

L.N. Lykova

Institute of Economics, Russian Academy of Sciences; Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia

Tax Policy of Russia under the Crisis Conditions

The use of fiscal instruments in the process of anti-crisis regulation means a choice between increasing the level of taxation to ensure budget revenues and its decrease to support the economic activity of businesses. Using the implicit tax rates (ITR) it is shown that since 2009 the levels of taxation of income from capital and consumption were steadily declined as a result of tax measures. The level of small business taxation shrank only because of the inflationary decrease the value of the tax payments. The tax maneuver measures under the falling oil prices led to some growth of the profit tax receipts that does not compensate the total losses of the budget system.

Keywords: *tax policy, implicit tax rates, tax maneuver, taxation of consumption, small business taxation.*

JEL Classification: H20, H25, H27, H30.

В.М. Полтерович

ЦЭМИ РАН, МШЭ МГУ, Москва

В.В. Попов

ЦЭМИ РАН, Москва

Журнал НЭА,
№1 (29), 2016,
с. 192–198

Валютный курс, инфляция и промышленная политика¹

Рассматривается динамика курса рубля в России в контексте дискуссий об оптимальных режимах валютной политики. Показано, что доминировавшая ориентация на стабильность номинального курса была ошибочной. Поскольку цены в России росли быстрее, чем в странах – ее торговых партнерах, такая политика вела к завышению реального курса рубля и явилась причиной обвальных девальваций в 1998, 2008 и 2014–2015 гг. Приведены аргументы, показывающие, что для России наиболее благоприятным является режим «грязного плавания» с ориентацией на стабильный и относительно низкий реальный курс, что требует периодической девальвации номинального курса. Предлагаемая стратегия предусматривает накопление золотовалютных резервов, что стимулирует экспортно ориентированный рост. Эти резервы могут также стать источником увеличения инвестиций благодаря соответствующей промышленной политике.

Ключевые слова: *валютный курс, страх свободного плавания, промышленная политика, экономический рост.*

Классификация JEL: F31, F41, F43, L52, O24.

1. Регулирование валютного курса: основные факты

По словам Р. Манделла, валютный курс – самая важная из всех цен в открытой экономике. Не случайно А. Гхош и Дж. Остри называют «вечной» проблему выбора режима валютного курса – и в теории, и в практической политике (Ghosh, Ostry, 2009). Впрочем, «вечной» она стала около 40 лет назад после распада Бреттон-Вудской системы. Особое обострение проблемы относится к 1990-м годам, когда МВФ пришлось давать рекомендации странам Латинской Америки и стра-

нам с переходными экономиками. Сначала модной была фиксация валютного курса, не исключавшая, впрочем, его периодической корректировки. Но в 1999 г. после ряда валютных кризисов (в частности, в Мексике в 1994 г.) МВФ рекомендовал применять политику либо свободного плавания, либо жесткой фиксации курса в одном из двух вариантов: валютный союз (использование иностранной валюты) или валютное управление (принятие закона о фиксации курса и обеспечение его валютными резервами). Однако в 2003 г. после азиатского финансового кризиса и коллапса

¹ Работа выполнена при финансовой поддержке Российского гуманитарного научного фонда (проект 14-02-00234а).

режима валютного управления в Аргентине МВФ отказался от этой рекомендации в пользу свободного плавания (Ghosh, Ostry, 2009). Казалось, что к тому времени большинство развивающихся стран уже фактически применяли этот режим. Однако исследование Г. Калво и К. Рейнхарта (Calvo, Reinhart, 2002), рассмотревших реальную политику центральных банков 39 стран, как развитых, так и развивающихся, с 1970 по 1999 г., показало, что в действительности ситуация была иной.

Плавающий режим приводит к высокой волатильности валютного курса. Резкое ослабление национальной валюты ускоряет инфляцию, больно бьет по тем, кто брал займы в валюте, подрывает доверие к денежным властям и удорожает внешние кредиты, а ее резкое укрепление снижает конкурентоспособность экспортеров. Волатильность дестимулирует капиталовложения. Вследствие этого возникает «страх свободного плавания» (fear of floating): центральные банки, официально объявившие такой режим, на самом деле проводят мягкую фиксацию (soft peg) курса как за счет прямых валютных интервенций, так и путем операций на открытом рынке и регулирования процентной ставки. В отчете МВФ (International Monetary Fund, 2014) отмечается, что к такой стратегии склоняется растущее число стран.

Этот факт нашел объяснение в работе (Sokolov, Lee, Mark, 2011), где рассматривались различные сочетания объявленной и фактически применяемой политики валютного курса. Оказалось, что для развивающихся стран «страх свободного плавания» обеспечивает наибольший темп роста душевого ВВП и наименьшую волатильность цен. Возможно, дело в том, что такая политика не подрывает доверия к правительству. Она допускает небольшие флуктуации валютного курса, но обеспечивает его достаточную стабильность, создавая тем самым комфортные условия для производства и инвестиций.

Этот результат полезно сопоставить с выводами работы (Ghosh, Ostry, Qureshi, 2014), где изучается подверженность кризисам стран, использующих разные валютные режимы. В основу положена иная, чем в (Sokolov, Lee, Mark, 2011), классификация валютных режимов. Показано, что наибольшую устойчивость курса обеспечивает свободное плавание, но почти столь же хорош и определенный тип управляемого плавания. Характерная черта такого режима, по мнению авторов, состоит в том, что центральный банк стремится ограничить укрепление курса, однако не пытается предотвратить снижения завышенного курса (р. 21).

При выборе политики валютного курса развивающейся стране необходимо принять во внимание еще два важных факта.

Прежде всего следует иметь в виду, что связь между инфляцией и экономическим ростом носит пороговый характер: ускорение инфляции снижает темпы роста экономики, если инфляция превышает некоторый порог, и, напротив, ускоряет рост экономики или по крайней мере не влияет на него, если инфляция ниже порога (см. обзор литературы в (Полтерович, 2009)). Пороговые значения для развивающихся стран, исчисленные в двух недавних исследованиях (Ibarrá-Ramírez, Trupkin, 2016; Baglan, Yoldas, 2014), составили, соответственно, 19,1 и 12% годовых. Отсюда следует, что ставить во главу угла задачу снижения инфляции, когда она не превосходит 10%, развивающейся стране не имеет смысла.

Второй важный факт состоит в том, что политика валютного курса существенно влияет на рост производства, и притом по-разному на разных стадиях экономического развития – в зависимости от соотношения экспортной и импортной экстерналий (Polterovich, Popov, 2004; Rodrik, 2008; Bhalla, Surjit, 2012; Greenwald, Stiglitz, 2013). На этапе начальной индустриализации в стране, не имеющей собственного машиностроения, целесообразно завышать курс, чтобы облегчить импорт машин и оборудования. Однако по мере развития необходимо переходить к занижению курса, стимулируя экспорт. Не случайно Япония, Южная Корея, Китай, Гонконг, Сингапур, Ботсвана в период бурного экспортно-ориентированного роста имели сильно заниженный валютный курс и быстро накапливали валютные резервы. Эти страны не допускали резких скачков, поддерживая курс на почти фиксированных низких значениях в течение длительного времени.

Однако этот режим имеет свои ограничения. Резервы вкладываются в высоконадежные, а значит, низкодоходные ценные бумаги. Возникающие при этом потери окупаются лишь до тех пор, пока достаточно сильны экспортные экстерналии. Их воздействие на экономику связано с заимствованием экспортерами организационных и производственных технологий, которые затем осваивают фирмы, работающие на отечественного потребителя. Кроме того, для новых отраслей важна возможность преодолеть ограниченность внутреннего спроса за счет выхода на мировой рынок. По мере приближения экономики к уровню развитых стран эти эффекты исчезают; занижение курса и, значит, накопление резервов сверх определенного минимума теряют смысл.

Еще одно ограничение режима мягкой фиксации для развивающихся стран связано с тем, что инфляция в таких странах, как правило, выше темпов обесценения резервных валют. В результате при фиксации номинального курса происходит постепенное укрепление реального курса отечественной валюты. Значит, нужно снижать номинальный курс – либо постепенно, либо скачкообразно, время от времени, вводя режим «грязного плавания» (*dirty float*). На первый взгляд, непредсказуемые скачки представляют большую опасность. Однако непрерывное снижение номинального курса может постоянно подталкивать инфляцию, тем самым ускоряя укрепление национальной валюты и требуя дальнейшего снижения курса. Кроме того, предсказуемая девальвация стимулирует валютные накопления за счет инвестиций. Несмотря на это, странам экономического чуда удавалось добиться быстрого роста экономики, так что в частых девальвациях у них не было необходимости.

Китай в целом следовал той же стратегии. С 1997 г. вплоть до 2005 г. курс юаня оставался почти неизменным, а золотовалютные резервы Китая быстро увеличивались. Благодаря быстрому росту производства инфляция в Китае была достаточно низкой, но все же выше, чем в США. Реальное укрепление юаня послужило одной из причин резкого падения китайского экспорта в период мирового кризиса 2008–2009 гг. (Morrison, Labonte, 2013, p. 2–7).

Для стран, экспортирующих сырьевые товары, вопрос о валютном режиме имеет свою специфику. При высоких и особенно при растущих, мировых ценах на ресурсы рыночные силы направляют капиталовложения прежде всего в ресурсодобывающие отрасли. Вся выгода от низкого валютного курса достается экспортерам ресурсов. Возможно, поэтому ни одна технологически отсталая ресурсная страна не сумела освободиться от ресурсной зависимости (в то время как Австралия, Канаде, Норвегии и США это удалось). Россия здесь служит наглядным примером.

2. Политика валютного курса в России: повторение ошибок

«За годы реформ к середине 1998 г. «накопился» большой разрыв между ростом внутренних цен и ростом номинального курса рубля к доллару США. Этот своего рода «девальвационный навес» предопределил неизбежность глубокой девальвации рубля по отношению к доллару США» (Шагалов, 2010) (см. также (Montes, Porov, 1999)). Может показаться, что это суждение не вполне обосновано:

непосредственной причиной кризиса в России послужил азиатский финансовый кризис, вызвавший падение цен на нефть, бегство капитала и крах ГКО. Нельзя, однако, не обратить внимания на то, что товарная структура российского экспорта не улучшалась: доля минеральных продуктов составляла 45,1% в 1994 г. и 47,8% в 1997 г. Вторая по значимости статья экспорта – металлы, драгоценные камни и изделия из них – составляла 26,4% в 1994 г. и 24% в 1997 г. Не произошло существенных улучшений и в структуре импорта, где три основные статьи (машины, оборудование и транспортные средства, продовольственные товары и сельскохозяйственное сырье и продукция химической промышленности) составляли около 75%. В дальнейшем сырьевая зависимость России неуклонно росла – в немалой степени из-за непродуманной политики валютного курса.

Более чем трехкратное обесценение рубля в результате кризиса, ужесточение валютной политики (в частности увеличение доли валютной выручки, подлежащей обязательной продаже, до 75%) и начавшийся рост цен на нефть помогли стабилизировать рубль. Стали расти золотовалютные резервы.

В дальнейшем ЦБ России придерживался политики управляемого плавания, фактически близкой режиму мягкой фиксации. И снова не обращалось достаточного внимания на укрепление реального курса рубля, обусловленного различием в темпах инфляции.

На протяжении 2000-х годов экспорт несырьевых товаров становился все менее выгодным. Накапливая резервы, ЦБ препятствовал повышению номинального курса, который с 1999 г. до сентября 2014 г. колебался в пределах 25%. Однако наши цены с декабря 1999 г. выросли к концу 2013 г. в 4,5 раза, а цены в США и в зоне евро росли всего лишь на 2–3% ежегодно и увеличились за это время примерно в 1,5 раза. Так что реальный курс рубля повысился более чем в два раза (см. рисунок).

При таких соотношениях, конечно, отечественные изделия потеряли конкурентоспособность. За счет высоких и растущих цен на энергоносители до кризиса 2008–2009 гг. рост стоимостного объема экспорта опережал импорт, но при этом прирост физического объема экспорта намного отставал от прироста импорта, который за 1999–2008 гг. увеличился более чем в 5 раз!

Даже если бы цены на нефть и газ сохранялись на высоком уровне, но перестали бы расти, курс рубля в долгосрочной перспективе необходимо было бы снижать. Если этого не делать, то торговый баланс оказывается де-



Рисунок

Валютные резервы на конец года (млрд долл., правая десятичная логарифмическая шкала; график сдвинут влево на полгода) и реальный эффективный валютный курс рубля (среднегодовые данные, 1996 г. = 100%, левая шкала)

Источник: расчет авторов по данным ЦБР.

фицитным, и после исчерпания валютных резервов девальвация все равно неизбежна. Тем более что России необходимо притоком валютной выручки компенсировать отток капиталов (за период 1992–2015 гг. были только три года – 1995, 2006, 2007 г., когда наблюдался чистый приток капитала).

В ходе кризиса 2008–2009 гг. за семь месяцев – с начала августа 2008 г. по начало марта 2009 г. – валютные резервы сократились более чем на треть – с 598 до 376 млрд долл., но затем, после некоторой девальвации рубля и нового повышения цен на нефть, – выросли к началу 2013 г. до 530 млрд долл. В 2014–2016 гг. снижение цен на нефть, санкции и отток капитала вызвали снижение курса с 30 руб. за 1 долл. в 2014 г. до 80 руб. за 1 долл. к марту 2016 г. На этот раз ЦБ России решил фактически отпустить рубль в свободное плавание, сохраняя резервы на уровне 350–370 млрд долл., и девальвационный навес снова превратился в девальвацию (см. рисунок).

3. Валютный курс и промышленная политика

Авторы данной статьи уже давно выступают за поддержание низкого и стабильного реального валютного курса (Полтерович, Попов, 2002; Попов, 2009, 2010). Сегодня, когда рубль девальвирован, правда не сверху, а снизу, в результате внешних воздействий, задача на ближайшее будущее состоит в том,

чтобы поддерживать реальный курс на низком и, возможно, более стабильном уровне.

Низкий курс валюты – лишь одна из необходимых предпосылок роста сегодняшней российской экономики. Ее диверсификация – обязательное условие долгосрочного развития. С повышением прибыли от экспорта, как показывает российский опыт, увеличиваются сбережения, но это не всегда приводит к автоматическому росту инвестиций. Более того, ослабление рубля повышает эффективность экспорта прежде всего для ресурсных отраслей, что создает дополнительный стимул для инвестиций как раз в добывающий сектор. Наконец, следует учесть, что стандартная для стран нашего уровня развития экспортно-ориентированная политика в настоящее время затруднена из-за санкций и резкого ухудшения отношений с потенциальными импортерами российской продукции. Поэтому особое значение приобретает задача импортозамещения.

Ослабление рубля, с одной стороны, облегчает решение этой задачи, освобождая внутренние рынки для отечественных производителей, а с другой – затрудняет его, удорожая импорт машин и оборудования. По данным 2014 г., доля импорта машин и оборудования составляла в общем объеме импорта более 45%, а конечное потребление машин и оборудования в народном хозяйстве более чем на 40% обеспечивалось импортом.

В силу указанных обстоятельств особое значение для России приобретает промышленная политика. Она должна опираться на систему национального планирования, на национальную инновационную систему и поддерживаться всеми другими типами политики. В работах (Полтерович, 2014, 2015) приводятся аргументы, показывающие, что фактически речь идет о создании целостной системы стимулирования экономического роста, основанной на взаимодействии государства, бизнеса и общества. Эта система должна обеспечить формирование крупномасштабных проектов модернизации и диверсификации народного хозяйства. Ее важнейшая задача – поднять уровень доверия инвесторов и тем самым способствовать трансформации сбережений в инвестиции. Крупномасштабные хорошо просчитанные проекты, поддерживаемые государством, могут получать кредитование по пониженным ставкам. А в качестве одного из источников кредитных средств для импорта машин и оборудования станет возможным использовать золотовалютные резервы, что не повлечет за собой укрепления рубля, но снизит издержки, связанные с поддержанием заниженного курса.

4. Заключение: учесть уроки истории

История ничему не учит, но сурово наказывает за незнание уроков, – утверждал Ключевский. В новейшей российской истории (с 1992 г.) мы дважды (в 1995–1998 и 2000–2008 гг.) сделали одну и ту же ошибку, допустив укрепление реального курса национальной валюты, и дважды были наказаны. Поэтому и в силу ряда других причин Россия не сумела решить задачу диверсификации производства. Изменившиеся условия, с одной стороны, способствуют ее решению (естественное ослабление рубля), а с другой – препятствуют. Важнейшее препятствие – резкое ухудшение условий для развития экспорта. В силу этого политика стимулирования экспорта путем занижения курса, стандартная для стран нашего уровня развития, в ближайший период может не дать нужных результатов. Значит, проблемы импортозамещения и внедрения более эффективных технологий обретают новый смысл. Заниженный курс освобождает внутренние рынки для отечественных производителей, но одновременно удорожает импорт оборудования. Тем самым особое значение обретает промышленная политика.

Из проведенного выше анализа вытекают следующие принципы экономической политики на ближайшие 10 лет.

1. Необходимо препятствовать высокой волатильности валютного курса и в то же время не допускать быстрого реального укрепления рубля. При этом не требуется формального изменения объявленного Центральным банком режима. Но фактически следует держать *обменный курс* на низком уровне, время от времени девальвируя рубль, причем так, чтобы его *реальный курс* оставался более или менее стабильным. Вопрос о периодичности девальвации подлежит специальному исследованию.

2. Кроме валютных интервенций, целесообразно использовать и другие инструменты, ведущие к ослаблению рубля, в частности снижение процентных ставок.

3. Золотовалютные резервы сверх определенного уровня необходимо использовать для кредитования покупки импортного оборудования и новых технологий по пониженным ставкам в рамках крупномасштабных проектов модернизации производства.

4. Для формирования и реализации таких проектов необходимо завершить создание институтов промышленной политики, прежде всего, системы национального планирования и национальной инновационной системы.

5. Задача снижения инфляции до тех пор, пока она не превышает 10% годовых, не должна рассматриваться как первоочередная. Но следует препятствовать заметному повышению уровня цен, используя инструменты стерилизации денежной массы. Если удастся запустить быстрый экономический рост, можно будет добиться снижения инфляции даже при относительно быстром увеличении количества денег в экономике.

ЛИТЕРАТУРА

- Полтерович В.** (2009). Снижение инфляции не должно быть главной целью экономической политики правительства. Записка в Правительство РФ. 2 апреля 2006 г. [Электронный ресурс] Режим доступа: <http://www.cemi.rssi.ru/publication/e-publishing/2006-1.pdf>, свободный. Загл. с экрана. Яз. рус. (дата обращения: февраль 2016 г.).
- Полтерович В., Попов В.** (2002). Последняя надежда // *Эксперт*. № 48. 22 декабря.
- Полтерович В.М.** (2014). Куда идти? Двадцать четыре тезиса // *Экономическая наука современности России*. № 3(66). С. 7–16.
- Полтерович В.М.** (2015). О формировании системы национального планирования в России // *Журнал Новой экономической ассоциации*. № 2(26). С. 237–242.
- Попов В.** (2009). Воспоминания о будущем: второе издание драмы «Кризис 1998

года» // *Журнал Новой экономической ассоциации*. № 1. С. 249–252.

- Попов В.** (2010). Макроэкономическая политика для модернизации российской экономики. В кн.: «*Стратегия модернизации российской экономики*». Под ред. В.М. Полтеровича. СПб.: Алетей.
- Попов В.** (2015). Не было счастья, да несчастье помогло // *Эксперт*. № 14(940). 29 марта.
- Шагалов Г.Л.** (2010). Вопросы валютной политики Российской Федерации в годы рыночных реформ. [Электронный ресурс] Режим доступа: <http://www.iprgas.ru/articles/shagalov10-1.pdf>, свободный. Загл. с экрана. Яз. рус. (дата обращения: февраль 2016 г.).
- Baglan D., Yoldas E.** (2014). Non-linearity in the Inflation-Growth Relationship in Developing Economies: Evidence from a Semiparametric Panel Model Finance and Economics Discussion Series. Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board. Washington.
- Calvo G.F., Reinhart C.M.** (2002). Fear of Floating // *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. CXVII. Issue 2. P. 379–408.
- Dollar D.** (1992). Outward-Oriented Developing Economies Really Do Grow More Rapidly: Evidence from 95 LDCs, 1976–1985 // *Economic Development and Cultural Change*. Vol. 40. No. 3. April. P. 523–544.
- Easterly W.** (1999). The Lost Decades: Explaining Developing Countries Stagnation 1980–1998. World Bank.
- Ghosh A.R., Ostry J.D.** (2009). Choosing an Exchange Rate Regime. *Finance & Development*. Vol. 46. No. 4. P. 38–40.
- Ghosh A.R., Ostry J.D., Qureshi M.S.** (2014). Exchange Rate Management and Crisis Susceptibility: A Reassessment. [Электронный ресурс] IMF Working Paper. Режим доступа: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1411.pdf>, свободный. Загл. с экрана. Яз. англ. (дата обращения: февраль 2016 г.).
- Greenwald B., Stiglitz J.** (2013). Learning and Industrial Policy: Implications for Africa. In: “*The Industrial Policy Revolution II. Africa in the XXI century*”. Stiglitz J., Lin J., Patel E. (eds). IEA. Palgrave MacMillan.
- Ibarra-Ramirez R., Trupkin D.R.** (2016). Reexamining the Relationship between Inflation and Growth: Do Institutions Matter in Developing Countries? [Электронный ресурс] // *Economic Modelling*. Vol. 52. Part B. P. 332–351. Режим доступа: http://www2.um.edu.cy/dtrupkin/draft_inflation_growth_june2013.pdf, свободный. Загл. с экрана. Яз. англ. (дата обращения: февраль 2016 г.).
- International Monetary Fund (2014). Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. Washington. October.
- Montes M., Popov V.** (1999). Asian Crisis Goes Global. ISEAS. Singapore.
- Morrison W.M., Labonte M.** (2013). China’s Currency Policy: An Analysis of the Economic Issues. [Электронный ресурс] Congressional Research Service. Report for Congress. Режим доступа: <https://www.fas.org/sgp/crs/row/RS21625.pdf>, свободный. Загл. с экрана. Яз. англ. (дата обращения: февраль 2016 г.).
- Polterovich V., Popov V.** (2004). Accumulation of Foreign Exchange Reserves and Long Term Growth. In: “*Slavic Eurasia’s Integration into the World Economy*” Tabata S., Iwashita A. (eds.). Sapporo: Slavic Research Center, Hokkaido University. P. 161–195.
- Rodrik D.** (2008). The Real Exchange Rate and Economic Growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall. P. 365–412.
- Sokolov V., Lee B.-J., Mark N.C.** (2011). Linkages Between Exchange Rate Policy and Macroeconomic Performance // *Pacific Economic Review*. Vol. 16(4). P. 395–420.

REFERENCES (with English translation or transliteration)

- Baglan D., Yoldas E.** (2014). Non-linearity in the Inflation-Growth Relationship in Developing Economies: Evidence from a Semiparametric Panel Model Finance and Economics Discussion Series. Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board. Washington
- Calvo G.F., Reinhart C.M.** (2002). Fear of Floating. *The Quarterly Journal of Economics* CXVII, 2, 379–408.
- Dollar D.** (1992). Outward-Oriented Developing Economies Really Do Grow More Rapidly: Evidence from 95 LDCs, 1976–1985. *Economic Development and Cultural Change* 40, 3, April, 523–544.
- Easterly W.** (1999). The Lost Decades: Explaining Developing Countries Stagnation 1980–1998. World Bank.
- Ghosh A.R., Ostry J.D.** (2009). Choosing an Exchange Rate Regime. *Finance & Development* 46, 4, 38–40.
- Ghosh A.R., Ostry J.D., Qureshi M.S.** (2014). Exchange Rate Management and Crisis Susceptibility: A Reassessment. IMF Working

Paper. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1411.pdf> (accessed: February 2016).

- Greenwald B., Stiglitz J.** (2013). Learning and Industrial Policy: Implications for Africa. In: “*The Industrial Policy Revolution II. Africa in the XXI century*”. Stiglitz J., Lin J., Patel E. (eds). IEA. Palgrave MacMillan.
- Ibarra-Ramirez R., Trupkin D.R.** (2016). Reexamining the Relationship between Inflation and Growth: Do Institutions Matter in Developing Countries? *Economic Modelling* 52, Part B, 332–351. Available at: http://www2.um.edu.uy/dtrupkin/draft_inflation_growth_june2013.pdf (accessed: February 2016).
- International Monetary Fund (2014). Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions. Washington. October.
- Montes M., Popov V.** (1999). Asian Crisis Goes Global. ISEAS. Singapore.
- Morrison W.M., Labonte M.** (2013). China’s Currency Policy: An Analysis of the Economic Issues. Congressional Research Service. Report for Congress. Available at: <https://www.fas.org/sgp/crs/row/RS21625.pdf> (accessed: February 2016).
- Polterovich V.** (2006). Lowering Inflation Should Not Be the Main Goal of Economic Policy of the Government. April 2. Available at: [Http://www.cemi.rssi.ru/publication/e-publishing/2006-1.pdf](http://www.cemi.rssi.ru/publication/e-publishing/2006-1.pdf) (accessed: February 2016, in Russian).
- Polterovich V.** (2014). Where to Go? Twenty Four Theses. *Economics of Contemporary Russia* 3(66), 7–16 (in Russian).
- Polterovich V.** (2015). On the Formation of National Planning System in Russia. *Journal of the New Economic Association* 2(26), 237–242 (in Russian).
- Polterovich V., Popov V.** (2002). Last Hope. *Expert* 48, December 22 (in Russian).
- Polterovich V., Popov V.** (2004). Accumulation of Foreign Exchange Reserves and Long Term Growth. In: “*Slavic Eurasia’s Integration into the World Economy*” Tabata S., Iwashita A. (eds.). Sapporo: Slavic Research Center, Hokkaido University, 161–195.
- Popov V.** (2009). The Memory of the Future: The Second Edition of the Drama of “The 1998 Crisis”. *Journal of the New Economic Association* 1, 249–252 (in Russian).
- Popov V.** (2010). Macroeconomic Policy for the Modernization of the Russian Economy. In: “*The Strategy of the Modernization of the Russian Economy*” Polterovich V. (ed.). Saint Petersburg: Aleteya (in Russian).
- Popov V.** (2015). Every Cloud Has a Silver Lining. *Expert* 14(940), March 29 (in Russian).
- Rodrik D.** (2008). The Real Exchange Rate and Economic Growth. Undervaluation is Good for Growth, but Why? Brookings Papers on Economic Activity, Fall, 365–412.
- Shagalov G.** (2010). The Issues of Currency Policy of the Russian Federation in the Years of Market Reforms. Available at: <http://www.ipr-ras.ru/articles/shagalov10-1.pdf> (accessed: February 2016, in Russian).
- Sokolov V., Lee B-J., Mark N.C.** (2011). Linkages Between Exchange Rate Policy and Macroeconomic Performance. *Pacific Economic Review* 16(4), 395–420.

Поступила в редакцию 26 февраля 2016 года

V.M. Polterovich

Central Economics and Mathematics Institute, RAS; Moscow School of Economics, Lomonosov Moscow State University, Moscow, Russia

V.V. Popov

Central Economics and Mathematics Institute, RAS, Moscow, Russia

Exchange Rate, Inflation and Industrial Policy

The dynamics of the exchange rate of the Russian ruble is considered in the context of the discussions on the optimal exchange rate regimes. It is shown that the dominant focus on the stability of the nominal exchange rate was erroneous. Since the prices in Russia grew faster than in the countries – its trading partners, this policy led to an overvaluation of the real exchange rate and caused the shock devaluations in 1998, 2008 and 2014–2015. It is argued that the best regime for Russia is the “dirty float” aimed at maintaining relatively low and stable real exchange rate. This implies the periodic devaluation of the nominal rate. This implies the periodic devaluation of the nominal exchange rate. The suggested policy entails accumulation of foreign exchange reserves that stimulates export oriented growth. These reserves can also become a source of investment in case of appropriate industrial policy.

Keywords: exchange rate, fear of floating, industrial policy, economic growth.

JEL classification: F31, F41, F43, L52, O24.