

# О влиянии реального курса на макроэкономические переменные

Артем ЛЕВЕНКОВ



Соискатель ученой степени кандидата экономических наук, БГЭУ

Ольга ШИРАЙ



Экономист

**Ключевые слова:**

*реальный курс, денежно-кредитная политика, центральный банк, инфляция, выпуск.*

внимание центральный банк при проведении денежно-кредитной политики.

Согласно определению МВФ под реальным курсом понимается рассчитанный с учетом динамики национальных и международных индикаторов цен или издержек номинальный обменный курс национальной валюты. Задача расчета реального курса сводится к поиску наиболее адекватных экономических показателей, позволяющих сопоставить издержки производства на национальном и внешнем рынках. Для этого используется широкий перечень показателей, прежде всего различные индексы цен: дефлятор ВВП, стоимость единицы рабочей силы, индекс цен производителей, индекс потребительских цен и другие. Однако наличие ряда методологических проблем (оперативность обновления данных, сопоставимость методик разных стран, доступность статистики и прочее) приводит к тому, что наиболее подходящим инструментом оценки издержек является индекс потребительских цен [1].

Различные страны пытались управлять динамикой реального курса для поддержки ценовой конкурентоспособности экспорта посредством его таргетирования в явной или неявной форме. Так, в случае переоценности реального курса часто проходят девальвации номинального курса. Это нашло широкое подтверждение в работах Klein and Marion (1997), которые проанализировали 61 случай управления валютным курсом 16 стран Латинской Америки и Ямайки. Они привели убедительные дока-

зательства, что переоцененный реальный курс связан с высокой вероятностью номинальной девальвации. Похожие результаты обнаружены в работах Frankel and Rose (1996) и Kaminsky and Reinhart (1999) для развивающихся стран.

Под таргетированием реального валютного курса (далее – ТРВК) понимается применение центральным банком инструментов денежно-кредитной политики для достижения определенного соотношения цен на внутреннем и внешнем рынках. Теоретическое обоснование ТРВК исходит из нескольких аргументов. Во-первых, с его помощью денежные власти обеспечивают краткосрочную конкурентоспособность экспортной продукции на внешнем рынке. Во-вторых, периодические девальвации, на которых основывается ТРВК, стимулируют замещение дорогого импорта более дешевой местной продукцией. В-третьих, ТРВК рассматривается как руковотное изменение внешних условий при недостаточной скорости и глубине восстановления макроэкономического равновесия. В-четвертых, ТРВК позволяет компенсировать внешние шоки, ухудшение условий торговли или повышение процентной ставки на внешнем рынке [2].

ТРВК широко использовалось в развивающихся странах с конца 1960-х гг. Наибольший опыт ТРВК – у стран Латинской Америки. Первой страной, применившей ТРВК на практике, была Бразилия, где данный режим применялся с августа 1968 г. Центральный банк Бразилии проводил небольшие де-

В открытых экономиках валютный курс имеет большое значение. Он влияет на важные макроэкономические переменные, такие, например, как выпуск, инфляция. Наряду с понятием номинального курса различают еще и понятие реального курса, на значение которого обращает

вальвации на нерегулярной основе (интервал от 10 до 50 дней) в зависимости от накопленного инфляционного дифференциала между США и Бразилией. Всего за период с августа 1968 г. до декабря 1976 г. бразильский круэйро был девальвирован 81 раз со средним темпом обесценения 1,5% [3].

В 1990-е и 2000-е гг. ТРВК осуществлялось в странах Юго-Восточной Азии, где поддерживался экспортно ориентированный экономический рост: Сингапуре, Малайзии, Южной Корее, Индонезии, Филиппинах. Центральные банки этих стран управляли реальным эффективным курсом, чтобы поддерживать ценовую конкурентоспособность экспорта [2].

В большинстве случаев ТРВК осуществлялось в рамках режима множественного таргетирования, когда центральный банк преследует более одной цели денежно-кредитной политики, или неформального режима, отличающегося от официально декларированного. Формально политику ТРВК проводили Бразилия (1968–1976 гг.), Колумбия (1986–1990 гг.), Тунис (1990–2000 гг.), Чили (1985–1992 гг.) и Югославия (1983–1989 гг.).

Макроэкономические эффекты различались: в Бразилии, Колумбии и Югославии ТРВК привело к инфляционным последствиям, в Чили результаты были нейтральными, опыт Туниса считается наиболее успешным. Это можно объяснить отсутствием значительных внешних шоков, проведением сбалансированной макроэкономической политики, жесткостью цен и заработной платы. Можно найти и другие исторические примеры ТРВК, однако политика денежных властей, как правило, носила неформальный характер, то есть ТРВК официально не заявлялось как политика центрального банка. В большинстве случаев денежные власти развивающихся стран официально придерживались какой-либо разновидности таргетирования номинального курса или денежного предложения, хотя де-факто целевые ориентиры денежно-кредитной политики определялись исходя из оценки реального курса. Исследования

обнаруживают признаки ТРВК в отдельные исторические периоды в Алжире, Бангладеш, Венгрии, Индии, Индонезии, Польше, Румынии, Сингапуре, Таиланде, Турции [2].

Стоит отметить, что глубинными причинами отказа от применения ТРВК в рассматриваемых странах явились: сложность центрального банка в установлении цели по реальному курсу и следовании выбранной траектории, трудность в понимании данной политики экономическими агентами.

Подводя итоги краткого теоретического рассмотрения применения ТРВК, можно сделать заключение, что неблагоприятные последствия его реализации имеют как краткосрочный, так и долгосрочный характер. К краткосрочным эффектам следует отнести избыточную макроэкономическую нестабильность, повышающие системные риски и издержки для экономики. К долгосрочным – стимулирование пересмотра инфляционных ожиданий в негативную сторону и устойчивый повышенный уровень инфляции. Последнее представляет собой фундаментальное препятствие для достижения целевых уровней инфляции.

Как было отмечено выше, реальный курс наибольшую важность приобретает в тех странах, где значительная часть производства экспортно ориентирована. Республика Беларусь относится именно к этой группе стран. Для поддержания ценовой конкурентоспособности экспорта необходимо учитывать динамику реального курса. Таким образом, важно изучить влияние изменения реального курса на основные макроэкономические переменные, такие как инфляция и выпуск.

Для рассмотрения инфляционных последствий реальной девальвации в Республике Беларусь был проведен анализ характера взаимосвязей между реальным обесценением рубля, темпом роста выпуска и интенсивностью инфляционных процессов.

В качестве исходных данных для анализа были использованы следующие показатели: индекс номинального эффективного об-

менного курса (далее – НЭОК) к иностранным валютам (I квартал 2002 г. = 1), индекс реального эффективного обменного курса (далее – РЭОК) к иностранным валютам, рассчитанный по индексу потребительских цен (I квартал 2002 г. = 1), индекс потребительских цен (далее – ИПЦ) (I квартал 2002 г. = 1), индекс реального ВВП (I квартал 2002 г. = 1). Предварительно была произведена процедура очистки временных рядов от сезонности, осуществлен переход к логарифмам. Индексы обменного курса определены в единицах иностранной валюты за 1 белорусский рубль, таким образом, рост показателя означает укрепление национальной валюты, а его снижение – обесценение белорусского рубля.

Результаты тестов на единичный корень (расширенный тест Дики – Фуллера, тест Филлипса – Перрона, тест Квятковского – Филлипса – Шмидта – Шинна), подкрепленные графическими процедурами анализа временных рядов (анализ непосредственно графиков переменных, а также анализ графиков их автокорреляционных функций), свидетельствуют о том, что все ряды являются интегрированными первого порядка. В связи с этим в дальнейшем целесообразна проверка рядов на наличие коинтеграции между ними: несмотря на случайный характер изменения переменных, между ними может существовать долгосрочная взаимосвязь, которая приводит к их совместному изменению. Если такая связь существует, для рассматриваемых переменных возможно построение векторной модели коррекции ошибок, учитывающей как краткосрочный, так и долгосрочный динамические эффекты.

Простейшим инструментом выявления связи между переменными является корреляционный анализ, он позволяет получить первичное представление о наличии связи между переменными, но не определяет ее направление. В *таблице 1* приведены результаты корреляционного анализа для логарифмов РЭОК, ИПЦ и реального ВВП в различных трансформа-

Таблица 1

## Корреляционный анализ переменных РЭОК, ИПЦ и реального ВВП

Длина лага	Корреляция между РЭОК и ИПЦ				Корреляция между РЭОК и реальным ВВП			
	Уровни	Первые разности	НР-тренд	Очищенный от тренда (НР-фильтр)	Уровни	Первые разности	НР-тренд	Очищенный от тренда (НР-фильтр)
5	-0,55*	0,14	-0,51*	0,47	-0,74*	-0,14	-0,79*	-0,12
4	-0,60*	0,22	-0,57*	0,41	-0,77*	-0,13	-0,84*	-0,14
3	-0,67*	0,22	-0,64*	0,30	-0,80*	-0,12	-0,88*	-0,08
2	-0,73*	0,06	-0,71*	0,13	-0,83*	-0,10	-0,92*	-0,14
1	-0,80*	-0,19	-0,78*	-0,10	-0,86*	-0,16	-0,96*	-0,14
0	-0,86*	-0,36*	-0,85*	-0,30*	-0,89*	-0,11	-0,99*	-0,29*
-1	-0,83*	-0,23	-0,84*	-0,41*	-0,85*	-0,13	-0,95*	-0,39*
-2	-0,80*	-0,17	-0,84*	-0,45*	-0,80*	-0,16	-0,91*	-0,41*
-3	-0,78*	-0,07	-0,84*	-0,43*	-0,75*	0,05	-0,87*	-0,29*
-4	-0,76*	-0,01	-0,83*	-0,39*	-0,70*	0,07	-0,82*	-0,23*
-5	-0,73*	-0,03	-0,82*	-0,35*	-0,65*	-0,2	-0,77*	-0,25*

Примечание. Разработка авторов.

\* Коэффициент корреляции статистически значим на 5-процентном уровне значимости.

циях (уровнях, первых разностях, НР-тренда, очищенных от тренда с помощью НР-фильтра), поскольку неизвестна форма их функциональной зависимости в равновесном состоянии. Длина лага указывает, на сколько кварталов переменные лагированы по отношению друг к другу: положительное значение указывает, на какое количество кварталов переменные ИПЦ и реальный ВВП лагированы по отношению к РЭОК, отрицательное значение определяет порядок лагирования РЭОК по отношению к показателям инфляции и выпуска.

Результаты корреляционного анализа свидетельствуют о наличии сильной связи между переменными в уровнях, а также между трендами данных переменных, которая сохраняется на протяжении пяти последовательных кварталов. В то же время при переходе к первым разностям связь значительно ослабевает и в большинстве случаев является статистически незначимой. Степень связи между очищенными от тренда рядами можно охарактеризовать как среднюю, при этом данная связь наиболее сильно проявляется при

лагированных значениях РЭОК по отношению к ИПЦ и реальному ВВП. Другими словами, РЭОК является ведущим индикатором по отношению к инфляции и выпуску.

Для оценки влияния реальной девальвации на инфляцию был применен двухшаговый подход, предложенный в работе Calvo, Vegh, Reinhart [3]. В соответствии с данным подходом на первом этапе проводится декомпозиция Бевеиджа – Нельсона, позволяющая выделить постоянную и переменную (циклическую) компоненты РЭОК. С методологией данного инструмента можно ознакомиться в работе [4]. Затем на основе корреляционного анализа проводится оценка связи между полученной циклической компонентой РЭОК и инфляцией.

На практике определение равновесного уровня тех или иных макроэкономических показателей (выпуск, инфляция, обменный курс) нередко осуществляется на основе процедур статистического характера. В частности, в работе Демиденко и Кузнецова равновесный уровень выпуска определен на основе фильтров Ходрика – Прескотта и Калмана [5]. Аналогичным образом одно-

мерное и многомерное разложение ряда на компоненты, предложенное Beveridge, Nelson, нередко используется исследователями для оценки равновесного обменного курса. В основе данной методологии лежит предположение о том, что любой временной ряд, характеризующийся однородной нестационарностью, может быть представлен в виде двух аддитивных компонент: чистого процесса случайного блуждания (постоянной) и стационарной (циклической) компоненты. При этом постоянная компонента призвана отражать равновесную траекторию движения обменного курса, в то время как циклическая компонента представляет собой отклонения от равновесного состояния.

Поскольку ряд РЭОК выражен в единицах иностранной валюты за единицу национальной и рост показателя означает укрепление рубля, в периоды, когда циклическая компонента принимает отрицательные значения, фактический РЭОК находится ниже своего равновесного уровня. Соответственно, между циклической компонентой РЭОК и инфляцией предполагается обратная корреляция.

Декомпозиция ряда производилась на основе модели ARIMA(1, 1, 2). В *таблице 2* приведены результаты корреляционного анализа между циклической компонентой РЭОК и ИПЦ в первых разностях.

Коэффициент корреляции между циклической компонентой РЭОК и ИПЦ является отрицательным, что соответствует теоретическим ожиданиям. Наиболее сильно связь проявляется при оценке корреляции отклонения РЭОК от равновесной траектории и ИПЦ, взятого с одним и двумя лагами. При лагировании циклической компоненты связь ослабевает, но тем не менее является статистически значимой при длине лага, равной 1. Таким образом, результаты корреляционного анализа подтвердили гипотезу о том, что в периоды, когда РЭОК был недооценен, интенсивность инфляционных процессов возрастала.

В целом определить степень воздействия мер монетарной политики на РЭОК возможно посредством оценки влияния номинальной девальвации на реальную. Долгосрочная зависимость РЭОК от НЭОК описывается следующим уравнением (в скобках указаны *p*-вероятности):

$$REER_t = -0,04 + 0,22 \times NEER_t + e_t, \quad (1)$$

(0,0298)      (0,0000)

где  $REER_t$  – индекс РЭОК;  
 $NEER_t$  – индекс НЭОК;  
 $e_t$  – случайные отклонения модели.

Анализ коррелограммы ряда случайных отклонений приведенной модели, подкрепленный результатами расширенного теста Дики – Фуллера, а также тестов Филлипса – Перрона и Квятковского – Филлипса – Шмидта – Шина, свидетельствует в пользу стационарности рассматриваемого ряда. Следовательно, предположение о наличии долгосрочной связи между переменными подтверждается. Знак коэффициента соответствует теоретическим ожиданиям: номинальная девальвация ведет к реальной девальвации. Однако величина коэффициента по модулю является сравнительно небольшой. Это говорит о том, что в долгосрочном периоде возможности монетарных властей оказывать влияние на РЭОК ограничены, эффект номинальной девальвации существенно снижается вследствие повышения интенсивности инфляционных процессов внутри страны, а уровень РЭОК определяется фундаментальными факторами.

Ранее на основе корреляционного анализа был установлен факт наличия связи между РЭОК и ИПЦ, РЭОК и реальным ВВП. Поскольку связь между переменными может существовать как в одном, так и в обоих направлениях, целесообразно рассмотреть их взаимное влияние друг на друга. Результаты теста Йохансена подтвердили наличие коинтеграции между переменными. Однако в модели, построенной для трех указанных переменных, присут-

ствовала автокорреляция первого порядка, которая не устранялась путем включения дополнительных лагов. С введением переменной МЗ, взятой с одним лагом, данная проблема была устранена, в связи с чем было принято решение о соответствующем расширении состава переменных модели. Тест Йохансена подтвердил наличие коинтеграции и в данном случае. Также в модель в качестве экзогенных переменных были включены импульсные фиктивные переменные для IV квартала 2008 г., II квартала 2011 г. и IV квартала 2014 г.

Полученная модель представлена в *таблице 3*.

Согласно приведенным статистическим характеристикам модель удовлетворяет предпосылкам МНК: автокорреляция отсутствует, остатки нормально распределены и гомоскедастичны (*таблица 4*).

Поскольку модель удовлетворяет предпосылкам МНК, на ее основе можно провести каузальный анализ. Результаты теста Грейнджера приведены в *таблице 5*.

Результаты теста Грейнджера говорят о наличии краткосрочной связи между переменными РЭОК и реального ВВП: РЭОК в коротком периоде оказывает влияние на реальный выпуск (на 10-процентном уровне значимости), связи в противоположном направлении не наблюдается. Гипотеза о влиянии РЭОК на инфляцию в краткосрочной перспективе отклоняется, при этом ИПЦ вносит значимый вклад в объяснение краткосрочной динамики РЭОК. Это подтверждают и оценки коэффициентов при лаговых значениях переменной РЭОК в уравнениях реального ВВП и ИПЦ, приведенные в *таблице 3*.

Отсутствие влияния РЭОК на инфляцию в коротком периоде может свидетельствовать об относительной эффективности режима ТРВК в краткосрочной перспективе. Как уже было отмечено ранее, цены в экономике являются жесткими и не сразу реагируют на изменения макроэкономической конъюнктуры, что обусловлено наличием средне- и долгосрочных контрактов между экономическими агентами, а также дополнительными

Таблица 2

**Корреляционный анализ циклической компоненты РЭОК и ИПЦ**

Длина лага	Коэффициент корреляции (лаг ИПЦ)	Коэффициент корреляции (лаг циклической компоненты)
0	-0,54*	-0,54*
1	-0,64*	-0,34*
2	-0,60*	-0,22
3	-0,46*	-0,12
4	-0,31*	-0,09
5	-0,22	-0,08

*Примечание.* Разработка авторов.

\* Коэффициент корреляции статистически значим на 5-процентном уровне значимости.

Таблица 3

### Модель векторной авторегрессии с механизмом коррекции ошибки

Экзогенные переменные	D(LRGDP)		D(LCPI)		D(LREER)		D(LM3(-1))	
	Коэфф.	t-стат.	Коэфф.	t-стат.	Коэфф.	t-стат.	Коэфф.	t-стат.
CE1 <sub>t-1</sub>	-0,1093	[-2,0378]	0,0199	[ 0,4684]	-0,2955	[-7,2661]	-0,0119	[-0,21401]
D(LRGDP(-1))	-0,2637	[-1,5342]	0,0024	[ 0,0174]	0,0859	[ 0,65932]	0,2155	[ 1,20183]
D(LRGDP(-2))	-0,0866	[-0,4571]	0,1332	[ 0,8761]	-0,3493	[-2,46483]	0,1131	[ 0,58261]
D(LRGDP(-3))	0,0517	[0,3111]	-0,2745	[-1,8091]	-0,0758	[-0,53598]	0,4063	[ 2,09786]
D(LRGDP(-4))	0,0104	[0,0667]	0,3063	[ 2,14980]	-0,2695	[-2,02959]	0,111	[ 0,61045]
D(LCPI(-1))	0,1419	[0,8023]	1,2947	[ 8,02530]	-0,6037	[-4,01569]	0,1449	[ 0,70363]
D(LCPI(-2))	0,2568	[1,0648]	-0,8811	[-4,00636]	-0,0127	[-0,06185]	0,2433	[ 0,86687]
D(LCPI(-3))	-0,2633	[-1,0225]	0,1654	[ 0,70446]	-0,2559	[-1,16926]	0,0559	[ 0,18644]
D(LCPI(-4))	0,2328	[-1,151]	0,254	[ 1,37671]	-0,1307	[-0,76020]	-0,2992	[-1,27105]
D(LREER(-1))	-0,2773	[-2,1658]	0,0539	[ 0,46185]	0,3321	[ 3,05213]	-0,4213	[-2,82687]
D(LREER(-2))	-0,2689	[-1,925]	0,0092	[ 0,07235]	0,1917	[ 1,61477]	0,049	[ 0,30103]
D(LREER(-3))	0,1551	[1,3986]	-0,1177	[-1,16407]	0,1784	[ 1,89248]	-0,0457	[-0,35422]
D(LREER(-4))	0,1225	[1,2822]	-0,0017	[-0,01972]	-0,0633	[-0,78025]	0,0495	[ 0,44510]
D(LM3(-2))	0,0841	[0,5039]	0,3217	[ 2,11287]	0,2367	[ 1,66851]	0,0614	[ 0,31578]
D(LM3(-3))	-0,0188	[-0,1116]	-0,2727	[-1,77384]	0,149	[ 1,04036]	0,2491	[ 1,26978]
D(LM3(-4))	-0,2979	[-1,9239]	-0,1737	[-1,23043]	-0,1917	[-1,45741]	0,2947	[ 1,63530]
D(LM3(-5))	-0,1384	[-1,1413]	0,1106	[ 0,99945]	-0,2065	[-2,00327]	-0,1546	[-1,09531]
C	0,0334	[2,1791]	0,0029	[ 0,20969]	0,0466	[ 3,57515]	0,0299	[ 1,67741]
D2008Q4	-0,0509	[-2,1991]	0,0025	[ 0,11650]	0,144	[ 7,31712]	-0,0084	[-0,31073]
D2011Q2	0,0632	[2,3192]	0,1598	[ 6,42511]	-0,0666	[-2,87283]	-0,0127	[-0,40068]
D2014Q4	-0,0085	[-0,3381]	-0,0055	[-0,23818]	0,176	[ 8,24119]	-0,0351	[-1,20075]

Примечание. Разработка авторов.

Таблица 4

### Диагностические характеристики модели

Характеристика	Результаты теста	
Тест на наличие автокорреляции остатков	p-вероятность LM-статистики	≥0,2 для 12 включенных лагов
Тест на нормальность распределения остатков	p-вероятность статистики Jarque-Bera	0,957
Тест на гомоскедастичность остатков	p-вероятность $\chi^2$ -статистики	0,914

Примечание. Разработка авторов.

издержками, сопряженными с внесением корректировок в уровень цен. Таким образом, в коротком периоде реальная девальвация не вызывает ускоренного роста цен.

Наличие долгосрочной связи между переменными подтверждают статистически значимые

коэффициенты при коинтеграционных соотношениях в уравнениях реального ВВП и РЭОК, таким образом, возврат к равновесной траектории осуществляется за счет движения данных факторов.

Проведенный анализ взаимосвязей основывался на внутри-

выборочных, фактически сложившихся данных. Отдельный интерес представляет поведение переменных за пределами выборки. С этой целью была осуществлена динамическая имитация импульса для каждой переменной на основе построенной модели векторной авторегрессии с

Таблица 5

## Результаты теста Грейнджера

Зависимая переменная: LR GDP			Зависимая переменная: LCPI		
Исключаемая переменная	Количество степеней свободы	P-вероятность	Исключаемая переменная	Количество степеней свободы	P-вероятность
LREER	5	0,0701	LR GDP_2014	5	0,0576
LCPI	5	0,3337	LREER	5	0,5907
LM3(-1)	5	0,2988	LM3(-1)	5	0,0321
Все	15	0,0101	Все	15	0,0002
Зависимая переменная: LREER			Зависимая переменная: LM3(-1)		
LR GDP_2014	5	0,3625	LR GDP_2014	5	0,8503
LCPI	5	0,0000	LREER	5	0,0030
LM3(-1)	5	0,0979	LCPI	5	0,0000
Все	15	0,0000	Все	15	0,0000

Примечание. Разработка авторов.

## Функции импульсного отклика



Примечание. Разработка авторов.

Рисунок

механизмом коррекции ошибки, после чего был проанализирован отклик системы на данный импульс. На рисунке представлены графики функций импульсного отклика реального ВВП и ИПЦ на шок РЭОК на временном горизонте длиной в 24 квартала.

В результате единичного импульса РЭОК происходит снижение реального ВВП в течение последующих шести кварталов, затем наблюдается восстановление выпуска, возврат на равновесную траекторию осуществляется приблизительно на 11-м квартале после шока РЭОК. Данная реакция в полной мере согласуется с результатами, полученными на предыдущих этапах анализа. Укрепление РЭОК ведет к ухудшению сальдо торгового баланса, снижению внутреннего спроса и в конечном итоге – снижению выпуска.

Реакция ИПЦ на импульс РЭОК является более продолжительной и сохраняется на протяжении восьми последовательных периодов, после чего наблюдается движение по направлению к равновесной траектории. Реакция на шок затухает по прошествии порядка 15 кварталов.

Таким образом, можно сделать вывод, что реальная девальвация является эффективным инструментом стимулирования выпуска лишь в краткосрочном периоде. В то же время влияние ослабления РЭОК на инфляцию, напротив, в коротком периоде несущественно, однако на длительных промежутках времени ведет к усилению интенсивности инфляционных процессов.

Мировой опыт стран, которые пытались управлять реальным курсом, свидетельствует о том, что это сопряжено со значитель-

ными трудностями: определением монетарными властями «равновесной» траектории движения РЭОК, подменой фундаментальных рыночных факторов, определяющих РЭОК, в стремлении удержать курс на «равновесной» траектории, отсутствием транспарентности для экономических агентов. Все это обусловило неприменение ТРВК в его «чистом» виде, но в то же время монетарные власти при проведении денежно-кредитной политики принимают во внимание значение РЭОК.

После теоретического рассмотрения ТРВК нами был проведен анализ характера взаимосвязей между реальным обесценением рубля, интенсивностью инфляционных процессов и темпом роста выпуска на примере Республики Беларусь. Его результаты позволяют сделать заключение, что реальная девальвация может быть эффективна лишь в краткосрочном периоде, так как ее последствия нейтральны по отношению к инфляции и приводят к росту выпуска за счет стимулирования экспорта. В долгосрочной перспективе реальное снижение стоимости национальной валюты стимулирует рост цен, что ведет к реальному снижению заработных плат и процентных ставок, способствует росту неопределенности, усиливая девальвационные и инфляционные ожидания экономических агентов, ведет к ухуд-

шению благосостояния населения, негативным образом отражается на развитии экономики страны. ТРВК не способно достичь ценовой стабильности, так как номи-

нальная девальвация неизбежно ведет к росту цен в экономике, в результате чего РЭОК укрепляется и его поддержание на неком уровне требует последующих но-

минальных девальваций, а следовательно, и роста цен.

\* \* \*

*Материал поступил 14.12.2016.*

**Источники:**

1. Моисеев, С.Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика: учеб. пособие / С.Р. Моисеев. – М.: Московская финансово-промышленная академия, 2011. – 784 с.
2. Моисеев, С.Р. Таргетирование реального валютного курса / С.Р. Моисеев, И.В. Пантина // Вопросы экономики. – 2016. – № 5. – С. 44–65.
3. Calvo, G. Targeting the real exchange rate: Theory and evidence / G. Calvo, C. Vegh, C. Reinhart. – Journal of Development Economics. – 1995. – Vol. 47. – № 1. – P. 97–133.
4. Beveridge, S. A new approach to decomposition of economic time series into permanent and transitory components with particular attention to the measurement of the business cycle / S. Beveridge, C. Nelson. – Journal of Monetary Economics. – 1981. – № 7. – P. 151–174.
5. Демиденко, М.В. // Экономический рост в Республике Беларусь: Факторы и оценка равновесия / М.В. Демиденко, А.С. Кузнецов // Банкаўскі веснік. – 2012. – № 26 (571) (специальный выпуск). – С. 1–60.