финансовой либерализации // Финансы и кредит. 2019. Т. 25, № 8 (788). С. 1933–1948. DOI: <https://doi.org/10.24891/fc.25.8.1933>
3. Saupin V. IV/Les pays émergents face aux flux (et reflux) de capitaux // L'économie mondiale 2015. Paris: La Découverte, 2014. С. 57–72.
4. Яковлев И. А., Швандар К. В. Использование режима плавающего обменного курса в странах с переходной экономикой // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2015. № 5 (27). С. 103–112.
5. Навой А. В. Концепция валютно-финансового регулирования национальной экономики в условиях нестабильности глобальных финансов // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2018. № 1. С. 71–86. DOI: <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2018-1-71-86>
6. Goeltom M. S. et al. Capital flows in Indonesia: challenges and policy responses // Participants in the meeting. 2008. Pp. 265–287.
7. Supit B. N. Privatization in Indonesia: One Economic Strategy to Accelerate Economic Growth / Benyamen N. Supit. Naval Postgraduate School Monterey CA, 1996. 89 p. URL: <http://hdl.handle.net/10945/32123> (дата обращения: 24.05.2021).
8. Soejono F., Heriyanto F. X. Privatization Method and Firm Performance: A Study of Indonesia's State-owned Enterprises // Jurnal Dinamika Manajemen. 2018. Vol. 9, № 2. Pp. 149–158.
9. Nahadi B., Suzuki Y. Partial privatization and performance of privatized SOES: the evidence from Indonesia // Journal of Economics and Sustainable Development. 2012. Т. 3, № 14. Pp. 98–109.
10. Sequencing capital account liberalization: lessons from the experiences in Chile, Indonesia, Korea, and Thailand / C. Echeverria, M. S. M. Darbar, M. R. B. Johnston; International Monetary Fund // International Monetary Fund. 1997. № 97–157. 115 p. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp97157.pdf> (дата обращения: 21.02.2019).
11. Iriana R., Sjöholm F. Indonesia's economic crisis: contagion and fundamentals // The Developing Economies. 2002. Vol. 40, № 2. Pp. 135–151.
12. Tambunan T. T. H. The Indonesian experience with two big economic crises // Modern Economy. 2010. Vol. 1, № 03. Pp. 156–167.
13. Syarifuddin F. et al. Monetary policy response on exchange rate volatility in Indonesia // Journal of Contemporary Economic and Business Issues. 2014. Vol. 1, № 2. Pp. 35–54.
14. Hiew L. C. Financial Liberalization and Money Demand in Indonesia: Implications for Weighted Monetary Aggregates. Universiti Malaysia Sarawak, 2010. URL: <http://www.centerforfinancialstability.org/amfm/studies/2011-04-prHiewLC.pdf> (дата обращения: 15.08.2018).
15. Francis S. Fiscal policy evolution and distributional implications: The Indonesian experience // International Development Economics Associates. 2012. URL: <https://pdfs.semanticscholar.org/23b5/4b74084204ba9e5323b6eec26468b961144d.pdf> (дата обращения: 25.07.2019).
16. Saparini H. Policy response to overcome crisis: A lesson from Indonesian case // International conference on “Re-regulating global finance in the light of the global crisis”, Beijing, China. Google Scholar. 2009. 26 p. URL: http://www.networkideas.org/ideasact/feb09/Beijing_Conference_09/Hendri_Saparini.pdf (дата обращения: 21.02.2019).
17. Managing Capital Flows: Lessons from the Recent Experiences of Emerging Asian Economies / M. Kawai, M. B. Lamberte, S. 3. Takagi // Regulating global capital flows for long-run development/ ed. A. Bhattacharya et al. 2012. Pp. 35–46.
18. Indonesia: A country study / ed. W. H. Frederick, R. L. Worden. Government Printing Office, 2011. 440 p. URL: http://www.loc.gov/frd/cs/pdf/CS_Indonesia.pdf (дата обращения: 21.02.2019).
19. Региональные финансовые механизмы и их роль в обеспечении финансовой стабильности (опыт АСЕАН) / И. А. Яковлев, Л. С. Кабир, С. И. Никулина, И. Д. Раков // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. 2016. № 5 (33). С. 52–62.
20. Kraay A. In search of the macroeconomic effects of capital account liberalization / The World Bank Group. 1998. 45 p. URL: http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/22237_CALMacroEffects_Manuscript.pdf (дата обращения: 07.03.2019).
21. Laurenceson J., Tang K. K. China's capital account convertibility and financial stability // Discussion Paper. 2005. № 5. 26 p. URL: <http://www.uq.edu.au/economics/eaerg/dp/0505.pdf> (дата обращения: 29.10.2018).
22. Gamra S. B., Clévenot M. Les effets ambigus de la libéralisation financière dans les pays en développement Croissance économique ou instabilité financière? / S. B. Gamra, M. Clévenot. Centre d'Economie de l'Université Paris Nord (ancienne affiliation) (CEPN), 2008. 24 p. URL: <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-00323334/> (дата обращения: 04.12.2018).
23. Montecino J. A. Capital controls and the real exchange rate: Do controls promote disequilibria? // Journal of International Economics. 2018. Т. 114. С. 80–95. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2018.05.005>



24. Pepinsky T. B. Do currency crises cause capital account liberalization? // *International Studies Quarterly*. 2012. Т. 56, № 3. С. 1–17. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1468-2478.2012.00729.x>
25. Capital-flow management measures: What are they good for? / K. Forbes, M. Fratzscher, R. Straub // *Journal of International Economics*. 2015. Т. 96. Pp. S76–S97. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2014.11.004>
26. Раков И. Д. Особенности применения эконометрического моделирования при исследовании финансовой либерализации // *Азимут научных исследований: экономика и управление*. 2019. № 4 (29). С. 325–329. DOI: <https://doi.org/10.26140/anie-2019-0804-0073>
27. Fairchild A. J., MacKinnon D. P. A general model for testing mediation and moderation effects // *Prevention Science*. 2009. Т. 10, № 2. С. 87–99.
28. Williams R. Interaction effects between continuous variables (Optional). 2015. URL: <https://www3.nd.edu/~rwilliam/stats2/155.pdf> (дата обращения: 21.03.2017).
29. Okada K. The interaction effects of financial openness and institutions on international capital flows // *Journal of Macroeconomics*. 2013. Т. 35. С. 131–143. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2012.11.003>
30. Corruption, capital account liberalization, and economic growth: Theory and evidence / T. Kunieda, K. Okada, A. Shibata // *International Economics*. 2014. Т. 139. Pp. 80–108. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.inteco.2014.03.001>
31. Financial reform in China: Progresses and challenges / Y. Huang, X. Wang, N. Lin. China Macroeconomic Research Center, Peking University, 2013. URL: <http://workspace.unpan.org/sites/Internet/Documents/UNPAN94527.pdf> (дата обращения: 24.10.2018).
32. Baba C. et al. Effectiveness of capital controls in selected emerging markets in the 2000s // *International Monetary Fund*. 2011. № 11/281. 45 p. URL: https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-full-text-pdf/external/pubs/ft/wp/2011/_wp11281.ashx (дата обращения: 09.03.2019).
33. Kandil M., Trabelsi M. On capital flows and macroeconomic performance: Evidence before and after the financial crisis in Turkey // *Borsa Istanbul Review*. 2015. Т. 15, № 4. Pp. 249–258. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.bir.2015.09.001>
34. Macro-Financial Effects of Portfolio Flows: Malaysia's Experience / T. Hwa, M. Raghavan, T. Huey // *SAMA Working Paper*. 2017. № 35/2017. 37 p. URL: https://papers.ssrn.com/Sol3/papers.cfm?abstract_id=2962154 (дата обращения: 13.09.2021).
35. Financial Liberalization and Banking Crises: A Cross-Country Analysis / A. P. Angikand, W. Sawangngoenyuan, C. Wihlborg // *International Review of Finance*. 2010. Т. 10, № 2. С. 263–292. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1468-2443.2010.01114.x>
36. Glick R., Hutchison M. Capital controls and exchange rate instability in developing economies // *Journal of International Money and Finance*. 2005. Т. 24, № 3. Pp. 387–412. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2004.11.004>
37. Ono F. H. et al. Conversibilidade da conta de capital, taxa de juros e crescimento econômico: uma avaliação empírica da proposta de plena conversibilidade do real // *Revista de Economia Contemporânea*. 2005. Т. 9, № 2. Pp. 231–261. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1415-98482005000200001>
38. Lane P. R., Milesi-Ferretti G. M. International financial integration // *IMF Staff Papers*. 2003. Т. 50, № 1. С. 82–113. DOI: <https://doi.org/10.2307/4149916>
39. Financial liberalization and economic growth in Turkey: a reexamination / G. Dinar, B. Dalgiç, P. Iyidoğan // *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*. 2015. Т. 33, № 1. Pp. 19–43. DOI: <https://doi.org/10.17065/huifbf.75983>
40. Syamsi M. N. et al. International Trade, Financial Development, Foreign Exchange Reserve and Output in Indonesia // *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*. 2020. Т. 10, № 1. Pp. 324–333. DOI: <https://doi.org/10.6007/IJARAFMS/v10-i1/7205>
41. Simorangkir I. The Openness And Its Impact To Indonesian Economy: A Structural Var Approach // *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*. 2008. Т. 10, № 3. Pp. 223–260. DOI: <https://doi.org/10.21098/bemp.v10i3.227>
42. Blanchard O. J., Quah D. The dynamic effects of aggregate demand and supply disturbances // *The American Economic Review*. Т. 79, № 4. Pp. 655–673. DOI: <https://doi.org/10.3386/w2737>
43. Huang Y., Guo F. Is currency union a feasible option in East Asia?: A multivariate structural VAR approach // *Research in international business and finance*. 2006. Т. 20, № 1. Pp. 77–94.

References

1. Smyslov, D. V. (2013). Progress trends in the international currency system. *Den'gi i Kredit*, 10, 46–58 (in Russ.).
2. Rakov, I. D. (2019). Theoretical concepts of financial liberalization. *Finance and Credit*, 25, 8 (788), 1933–1948. <https://doi.org/10.24891/fc.25.8.1933>
3. Caupin, V. (2014). IV/Les pays émergents face aux flux (et reflux) de capitaux. In *L'économie mondiale 2015* (pp. 57–72). Paris, La Découverte.



4. Yakovlev, I. A., Shvandar, K. V. (2015). Using the float exchange rate regime in the countries with transitional economy. *Financial Journal*, 5 (27), 103–112 (in Russ.).
5. Navoy, A. V. (2018). Concept of the Exchange Rate Policy and Capital Control of the National Economy in Terms of Global Finance Instability. *Financial Journal*, 1, 71–86. <https://doi.org/10.31107/2075-1990-2018-1-71-86>
6. Goeltom, M. S. et al. (2008). Capital flows in Indonesia: challenges and policy responses, *Participants in the meeting*, 265–287.
7. Supit, B. N. (1996). *Privatization in Indonesia: One Economic Strategy to Accelerate Economic Growth*, Naval Postgraduate School Monterey CA. <http://hdl.handle.net/10945/32123> (access date: 24.05.2021).
8. Soejono, F., Heriyanto, F. X. (2018). Privatization Method and Firm Performance: A Study of Indonesia's State-owned Enterprises. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 9 (2), 149–158.
9. Nahadi, B., Suzuki, Y. (2012). Partial privatization and performance of privatized SOES: the evidence from Indonesia. *Journal of Economics and Sustainable Development*, 3 (14), 98–109.
10. Echeverria, C., Darbar, M. S. M., Johnston, M. R. B. (1997). Sequencing capital account liberalization: lessons from the experiences in Chile, Indonesia, Korea, and Thailand. *International Monetary Fund*, 97–157, 115 p. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp97157.pdf> (access date: 21.02.2019).
11. Iriana, R., Sjöholm, F. (2002). Indonesia's economic crisis: contagion and fundamentals. *The Developing Economies*, 40 (2), 135–151.
12. Tambunan T. T. H. (2010). The Indonesian experience with two big economic crises. *Modern Economy*, 1 (03), 156–167.
13. Syarifuddin, F. et al. (2014). Monetary policy response on exchange rate volatility in Indonesia. *Journal of Contemporary Economic and Business Issues*, 1 (2), 35–54.
14. Hiew, L. C. (2010). *Financial Liberalization and Money Demand in Indonesia: Implications for Weighted Monetary Aggregates*, Universiti Malaysia Sarawak. <http://www.centerforfinancialstability.org/amfm/studies/2011-04-prHiewLC.pdf> (access date: 15.08.2018).
15. Francis, S. (2012). *Fiscal policy evolution and distributional implications: The Indonesian experience*, International Development Economics Associates. <https://pdfs.semanticscholar.org/23b5/4b74084204ba9e5323b6eec26468b961144d.pdf> (access date: 25.07.2019).
16. Saparini, H. Policy response to overcome crisis: A lesson from Indonesian case. *International conference on "Re-regulating global finance in the light of the global crisis", Beijing, China*. http://www.networkideas.org/ideasact/feb09/Beijing_Conference_09/Hendri_Saparini.pdf (access date: 21.02.2019).
17. Kawai, M., Lamberte, M. B., Takagi, S. 3. (2012). Managing Capital Flows: Lessons from the Recent Experiences of Emerging Asian Economies. In A. Bhattacharya et al. (Eds.), *Regulating global capital flows for long-run development* (pp. 35–46).
18. Frederick, W. H., Worden, R. L. (2011). *Indonesia: A country study*, Government Printing Office. http://www.loc.gov/rr/frd/cs/pdf/CS_Indonesia.pdf (access date: 21.02.2019).
19. Yakovlev, I. A., Kabir, L. S., Nikulina, S. I., Rakov, I. D. (2016). Regional financial mechanisms and their role in providing financial stability (ASEAN experience). *Financial Journal*, 5 (33), 52–62 (in Russ.).
20. Kraay, A. (1998). *In search of the macroeconomic effects of capital account liberalization*, The World Bank Group. http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/22237_CALMacroEffects_Manuscript.pdf (access date: 07.03.2019).
21. Laurenceson, J., Tang, K. K. (2005). China's capital account convertibility and financial stability. *Discussion Paper*, 5, 26 p. <http://www.uq.edu.au/economics/eaerg/dp/0505.pdf> (access date: 29.10.2018).
22. Gamra, S. B., Clévenot, M. (2008). *Les effets ambigus de la libéralisation financière dans les pays en développement Croissance économique ou instabilité financière?*, Centre d'Economie de l'Université Paris Nord (ancienne affiliation) (CEPN), 24 p. <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-00323334/> (access date: 04.12.2018).
23. Montecino, J. A. (2018). Capital controls and the real exchange rate: Do controls promote disequilibria?. *Journal of International Economics*, 114, 80–95. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2018.05.005>
24. Pepinsky, T. B. (2012). Do currency crises cause capital account liberalization?. *International Studies Quarterly*, 56 (3), 1–17. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2478.2012.00729.x>
25. Forbes, K., Fratzscher, M., Straub, R. (2015). Capital-flow management measures: What are they good for?. *Journal of International Economics*, 96, S76–S97. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2014.11.004>
26. Rakov, I. D. (2019). Econometric modeling application features in the investigation of financial liberalization. *Azimuth of Scientific Research: Economics And Administration*, 4 (29), 325–329. <https://doi.org/10.26140/anie-2019-0804-0073>
27. Fairchild, A. J., MacKinnon, D. P. (2009). A general model for testing mediation and moderation effects. *Prevention Science*, 10 (2), 87–99.
28. Williams, R. (2015). *Interaction effects between continuous variables (Optional)*. <https://www3.nd.edu/~rwilliam/stats2/155.pdf> (access date: 21.03.2017).



29. Okada, K. (2013). The interaction effects of financial openness and institutions on international capital flows. *Journal of Macroeconomics*, 35, 131–143. <https://doi.org/10.1016/j.jmacro.2012.11.003>
30. Kunieda, T., Okada, K., Shibata, A. (2014). Corruption, capital account liberalization, and economic growth: Theory and evidence. *International Economics*, 139, 80–108. <https://doi.org/10.1016/j.inteco.2014.03.001>
31. Huang, Y., Wang, X., Lin, N. (2013). *Financial reform in China: Progresses and challenges*, China Macroeconomic Research Center, Peking University. <http://workspace.unpan.org/sites/Internet/Documents/UNPAN94527.pdf> (access date: 24.10.2018).
32. Baba, C. et al. (2011). Effectiveness of capital controls in selected emerging markets in the 2000s. *International Monetary Fund*, 11/281, 45. https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-full-text-pdf/external/pubs/ft/wp/2011/_wp11281.ashx (access date: 09.03.2019).
33. Kandil, M., Trabelsi, M. (2015). On capital flows and macroeconomic performance: Evidence before and after the financial crisis in Turkey. *Borsa Istanbul Review*, 15 (4), 249–258. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2015.09.001>
34. Hwa, T., Raghavan, M., Huey, T. (2017). Macro-Financial Effects of Portfolio Flows: Malaysia's Experience. *CAMA Working Paper*, 35/2017, 37. https://papers.ssrn.com/Sol3/papers.cfm?abstract_id=2962154 (access date: 13.09.2021).
35. Angikand, A. P., Sawangngoenyuan, W., Wihlborg, C. (2010). Financial Liberalization and Banking Crises: A Cross-Country Analysis. *International Review of Finance*, 10 (2), 263–292. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2443.2010.01114.x>
36. Glick, R., Hutchison, M. (2005). Capital controls and exchange rate instability in developing economies. *Journal of International Money and Finance*, 24 (3), 387–412. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2004.11.004>
37. Ono, F. H. et al. (2005). Conversibilidade da conta de capital, taxa de juros e crescimento econômico: uma avaliação empírica da proposta de plena conversibilidade do real. *Revista de Economia Contemporânea*, 9 (2), 231–261. <https://doi.org/10.1590/S1415-98482005000200001>
38. Lane, P. R., Milesi-Ferretti, G. M. (2003). International financial integration, *IMF Staff Papers*, 50 (1), 82–113. <https://doi.org/10.2307/4149916>
39. Dinar, G., Dalgıç, B., Iyidoğan, P. (2015). Financial liberalization and economic growth in Turkey: a reexamination. *Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 33 (1), 19–43. <https://doi.org/10.17065/huiibf.75983>
40. Syamsi, M. N. et al. (2020). International Trade, Financial Development, Foreign Exchange Reserve and Output in Indonesia. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 10 (1), 324–333. <https://doi.org/10.6007/IJARAFMS/v10-i1/7205>
41. Simorangkir, I. (2008). The Openness And Its Impact To Indonesian Economy: A Structural Var Approach. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, 10 (3), 223–260. <https://doi.org/10.21098/bemp.v10i3.227>
42. Blanchard, O. J., Quah, D. (1988). The dynamic effects of aggregate demand and supply disturbances. *The American Economic Review*, 79 (4), 655–673. <https://doi.org/10.3386/w2737>
43. Huang, Y., Guo, F. (2006). Is currency union a feasible option in East Asia?: A multivariate structural VAR approach. *Research in International Business and Finance*, 20 (1), 77–94.

Конфликт интересов: автором не заявлен.

Conflict of Interest: No conflict of interest is declared by the author.

Дата поступления / Received 07.08.2021

Дата принятия в печать / Accepted 08.10.2021