

Использование счетов эскроу и целевой проектной эмиссии как неинфляционный способ финансирования инвестиционных проектов*

А.С. Галушка**

А.К. Ниязметов, доцент Департамента общественных финансов Финансового университета при Правительстве Российской Федерации, кандидат экономических наук

Введение

В Послании Федеральному Собранию от 01.03.2018 Президент РФ Владимир Владимирович Путин поставил **главную экономическую задачу** на предстоящие 6 лет: «К середине следующего десятилетия увеличить ВВП на душу населения в полтора раза».

Для ее выполнения необходим среднегодовой экономический рост выше 5%. При этом, согласно данным Росстата, темп роста валового внутреннего продукта (ВВП) по итогам 2018 г. составил 2,3%, а по прогнозам Минэкономразвития России в 2019 г. он составит 1,3%.

Возможен ли ускоренный экономический рост при таком разрыве между необходимым и фактическим положением дел?

Полагаем, что ответ должен быть положительным. **Резервы для этого есть.** Это, прежде всего, рост производительности труда, увеличение инновационной активности, повышение загрузки производственных мощностей. В России показатели производительности труда ниже, чем в любой из стран Европейского союза (в среднем в 2 раза) [1], в 5 раз – отставание в инновационной активности от развитых

* Авторы выражают глубокую признательность П.М. Волкову, С.В. Качаеву, А.Н. Клепачу, П.И. Короткову, А.В. Крутикову, А.Н. Могилат, А.М. Осипову, С.Е. Прокофьеву и И.О. Щёголеву за содержательные замечания и ценные советы в поиске решений затронутых в данной статье проблем.
** С 2013 по 2018 г. министр РФ по развитию Дальнего Востока.

стран [2]. Средний уровень недозагрузки производственных мощностей в обрабатывающей промышленности – 36%, в добыче полезных ископаемых – 28% [3].

Использование этих резервов требует прежде всего значительного роста инвестиций в основной капитал с нынешних 21,4% от ВВП до минимум 27%¹, т.е. более 5,2 трлн руб. ежегодно².

Где взять деньги для финансирования такого роста инвестиций?

Санкции ограничивают возможность привлечения финансирования из-за рубежа. Бюджетных ресурсов для такого роста не хватит (все расходы федерального бюджета на 2019 г. – 18 трлн руб.³).

В этой связи План мероприятий по ускорению темпов роста инвестиций в основной капитал, одобренный Правительством РФ, предусматривает «создание условий для роста кредитования, поддерживающего реальный сектор экономики и экономический рост» [4].

¹ См.: Послание Президента Российской Федерации Федеральному Собранию Российской Федерации от 01.03.2018: «Мы уже ставили задачу довести их до 25 процентов от ВВП, а затем и до 27 процентов. Задача, к сожалению, пока не решена. Чтобы обеспечить устойчивый рост, нам необходимо это сделать, сделать во что бы то ни стало».

² Рассчитано авторами на основании данных Росстата за 2017 г.

³ Федеральный закон от 29.11.2018 № 459-ФЗ «О федеральном бюджете на 2019 год и на плановый период 2020 и 2021 годов».

То есть для финансирования инвестиций **нужны доступные кредиты**, а денежно-кредитная политика должна быть адекватна задачам роста экономики и стимулировать банковскую систему на финансирование инвестиций в реальный сектор экономики.

На это обращалось внимание еще в Послании Президента РФ Федеральному Собранию от 12.12.2012: «Нам нужны “дешевые” и “длинные” деньги для кредитования экономики. Я прошу Правительство и Центробанк подумать над механизмами решения таких задач. Знаю хорошо, что мне возразят и скажут некоторые эксперты, что обеспечение “длинных” денег – это не задача Центрального банка, что “длинные” деньги – это накопления граждан, предприятий, пенсионные деньги и так далее. Да, все это хорошо известно. Но также известно, что в ФРС Соединенных Штатов, в Евроцентробанке, в других некоторых центральных банках прямо в уставах записана обязанность этих структур думать о рабочих местах и обеспечении темпа роста экономики».

За прошедшие 6 лет слова Президента РФ стали еще более актуальны.

Текущая ситуация

Согласно данным Росстата⁴, в 2017 г. в структуре источников финансирования в основной капитал банковские кредиты составляли всего **11,2%** (1 трлн 370 млрд руб.)⁵, а бюджетное финансирование инвестиций превысило банковское в 1,5 раза.

Все это происходит на фоне структурного профицита ликвидности банковского сектора в размере 3,6 трлн руб.⁶, который не востребован экономикой страны на предлагаемых банками условиях по стоимости (процентные ставки по кредитам выше порога рентабельности большинства проектов) и срокам (источники формирования пассивов банков существенно короче, чем срок, на который нужны деньги для инвестиционных проектов).

⁴ Инвестиции в основной капитал в Российской Федерации по источникам финансирования. URL: http://www.gks.ru/free_doc/new_site/business/invest/Inv-if.xls (дата обращения: 01.03.2019).

⁵ Половина из них – кредиты иностранных банков (665 млрд руб.). Доля кредитов иностранных банков в структуре банковского финансирования инвестиций в основной капитал по отношению к 2012 г. увеличилась в 3,5 раза.

⁶ По данным Банка России по состоянию на 1 марта 2019 г. URL: https://www.cbr.ru/hd_base/bliquidity/ (дата обращения: 10.03.2019).

В 2018 г. средняя процентная ставка по кредитам нефинансовому сектору в России составляла **9%**⁷, что в 2–2,5 раза выше, чем в Китае и США.

В результате **высокая стоимость кредитов** вышла на первое место среди факторов, оказывающих сдерживающее влияние на развитие российской промышленности (на это указали 45,9% собственников и руководителей высшего звена промышленных предприятий, опрошенных в рамках подготовки доклада рабочей группы Государственного совета РФ по вопросу развития промышленного потенциала регионов РФ).

Опросы показали, что для половины предприятий (49,6%) **приемлемая ставка займов** на реализацию инвестиционных проектов в сложившихся экономических условиях составляет **от 3 до 6%**.

В случае обеспечения доступного финансирования возможна массовая реализация проектов из числа уже подготовленных 3840 промышленных инвестиционных инициатив на сумму 20,5 трлн руб. в течение 5 лет (в среднем 4,1 трлн руб. инвестиций в год). По экспертной оценке, реализация указанных проектных инициатив обеспечит **дополнительный среднегодовой прирост ВВП** в размере **1,4%**⁸.

Вместе с тем, согласно утвержденным Банком России Основным направлениям единой государственной денежно-кредитной политики на 2019 год и период 2020 и 2021 годов [5], целью денежно-кредитной политики является поддержание годовой инфляции вблизи 4% постоянно, а базовый сценарий предполагает темпы роста экономики на уровне 1,2–1,7% в 2019 г., 1,8–2,3% – в 2020 г. и 2–3% – в 2021 г.

То есть плановые параметры денежно-кредитной политики на ближайшие 3 года не предполагают использования имеющихся резервов ускоренного экономического роста для ликвидации накопленного отставания от ведущих стран мира, а концентрируются на сдерживании роста инфляции для обеспечения ценовой стабильности в российской экономике.

При устойчивом отклонении инфляции вверх от цели (4%) или формировании рисков такого

⁷ По данным Банка России за 2018 год. URL: https://www.cbr.ru/statistics/b_sector/loans_nonfin_18.xlsx (дата обращения: 01.03.2019).

⁸ Данные доклада рабочей группы Государственного совета РФ по вопросу развития промышленного потенциала регионов РФ (1 февраля 2018 г.).

отклонения Банк России планирует поддерживать ключевую ставку выше нейтрального уровня, что приведет к росту процентных ставок по банковским кредитам и сокращению совокупного спроса.

Однако по сравнению с потребительским спросом и спросом на кредиты для валютных спекуляций инвестиционный спрос производителей более чувствителен к повышению процентных ставок вследствие имеющегося порога рентабельности.

Высокие процентные ставки увеличивают издержки ведения бизнеса и вредят экономическому росту. Об этом часто говорят отечественные предприниматели и пишут эксперты:

«Большая часть приведенных теоретических моделей указывает на существование отрицательной связи между реальными ставками процента и экономическим ростом» [6, с. 31]⁹;

«Рост ставки оказывает сдерживающее влияние на российскую экономику: сокращает денежную массу, снижает инфляцию и замедляет промышленное производство» [20, с. 43];

«Американский сенатор сравнил повышение ставки для борьбы с инфляцией с тушением пожара бензином – рост ставок лишь раздует пламя издержек» [20, с. 44].

На это также обратил внимание Всемирный банк: «Несмотря на необходимость поддержки адаптации (*к сохраняющимся низким ценам на нефть, торговым эмбарго и геополитическим проблемам*), жесткая фискальная и денежно-кредитная политика оказывает дополнительное давление на экономический рост... Процентные ставки сохраняются на уровне 11 процентов, несмотря на продолжающуюся рецессию» [21, с. 110].

Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики не предполагают определения мер по борьбе с инфляцией в зависимости от ее причин. Заложенный в них базовый алгоритм предполагает повышение процентных ставок для всех категорий заемщиков: потребителей, валютных спекулянтов, торговых компаний-импортеров и наравне с ними – для инвесторов в отечественную экономику (аналогично применению антибиотика широкого действия).

⁹ См.: монетарная модель роста Тобина [7]; неоклассическая теория инвестиций [8, 9]; теория q-Тобина [10]; неокейнсианские модели [11]; теория реального делового цикла [12–14]; «равновесные» теории делового цикла [15–17]; модели наличной оплаты [18, 19].

В результате в условиях отсутствия доступного финансирования отечественный производитель не может в полной мере воспользоваться преимуществом благоприятного валютного курса и проигрывает конкуренцию импортерам.

Импорт при этом растет.

За 2018 г. **объем импорта увеличился на 4,9%¹⁰**, в том числе:

- на 2% для машин, оборудования и транспортных средств;
- на 8,4% для продукции химической промышленности;
- на 10% для текстиля, текстильных изделий и обуви.

Таким образом, сдерживание роста предложения товаров отечественного производства и их замена иностранными товарами с сопутствующим ростом валютнообменных операций и снижением курса рубля нивелируют антиинфляционный эффект от сжатия спроса.

Сокращение отечественного производства в долгосрочном периоде приведет к еще большей зависимости от импортных товаров и сжатию внутреннего спроса вследствие сокращения фонда оплаты труда отечественных производителей. Это будет приводить к повышению спроса на иностранную валюту, повышению ее курса по отношению к рублю и в конечном счете – к повышению цен на импортные товары, что будет определять ускоренные темпы инфляции. Далее, согласно подходу к борьбе с инфляцией, описанному в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики, должно последовать очередное повышение ключевой ставки и процентных ставок по кредитам.

В конечном счете такая спираль сжатия отечественной экономики (производства и физического потребления) может привести к снижению эффективности трансмиссионного механизма Банка России до такого уровня, когда повышение ключевой ставки будет слабо влиять на индекс потребительских цен. На первый план выйдет валютный курс, влияние которого на инфляцию уже сейчас весьма существенно в силу большой доли импорта в товарах народного потребления: по данным Росстата, импортные потребитель-

¹⁰ Рассчитано на основании данных Росстата о товарной структуре импорта. URL: http://www.gks.ru/free_doc/new_site/import-zam/3-1.xlsx (дата обращения: 01.03.2019).

ские товары занимают более трети в товарных ресурсах розничной торговли¹¹.

Борьба с инфляцией, имеющей валютную природу (повышение цен на импортные товары из-за снижения курса национальной валюты), требует снижения объемов валютнообменных операций путем расширения производства отечественных товаров взамен импортных и стабилизации таким образом валютного курса.

В этой связи обращают на себя внимание содержащиеся в Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики утверждения о невозможности расширения производства отечественных товаров, которые не согласуются с официальными данными Росстата о загрузке производственных мощностей и не учитывают имеющегося потенциала повышения производительности труда:

«Значительно увеличить производство за счет имеющихся мощностей в настоящее время невозможно, поскольку экономика функционирует на уровне, близком к потенциальному»;

«Безработица сохраняется на низком уровне... близком к естественному, то есть экономика функционирует на уровне полной занятости»;

«Значимое увеличение выпуска за счет вовлечения в производство незадействованных производственных мощностей невозможно, учитывая значительное устаревание большей их части и ограничения со стороны трудовых ресурсов».

Низкая безработица в условиях низкой производительности труда говорит о высоком потенциале для экономического роста при условии инвестирования в создание новых высокопроизводительных рабочих мест и освоение новых технологий.

Но в условиях рестрикционной денежно-кредитной политики значительное расширение отечественной производственной базы вряд ли возможно, скорее – наоборот.

Отечественными экономистами довольно часто высказывается мнение, что рецепт ускоренного роста заключается в количественном смягчении. Отдельные эксперты [22] считают,

¹¹ Данные Росстата о доле импорта в объеме товарных ресурсов розничной торговли по РФ. URL: http://www.gks.ru/free_doc/new_site/import-zam/3-6.xlsx (дата обращения: 01.03.2019).

что для роста ВВП в 1,5 раза к 2024 г. необходимо увеличить реальную денежную массу в 9 раз.

Ключевое значение при этом имеет канал попадания денег в экономику.

Как правило, предлагается два канала:

- первый – покупка Центральным банком РФ (ЦБ РФ) корпоративных ценных бумаг;
- второй – покупка ЦБ РФ государственных ценных бумаг.

В первом канале риски неплатежеспособности организаций – эмитентов ценных бумаг ложатся на государство (ЦБ РФ). Кроме того, значителен риск ускорения инфляции в случае попадания дополнительных денег на потребительский и валютный рынки.

Второй канал представляет собой дефицитное бюджетное финансирование за счет эмиссии [23, с. 3–11]: в США и Японии на национальные государственные облигации приходится 85–95% всей эмиссии (денежной базы) национальной валюты [24, с. 48]. С учетом принципа общего (совокупного) покрытия расходов бюджетов, закрепленного в ст. 35 Бюджетного кодекса РФ, он несет в себе риски использования эмитированных средств не на инвестиционные цели, а на текущие нужды. Кроме того, практическая реализация данного механизма затруднена в силу ограниченного срока действия бюджета и необходимости разграничения расходных обязательств между бюджетами разных уровней с учетом территориального распределения инвестиционных проектов и их масштаба.

Таким образом, в финансировании опережающего экономического развития решающее значение имеет целевое – под инвестиции в реальный сектор – расширение денежного предложения, соответствующего по срокам и размерам инвестиционным потребностям.

Предлагаемое решение

В качестве решения данной задачи предлагается новый неинфляционный механизм финансирования инвестиционных проектов – **целевая проектная эмиссия с использованием счетов эскроу**.

Этапный подход к ее осуществлению заключается в следующем.

Первое. В рамках национальных проектов и государственных программ на конкурсной основе формируется перечень приоритетных инвестиционных проектов.

Проекты отбираются исходя из вклада в экономический рост. В качестве критерия отбора используется соотношение планируемой добавленной стоимости и требуемого объема финансирования (подчеркнем, необходимый опыт отбора инвестиционных проектов уже отработан с 2014 г. в рамках практики отбора и поддержки инвестиционных проектов на Дальнем Востоке¹²). Дополнительным критерием может являться использование в проекте технологий, соответствующих перечню критических технологий, утвержденных Указом Президента РФ от 07.07.2011 № 899.

Второе. Достижение показателей добавленной стоимости включается как обязательное условие в специальный инвестиционный контракт (специинвестконтракт), который заключается между инвестором, коммерческим банком и уполномоченным государственным органом.

По этим условиям инвестор обязуется достичь показателей добавленной стоимости, коммерческий банк – предоставить инвестору требуемое финансирование, а уполномоченный государственный орган – акцептовать предоставление со стороны Банка России коммерческому банку необходимого источника для финансирования конкретного инвестиционного проекта.

Специинвестконтракт заключается при наличии подтвержденной финансовой модели, проектно-сметной документации, заключения государственной экспертизы и при необходимости – независимого ценового и технологического аудита.

Третье. После заключения специинвестконтракта Банк России осуществляет эмиссию денег для проектного финансирования инвестиций и депонирует их в предусмотренном специинвестконтрактом объеме на счете эскроу в коммерческом банке.

Объем эмиссии исключает затраты на оплату труда и импортную составляющую проекта в це-

¹² См.: Постановление Правительства РФ от 16.10.2014 № 1055 «Об утверждении методики отбора инвестиционных проектов, планируемых к реализации на территориях Дальнего Востока и Байкальского региона» (в ред. от 31.08.2018).

лях снижения инфляционных рисков за счет ограничения поступления дополнительного объема денег на потребительский и валютный рынки¹³.

На средства, размещенные на счете эскроу, не начисляются проценты и не обращаются взыскания.

Для участия в предложенном механизме финансирования могут быть допущены только коммерческие банки, соответствующие требованиям надежности, как это, например, сделано при предоставлении банкам права на открытие счетов эскроу для расчетов по договору участия в долевом строительстве недвижимости.

Четвертое. Коммерческий банк (банк инвестора) за счет задепонированных средств осуществляет проектное кредитование инвестиционного проекта от своего имени. Поскольку расходы коммерческого банка на привлечение средств отсутствуют, процентная ставка по кредиту инвестору включает только премию за риск. Это позволяет рассчитывать, что в среднем процентная ставка может находиться на уровне около 3%.

Выделенные средства при этом могут использоваться исключительно на оплату фактически произведенных капитальных вложений. При необходимости авансирования подрядчику и субподрядчикам открываются специальные счета в банке инвестора (как это уже осуществляется в рамках казначейского сопровождения государственных контрактов, включая отдельный учет результатов финансово-хозяйственной деятельности по этим контрактам, мониторинг платежей с отдельных счетов, контроль фактических расходов выполнения контрактов).

Это исключает риски нецелевого расходования инвестируемых средств.

Пятое. При достижении планируемых результатов по условиям специинвестконтракта – запуске нового производства – происходит списание основного долга инвестора по кредиту перед коммерческим банком (в размере созданной

¹³ Справочно: В структуре ВВП за 2018 г. доля фонда оплаты труда составила 46%. URL: http://www.gks.ru/free_doc/new_site/vvp/vvp-god/tab34b.xls (дата обращения: 01.03.2019).

По данным таблиц ресурсов и использования товаров и услуг Российской Федерации за 2015 г. доля затрат на оплату труда конечного предприятия-производителя в выпуске отечественной продукции в среднем составляет 20%, импортная составляющая – 5%. URL: http://www.gks.ru/free_doc/new_site/vvp/tri-2015.xlsx (дата обращения: 01.03.2019).

добавленной стоимости) за счет средств Банка России, задепонированных на счете эскроу (см. рисунок). Списание кредита или компенсация государством инвестору капиталовложений при успешном запуске производства относится к лучшей и широко распространенной международной практике поддержки инвестиционных проектов. Внедрение данной практики может существенно повысить глобальную конкурентоспособность российской юрисдикции.

В случае же неисполнения обязательств инвестора по специнвестконтракту – незапуске нового производства – происходит изъятие эмиссии – задепонированных Банком России средств, а отношения между коммерческим банком и инвестором продолжаются на обычных условиях.

Ключевая особенность предлагаемого механизма состоит в **определении фактически реализуемых инвестиционных проектов в качестве канала** для попадания эмиссионных денег в экономику и в **использовании счетов эскроу** для исключения нерезультативной эмиссии и инфляционных рисков.

Использование счетов эскроу позволяет юридически оставить право собственности на эмиссионные деньги за Банком России, предоставляя при этом возможность коммерческим

банкам осуществлять инвестиционное кредитование в пределах сумм на счетах эскроу. Данные средства окончательно уйдут в денежный оборот только после создания добавленной стоимости и строго в ее размере путем списания основного долга инвестора перед коммерческим банком.

При использовании этой модели **для государства исключаются риски незапуска инвестиционных проектов**. Эти риски лежат на коммерческих банках, они берут адекватную премию – свое вознаграждение – и мотивированы на конечный результат проекта – запуск производства и создание добавленной стоимости.

Инвесторы платят вознаграждение коммерческим банкам за принятые ими риски, а государство премирует инвесторов за результат.

В механизме целевой проектной эмиссии **исключается риск инфляции и валютного давления на рубль**.

Во-первых, эмиссионное проектное финансирование не предоставляется в части фонда оплаты труда и импорта. Такие затраты финансируются инвестором самостоятельно за счет собственных средств и заимствований. Это ориентирует инвесторов на развитие отечественных кооперационных цепочек.



Механизм целевой проектной эмиссии

Во-вторых, исключается использование проектной эмиссии коммерческими банками на цели, не связанные с реализацией инвестиционного проекта, в том числе попадание эмиссионных денег на потребительский и валютный рынки.

В-третьих, окончательное списание проектной эмиссии в денежный оборот происходит строго в размере созданной добавленной стоимости.

В результате создается цепочка (канал) «эмиссия – инвестиции – запуск новых производств – выпуск новых товаров – создание добавленной стоимости – списание эмиссии в денежный оборот».

В этой цепочке исключена ситуация «эмиссия – денежный оборот», минуя этапы «инвестиции – запуск новых производств – выпуск новых товаров – создание добавленной стоимости».

То есть дополнительные деньги попадают в экономику не через потребительский рынок, а через инвестиции и производство новых товаров.

Это увеличивает предложение товаров и услуг, что способствует снижению уровня монетизации экономики, а значит, не наращивает инфляцию¹⁴.

Следовательно, такая эмиссия сама по себе является механизмом борьбы с инфляцией.

Как отмечается в научных публикациях, «до определенного момента рост кредитования сонаправлен с ростом экономики и поддерживает его, но после выхода кредитной активности на чрезмерно высокие уровни происходит накопление избыточной долговой нагрузки. Это срабатывает как сдерживающий фактор для роста экономики и негативно сказывается на финансовой стабильности реального сектора» [26, с. 8]. Поэтому списание результативным инвесторам основной суммы долга имеет положительное влияние на экономический рост.

Фактически предлагаемый механизм направлен на внедрение в отечественную практику международного опыта развитых стран по дифференциации условий предложе-

ния денег в зависимости от цели их использования (экономических приоритетов).

Здесь уместно добавить, что, согласно проведенным исследованиям, «рост денежной массы не является основным фактором, определяющим рост уровня цен в российской экономике: вклад монетарной компоненты в инфляцию не превышает одной трети от общего прироста цен в экономике» [25, с. 48]. То есть **важнее не количество денег, а их качество** – то, на что и как они используются.

Сегодня эмиссия денег в основном носит обобщенный (нецелевой) характер, при этом на каждый рубль созданной Банком России денежной базы приходится 3,5 руб. денежной массы, эмитированной коммерческими банками¹⁵. Фактически коммерческие банки могут создавать кредитные деньги для потребления, импорта товаров и валютных операций. Это несет в себе риски инфляции и ослабления курса рубля. Вместе с тем бывают случаи, когда эмиссия носит и целевой характер. Это чаще всего связано с санацией проблемных банков (например, кредитование Банка Москвы на сумму 295 млрд руб. под 0,5% годовых, докапитализация банка «ФК Открытие» на сумму 456,2 млрд руб.).

Механизм целевой проектной эмиссии позволяет создать в экономике дополнительный неинфляционный проектно-инвестиционный денежный канал, развивающий подход, положенный в основу современного и в целом весьма прогрессивного многоканального трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Банка России.

Таким образом, предложенный механизм позволяет решить задачу формирования дешевых и длинных денег в экономике, поставленную в 2012 г. Президентом РФ в Послании Федеральному Собранию. Благодаря этому становится возможной реализация тысяч новых инвестиционных проектов, в том числе инфраструктурных.

¹⁵ Рассчитано на основании данных ЦБ РФ по состоянию на 1 февраля 2019 г. Денежная база (наличные деньги в обращении и обязательные резервы кредитных организаций в Банке России) – 10 118,4 млрд руб. URL: http://www.cbr.ru/hd_base/mb_nd/mb_nd_month/ (дата обращения: 10.03.2019). Денежная масса M2 – 45 721,8 млрд руб. URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?Prtd=ms> (дата обращения: 10.03.2019). На 1 руб. денежной базы приходится 4,5 руб. денежной массы M2.

¹⁴ Данный вывод подтверждается мнением, изложенным в статье О.А. Борзых, А.Н. Могилат [25, с. 51–52].

Литература:

1. Данные Организации экономического сотрудничества и развития. Level of GDP per capita and productivity. URL: https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=PDB_LV (дата обращения: 01.03.2019).
2. Фридлянова С.Ю. Инновационная активность организаций промышленного производства: Исследование Института статистических исследований и экономики знаний НИУ ВШЭ, 2017 г. URL: https://issek.hse.ru/data/2017/11/14/1161223955/NTI_N_73_15112017.pdf (дата обращения: 01.03.2019).
3. Исследование Росстата «Деловая активность организаций в России в октябре 2018 года». URL: http://www.gks.ru/bgd/free/b04_03/lssWWW.exe/Stg/d01/212.htm (дата обращения: 01.03.2019).
4. План мероприятий по ускорению темпов роста инвестиций в основной капитал и повышению до 25 процентов их доли в валовом внутреннем продукте, одобренный на заседании Правительства РФ 12 июля 2018 г. URL: <http://economy.gov.ru/wps/wcm/connect/d8ec2401-af12-40be-80be-ee4986139f19/plan25.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=d8ec2401-af12-40be-80be-ee4986139f19> (дата обращения: 01.03.2019).
5. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2019 год и период 2020 и 2021 годов. URL: [http://www.cbr.ru/Content/Document/File/48125/on_2019\(2020-2021\).pdf](http://www.cbr.ru/Content/Document/File/48125/on_2019(2020-2021).pdf) (дата обращения: 01.03.2019).
6. Дробышевский С.М., Трунин П.В., Божечкова А.В., Синельникова-Мурылева Е.В. Влияние ставок процента на экономический рост // Деньги и кредит. 2016. № 9. С. 29–40.
7. Tobin J. Money and economic growth // *Econometrica: Journal of the Econometric Society*. 1965. Vol. 33. No. 4. Pp. 671–684.
8. Haavelmo T. A Study in the Theory of Investment. Chicago: The University of Chicago Press, 1960.
9. Jorgenson D. Papers and Proceedings of the Seventy-Fifth // *American Economic Review*. 1963. Vol. 53. No 2. Pp. 247–259.
10. Tobin J. A general equilibrium approach to monetary theory // *Money Credit Bank*. 1969. Vol. 1. No. 1. Pp. 15–29.
11. Wickens M. Macroeconomic Theory: A Dynamic General Equilibrium Approach. Princeton University Press, 2008.
12. Kydland F.E., Prescott E.C. Time to build and aggregate fluctuations // *Econometrica: Journal of the Econometric Society*. 1982. Pp. 1345–1370.
13. Hansen G. Invisible Labor and the Business Cycle // *Journal of Monetary Economics*. 1985. No. 16. Pp. 309–327.
14. King R., Watson M. Money, prices, interest rates and the business cycle // *The Review of Economics and statistics*. 1996. Pp. 35–53.
15. Lucas R.E. An equilibrium model of the business cycle // *The Journal of Political Economy*. 1975. Vol. 83. No. 6. Pp. 1113–1144.
16. Tobin J., Brainard W.C. Asset markets and the cost of capital. // In: *Economic Progress, Private Values, and Public Economic Journal*. Amsterdam, 1977. Vol. 96. Pp. 235–262.
17. Fischer S. Anticipations and the Nonneutrality of Money // *The Journal of Political Economy*. 1979. Vol. 87. No. 2. Pp. 225–252.
18. Fuerst T.S. Monetary and Financial Interactions in the Business Cycle // *Journal of Money, Credit, and Banking*. 1992. Vol. 27. No. 4. Pp. 1321–1338.
19. Alvarez F., Atkeson A., Kehoe P.J. Money, Interest Rates, and Exchange Rates with Endogenously Segmented Markets // *Journal of Political Economy*. 2002. Vol. 110. No. 1. Pp. 73–112.
20. Шестаков Д.Е. Канал издержек денежно-кредитной трансмиссии в российской экономике // Деньги и кредит. 2017. № 9. С. 38–47.
21. A World Bank Group Flagship Report. Global Economic Prospects. Divergences and Risks. 2016, June. P. 110. URL: <http://pubdocs.worldbank.org/en/842861463605615468/Global-Economic-Prospects-June-2016-Divergences-and-risks.pdf> (accesed: 01.03.2019).
22. Блинов С. Количественное смягчение: русский вариант. URL: <https://stolypinsky-club.ru/2018/11/15/количественное-смягчение-русский-ва/> (дата обращения: 01.03.2019).
23. Аганбегян А.Г., Ершов М.В. О связи денежно-кредитной и промышленной политики в деятельности банковской системы России // Деньги и кредит. 2013. № 6. С. 3–11.
24. Ершов М.В. 10 лет после глобального кризиса. Риски и перспективы // Вопросы экономики. 2019. № 1. С. 37–53.
25. Борзых О.А., Могилат А.Н. Монетарный анализ: альтернативный взгляд на трансмиссионный механизм в российской экономике // Деньги и кредит. 2017. № 9. С. 48–54.
26. Могилат А.Н. Обзор основных каналов трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики и инструментов их анализа в Банке России // Деньги и кредит. 2017. № 9. С. 3–9.