### Корищенко К.Н.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации

# Влияние обменного курса рубля на динамику экономического роста

### яннотация:

В посткризисный период (2009-2014) наблюдается значительное различие в динамике ВВП России и других крупнейших экономик мира. Данная статья посвящена изучению факторов, повлиявших на формирование данного тренда, и перспектив изменения сложившейся ситуации. В качестве ключевого фактора, определяющего сегодняшнюю ситуацию и ближайшую перспективу, в статье рассматривается денежно-кредитная и валютная политика Центрального Банка. Делается вывод, что переход к плавающему курсу и инфляционному таргетированию во многом определили формирование указанного тренда. Обсуждается вопрос, который требует решения, — какие изменения целесообразно внести в действующие политики для изменения сложившихся негативных тенденций.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: курс рубля, экономический рост, динамика экономического роста

JEL: L10, L32, M21

#### ЦИТИРОВАНИЕ:

Корищенко К.Н. О влиянии обменного курса рубля на динамику экономического роста // Глобальные рынки и финансовый инжиниринг. — 2014. — № 1 (1). — с. 9-24. — <a href="http://dx.doi.org/10.18334/grfi.1.1.5">http://dx.doi.org/10.18334/grfi.1.1.5</a>

**Корищенко Константин Николаеви**ч, заведующий кафедрой «Фондовые рынки и финансовый инжиниринг» Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, доктор экономических наук, профессор

→ Korishchenko-kn@ffb.ru

экономика»

ОТКРЫТЫЙ ДОСТУП: <a href="http://dx.doi.org/10.18334/grfi.1.1.5">http://dx.doi.org/10.18334/grfi.1.1.5</a>
Статья распространяется по лицензии Creative Commons CC BY-NC-ND (<a href="http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/">http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/</a>) (с) Корищенко К.Н. / Публикация: ООО Издательство «Креативная

ЯЗЫК ПУБЛИКАЦИИ: русский, английский

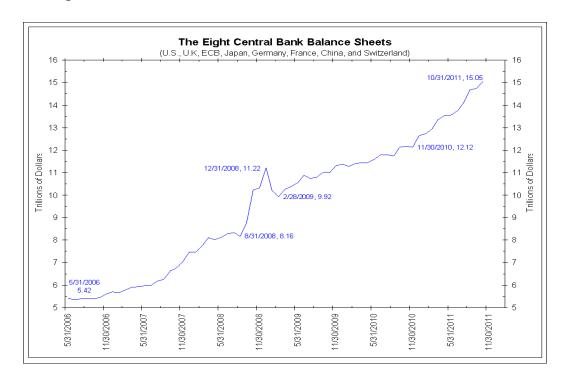
, ,



This article in English is available at <a href="http://dx.doi.org/10.18334/grfi.1.1.5">http://dx.doi.org/10.18334/grfi.1.1.5</a>

### Посткризисный период и монетарное стимулирование мировой экономики

После кризиса 2008 года мировая экономика перешла к новой фазе своего развития, основанной, прежде всего, на активной эмиссионной деятельности центральных банков крупнейших мировых экономик – США, Китая, Европы, Японии.



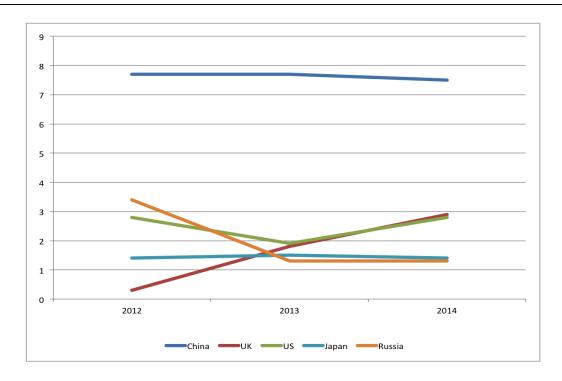
**Рисунок 1.** Объемы эмиссии денег крупнейшими центробанками мира (источник - www.ritholtz.com)

Объем эмиссии денег восемью крупнейшими центробанками мира вырос за период 2008-2012 годов в три раза – с 5 триллионов долларов до 15 триллионов долларов (см. рис. 1).

Эта тенденция за последние годы начала замедляться в некоторых странах (США, Великобритания), а в некоторых (Еврозона, Япония, Китай) перешла в более активную фазу.

Успешность данной политики пока является предметом дискуссий, но тем не менее за период 2012-2014 годов в США и Великобритании наблюдается положительная динамика роста реального ВВП, так же как и Китай сохраняет свои высокие темпы роста. (см. рис. 2).

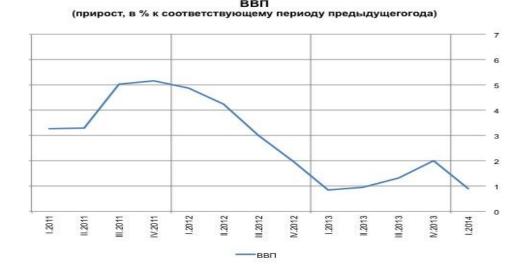
На этом фоне Россия демонстрирует понижательный тренд в динамике ВВП.



**Рисунок 2.** Динамика роста реального ВВП крупнейших экономик мира в 2012 – 2014 (оценка) годах (источник – <a href="www.imf.org">www.imf.org</a>)

### 1. ВВП и его составляющие. Анализ динамики

Как уже отмечалось, в российской экономике за последние три года наметилась явная тенденция к замедлению темпов роста ВВП, а в 2014 году даже переход в фазу «околонулевого» роста (см. рис. 3).



**Рисунок 3.** Динамика ВВП России (поквартально) (источник – <u>www.cbr.ru</u>)

Взяв за основу классическое определение ВВП (1), рассмотрим, как каждый из компонентов повлиял на динамику ВВП.

$$GDP = C + G + I + NX \tag{1}$$

Первый фактор (С) — потребление (см. рис. 4). В качестве хороших индикаторов поведения данного показателя можно взять динамику заработных плат и оборота розничной торговли. Они характеризуют потребительское поведение населения как с точки зрения располагаемых доходов, так и со стороны практического расходования этих доходов. Понижательная динамика обоих показателей начиная с конца 2011 года ярко выражена.



**Рисунок 4.** Динамика заработной платы и оборота розничной торговли (источник – <a href="https://www.cbr.ru">www.cbr.ru</a>)

Следующий фактор – государственные расходы (G) (см. рис. 5). Динамика этого показателя имеет повышательную динамику, но темпы его роста замедляются и, как будет показано ниже, количественный прирост этого показателя недостаточен, чтобы компенсировать падение или замедление других компонентов ВВП.



**Рисунок 5.** Расходы бюджета РФ за период 2010-2014 годы (источник –  $\underline{\text{minfin.ru}}$ )

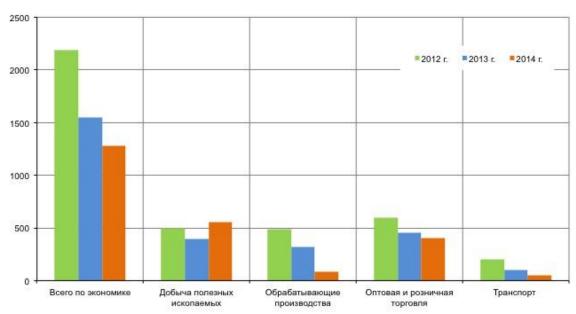
Инвестиционная активность (I) российского бизнеса за последние годы резко замедлилась и темпы роста даже перешли в отрицательную плоскость (см. рис. 6). Динамика одной из наиболее значимых составляющих инвестиций – строительства – фактически подтверждает, если не определяет, ту же тенденцию.



**Рисунок 6.** Инвестиционная активность в период 2011-2014 гг. (источник – <a href="www.cbr.ru/">www.cbr.ru/</a>)

Одной из причин данного спада является продолжающееся снижение объема прибыли в основных отраслях российской экономики, за исключением добычи полезных ископаемых (см. рис. 7). При этом данная отрасль обычно «чувствует себя» значительно лучше по сравнению с другими в случае снижения курса рубля. Но даже в добывающей промышленности мы не видим какого-либо видимого улучшения показателя прибыльности за указанный период.

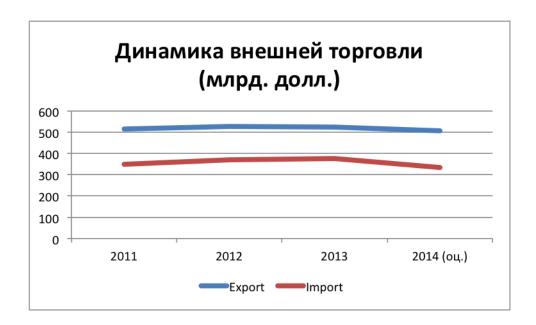
### Сальдированный финансовый результат\* за январь-март в 2012-2014 годах по крупным и средним российским организациям (млрд. рублей)



\*прибыль (убыток) до налогообложения

**Рисунок 7.** Прибыльность крупного и среднего бизнеса за I кв. 2012-2014 гг. (источник – <a href="https://www.cbr.ru">www.cbr.ru</a>)

Ну, и наконец, показатель чистого экспорта (X). Его динамика представлена на графике (см. рис. 8).



**Рисунок 8.** Динамика внешней торговли России (источник - <a href="www.principalglobalindicators.org">www.principalglobalindicators.org</a>)

Суммируя приведенные выше тенденции, можно утверждать, что за исключением государственных расходов, все остальные компоненты ВВП не вносят свой положительный вклад в рост. Учитывая инерционность всех компонентов ВВП и тот факт, что только государственные расходы находятся под непосредственным контролем правительства, в краткосрочной перспективе только увеличение государственных расходов может улучшить складывающуюся ситуацию.

### 2. Денежно-кредитная политика и инфляция

Если в предыдущем разделе мы исследовали возможность правительства влиять на динамику экономического роста, то в настоящем предлагается рассмотреть влияние денежной эмиссии на тот же процесс.

Для этого предлагается воспользоваться уравнением Фишера:

$$mV = PQ (2)$$

или ее альтернативным вариантом

$$Q = (m/P) * V$$
 (3)

Следует отметить, что для прямого количественного анализа данная формула неприменима, но может быть использования для анализа взаимосвязей и тенденций.

Предполагая, что скорость обращения V (по m=M2) остается неизменной в короткий рассматриваемый период, можно утверждать, что Q (являющаяся ргоху для  $BB\Pi$ ) будет расти или снижаться с темпом, которым рост денежной массы m=M2 будет превосходить рост уровня цен  $P=U\Pi \coprod$ .

Последние годы денежно-кредитная политика, проводимая Банком России, имеет ярко выраженную антиинфляционную направленность и характеризуется снижением темпов роста основных денежных агрегатов - например, по М2 с 30% до 10%. (см. рис. 9)



**Рисунок 9.** Динамика денежных агрегатов за период 2011-2014 гг. (источник – <a href="www.cbr.ru">www.cbr.ru</a>)

При этом значительного снижения инфляции не наблюдалось и, следовательно, можно предположить, что сокращение темпов роста денежного предложения действовало понижательно скорее на экономический рост, чем давало ощутимый антиинфляционный эффект (см. рис. 10).



**Рисунок 10.** Динамика инфляции за период 2011-2014 гг. (источник - <a href="https://www.cbr.ru">www.cbr.ru</a>)

С учетом того, что в данном периоде кредитный мультипликатор оставался практически неизменным, темпы роста денежного предложения определялись практически полностью динамикой денежной базы, находящейся под прямым контролем Центрального Банка. Прежде всего, курсовой политикой, а впоследствии, в связи постепенным переходом к плавающему курсу, и процентной политикой.

## Каким же образом повлияли эти изменения на темпы роста денежного предложения?

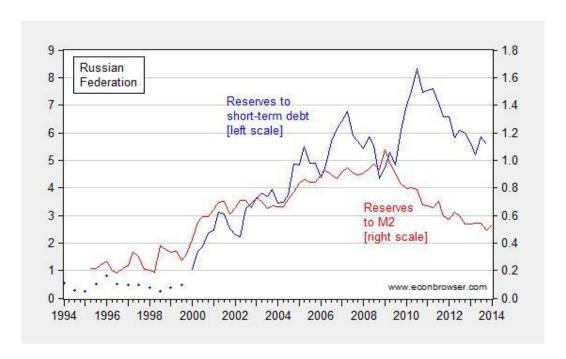
Начиная с 2002 года (начало роста нефтяных цен) в структуре денежной базы компонентой, отвечающей за рост объема денег, являлись чистые международные резервы (ЧМР), а чистые внутренние активы (ЧВА) выполняли роль фактора денежной стерилизации (см. рис. 11).

Однако после кризиса ситуация изменилась и стимулирующее воздействие ЧМР прекратилось, а ЧВА не смогли «подхватить эстафетную палочку» и последние 3-4 года рост денежного предложения существенно замедлился.



**Рисунок 11.** Структура денежной базы 2002-2014 гг. (источник – <a href="www.cbr.ru">www.cbr.ru</a>)

На рисунке 12 представлены данные по обеспеченности денежной массы золотовалютными резервами, которые ярко иллюстрируют эти изменения.



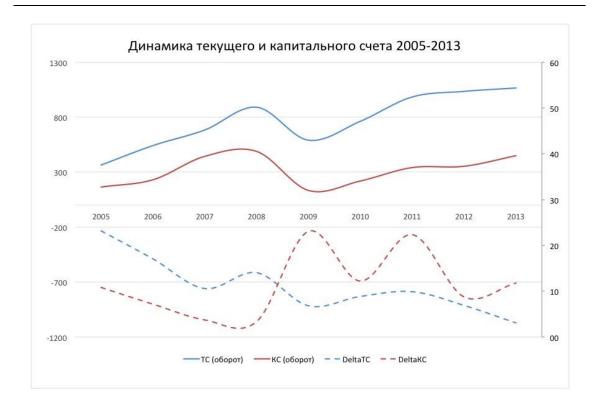
**Рисунок 12.** Резервы и денежная масса (M2) за период 1994-2014 (прогноз) (источник – <a href="https://www.econbrowser.com">www.econbrowser.com</a>)

Вывод, который следует из представленного графика — до кризисного 2008 года уровень покрытия денежной массы возрастал, а с 2008 года сформировался явный понижательный тренд в динамике коэффициента покрытия резервами денежной массы М2. Сохранение такого тренда влечет за собой рано или поздно существенное ослабление национальной валюты.

### 3. Платежный баланс и обменный курс

Проблема «денежного сжатия», описанная в предыдущем разделе, может быть объяснена сквозь призму платежного баланса.

В начале анализа рассмотрим динамику оборотов (сальдо по модулю входящих и исходящих потоков) по счетам платежного баланса (см. рис. 13).



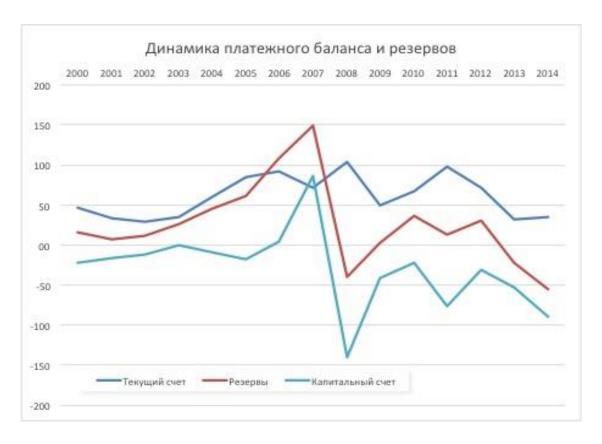
**Рисунок 13.** Динамика оборотов текущего и капитального счетов за 2005-2013 годы (источник – <a href="https://www.cbr.ru/">www.cbr.ru/</a>)

Из данных графика можно сделать следующие выводы:

- обороты по обоим счетам имеют тенденцию к росту, причем текущий счет обгоняет капитальный по темпу роста, что свидетельствует об относительном снижении роли трансграничных операций с капиталом во взаимоотношениях России с остальным миром, несмотря на валютную либерализацию 2006 года;
- однако отношение сальдо счета к его обороту (правая ось) стабильно снижается для текущего счета и остается в боковом тренде для счета капитального. Это означает, что растущие в денежном выражении обороты по экспорту и импорту все меньше и меньше влияют на сальдо текущего счета. При этом сальдо капитального счета сохраняет высокую волатильность и повышает свое влияние на изменение валютных резервов.

Отсюда можно сделать вывод, что роль капитального счета как фактора, влияющего на сальдо платежного баланса и изменение резервов, возрастает и, тем самым, возрастает его роль как компонента, формирующего денежное предложение.

Рассмотрим более подробно сальдо счетов платежного баланса (см. рис. 14).



**Рисунок 14.** Динамика сальдо платежного баланса и резервов за период 2000-2014 (прогноз) гг. (источник – <a href="www.cbr.ru">www.cbr.ru</a>)

Анализ данных, представленных на графике, позволяет сделать следующие выводы о том, что в указанном периоде наблюдается:

- относительно стабильный боковой тренд по текущему счету;
- явная корреляция динамик капитального счета и резервов, что подтверждает вывод о возрастающей роли капитального счета;
- значительный всплеск притока капитала после либерализации валютного регулирования (2006 год);
  - резкий отток капитала сразу после кризиса 2008 года;
  - понижательный тренд по капитальному счету и резервам после 2009 года.

В конечном счете, понижательная динамика капитального счета и стагнирующая – текущего влекут за собой снижение золотовалютных резервов (3BP).

Помимо последствий кризиса, такое развитие событий объясняется постепенной сменой модели денежно-кредитной политики (ДКП),

проводимой Банком России, и совпадает с понижательным трендом сальдо капитального счета. Модель, которая реализовывалась в период 2003-2007 годов, была основана на управлении валютным курсом с тенденцией на плавное укрепление рубля и, в связи с этим, основным источником эмиссии рублей являлась покупка иностранной валюты.

Изменение валютной политики состояло в переходе к плавающему курсу, что фактически привело к ослаблению (по тренду – до 10-20% в год) рубля из-за относительно высокой российской инфляции и относительно низких ставок внутреннего денежного и долгового рынка. Это, в свою очередь, поддержало устойчивый тренд на отток капитала.

Кроме того, после 2008 года прирост текущего счета остановился и тренд сменился на понижательный. Такая динамика текущего счета во многом была вызвана изменением условий торговли.

### 4. Выводы

Основные выводы, которые можно сделать на основании проведенного анализа.

- 1. Смена модели валютной и денежно-кредитной политик привели к оттоку капитала и ослаблению капитального счета;
- 2. Неблагоприятные изменения в условиях торговли «заморозили» состояние текущего счета;
- 3. Относительно жесткая бюджетная политика не привела к существенному вкладу в рост объема денежного предложения;
- 4. Начавшийся в процесс реформирование банковской системы в 2013-2014 годах «заморозил» банковский мультипликатор;
- 5. Все выше перечисленные факторы привели к стагнации объемов денежного предложения и, фактически, к денежному сжатию;
- 6. Как одно из следствий, произошло резкое замедление темпов роста ВВП.

Учитывая суть вышеизложенных проблем и на основании проделанного анализа можно предложить следующие изменения для улучшения сложившейся ситуации:

- 1. Изменение бюджетной политики возможно, прежде всего, за счет использования средств фондов.
- 2. Положительный эффект может оказать увеличения объемов государственных заимствований, что приведет, помимо роста бюджетных расходов, еще и к увеличению залогового пула.
- 3. Однако учитывая ограниченность объемов фондов и инертность системы государственных заимствований, основным инструментом должна стать денежная эмиссия.
- 4. Прежде всего, необходимо изменить валютную политику, т.к. плавающий обменный курс при высоких процентных ставках это плавная и стабильная девальвация. Такая политика сама по себе постоянно стимулирует отток капитала.
- 5. В качестве примера можно привести факт, что основные получатели капитала экспортно-ориентированные компании снизили инвестиционную активность, фактически инвестируя доходы в валютные активы для получения дополнительной прибыли. Фактически такую же выгоду извлек российский бюджет в 2014 году из-за ослабления рубля
- 6. Также необходимо пересмотреть процентную политику, т.к. высокие ставки в условиях России недостаточны для снижения инфляции, поскольку она, во многом, зависит о регулируемых цен и не полностью управляется из ЦБ. А для того чтобы в условиях плавающего курса отток капитала сменился на приток, ставка должна стать существенно двузначной, что фактически заблокирует канал банковского кредитования.

### источники

- 1. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2015 год и период 2016 и 2017 годов.
- 2. Бродский Б.Е. О влиянии реального обменного курса рубля на российскую экономику //Прикладная эконометрика. 2006. № 4. с. 90-104.
- 3. Платежный баланс Российской Федерации (аналитическое представление), www.cbr.ru
- 4. <u>Fixing for Your Life, Guillermo A. Calvo, Carmen M. Reinhart, NBER Working Paper No. 8006,</u> November 2000