

# ИСПОЛЬЗОВАНИЕ СЧЕТОВ ЭСКРОУ И ЦЕЛЕВОЙ ПРОЕКТНОЙ ЭМИССИИ КАК НЕИНФЛЯЦИОННЫЙ СПОСОБ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ<sup>1</sup>

А. С. Галушка

А. К. Ниязметов

**Аннотация.** Статья посвящена вопросам выработки механизмов денежно-кредитной политики, направленной на ускоренный экономический рост России. Доказывается необходимость дифференцированного подхода к определению условий доступа к финансовым ресурсам для разных категорий участников экономических отношений. Для финансирования инвестиционных проектов предложено использовать механизм целевой проектной эмиссии с применением счетов эскроу. Особое внимание при этом уделено исключению рисков инфляции. Таким образом, механизм целевой проектной эмиссии позволяет создать в экономике дополнительный неинфляционный проектно-инвестиционный денежный канал, развивающий подход, положенный в основу современного многоканального трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Банка России.

**Ключевые слова:** проектная эмиссия, экономические задачи, инвестиционные проекты, счета эскроу.

## USING ESCROW ACCOUNTS AND TARGET PROJECT EMISSIONS AS A NON-INFLATIONARY METHOD OF FINANCING INVESTMENT PROJECTS

A. S. Galushka

A. K. Niyazmetov

**Abstract.** The article is devoted to the development of mechanisms for monetary policy aimed at accelerated economic growth in Russia. It proves the need for a differentiated approach to determining the conditions of access to financial resources for different categories of participants in economic relations. To finance investment projects, it was proposed to use the target project emission mechanism using escrow accounts. Particular attention is paid to the exclusion of risks of inflation. Thus, the target project issue mechanism allows creating an additional non-inflationary project and investment money channel in the economy, developing an approach underlying the modern multi-channel transmission mechanism of the monetary policy of the Bank of Russia.

**Keywords:** economic growth, Russian economy, money-credit policy, inflation, investment financing, project emission, Escrow account.

<sup>1</sup> Авторы выражают глубокую признательность П.М. Волкову, В.В. Герасченко, К.А. Дмитриеву, С.В. Качаеву, А.Н. Клепачу, П.И. Короткову, А.В. Крутикову, М.В. Кузовлеву, А.Н. Могилат, А.М. Осипову, С.Е. Прокофьеву, В.А. Фадееву, И.О. Щёголеву и Е.Л. Юрьеву за содержательные замечания и ценные советы в поиске решений затронутых в данной статье проблем.

## 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?

Возможен. **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 стран [2]. Средний уровень недогрузки 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%<sup>2</sup>, т.е. дополнительно более 5,2 трлн руб. ежегодно<sup>3</sup>.

## 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<sup>4</sup>).

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].

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 Росстата<sup>5</sup>, в 2017 г. в структуре источников финансирования в основной капитал банковские кредиты составляли всего **11,2%** (1 трлн 370 млрд руб.)<sup>6</sup>, 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.<sup>7</sup>, который не востребован экономикой страны на предлагаемых банками условиях по стоимости (процентные ставки по кредитам выше порога рентабельности большинства инвестпроектов) и срокам (источники формирования пассивов банков существенно короче, чем срок, на который нужны деньги для инвестиционных проектов).

В 2018 г. средняя процентная ставка по кредитам нефинансовому сектору в России составляла **9%**<sup>8</sup>, что в 2 – 2,5 раза выше, чем в Китае и США. Длительный период средняя процентная ставка по кредитамкратно превышает среднюю рентабельность проектов реального сектора экономики России.

<sup>2</sup> 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».

<sup>3</sup> Рассчитано авторами на основании данных Росстата за 2017 г.

<sup>4</sup> Федеральный закон от 29.11.2018 № 459-ФЗ «О федеральном бюджете на 2019 год и на плановый период 2020 и 2021 годов».

<sup>5</sup> Инвестиции в основной капитал в Российской Федерации по источникам финансирования. URL: [http://www.gks.ru/free\\_doc/new\\_site/business/invest/Inv-if.xls](http://www.gks.ru/free_doc/new_site/business/invest/Inv-if.xls) (дата обращения: 01.03.2019).

<sup>6</sup> 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.

<sup>7</sup> По данным Банка России по состоянию на 1 марта 2019 г. URL: [https://www.cbr.ru/hd\\_base/bliquidity/](https://www.cbr.ru/hd_base/bliquidity/) (дата обращения: 10.03.2019).

<sup>8</sup> По данным Банка России за 2018 год. URL: [https://www.cbr.ru/statistics/b\\_sector/loans\\_nonfin\\_18.xlsx](https://www.cbr.ru/statistics/b_sector/loans_nonfin_18.xlsx) (дата обращения: 01.03.2019).

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 в промышленности из числа уже подготовленных 3840 инвестиционных проектов на сумму 20,5 трлн руб. в течение 5 лет<sup>9</sup>, то есть в среднем 4,1 трлн руб. инвестиций в год (около 80% от требуемых 5,2 трлн руб. дополнительных инвестиций для ускоренного роста).

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 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 кредитованием спрос инвесторов более чувствителен к повышению процентных ставок вследствие имеющегося порога рентабельности проектов.

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]<sup>10</sup>;

«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 раздувает 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 оказывают 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 национальную экономику (аналогично применению антибиотика широкого действия без постановки точного диагноза).

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. увеличился на 4,9%<sup>11</sup>.

Таким образом, сдерживание роста предложения товаров отечественного производства и их замена иностранными товарами с сопутствующим ростом валютнообменных операций и снижением курса рубля нивелирует 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.

<sup>9</sup> Данные доклада рабочей группы Государственного совета РФ по вопросу развития промышленного потенциала регионов РФ (1 февраля 2018 г.).

<sup>10</sup> 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].

<sup>11</sup> Рассчитано на основании данных Росстата о товарной структуре импорта. URL: [http://www.gks.ru/free\\_doc/new\\_site/import-zam/3-1.xlsx](http://www.gks.ru/free_doc/new_site/import-zam/3-1.xlsx)(дата обращения: 01.03.2019).

В конечном счете такая **спираль сжатия национальной экономики** (производства и физического потребления) может привести к снижению эффективности трансмиссионного механизма Банка России до того 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 потребительские товары занимают более трети в товарных ресурсах розничной торговли<sup>12</sup>.

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.

Экономистами довольно часто высказывается мнение, что рецепт ускоренного роста заключается в количественном смягчении. Отдельные эксперты [22] считают, 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]. Практическая реализация такого подхода затруднена в силу ограниченного тремя годами срока действия бюджета и необходимости разграничения расходных обязательств между бюджетами разных уровней с учетом территориального распределения инвестиционных проектов и их масштаба. Кроме того, принцип общего (совокупного) покрытия расходов бюджетов, закрепленный в ст. 35 Бюджетного кодекса РФ, несет в себе прямые риски использования эмитированных средств не на инвестиционные цели, а на текущие нужды.

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.** Исходя из цели увеличения инвестиций на сумму более 5,2 трлн рублей ежегодно в рамках национальных проектов и государственных программ на конкурсной основе отбираются инвестиционные проекты.

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 Востоке<sup>13</sup>).

<sup>12</sup> Данные Росстата о доле импорта в объеме товарных ресурсов розничной торговли по Российской Федерации.

URL: [http://www.gks.ru/free\\_doc/new\\_site/import-zam/3-6.xlsx](http://www.gks.ru/free_doc/new_site/import-zam/3-6.xlsx) (дата обращения: 01.03.2019).

<sup>13</sup> 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).

В рамках поддержки отобранных по этой методике инвестпроектов из федерального бюджета напрямую инвесторам предоставлено 24,0 млрд. руб., что позволило привлечь 203,2 млрд. руб. частных инвестиций, создать 9,1 тыс. новых рабочих мест. Запущены такие крупные производства как горно-обогатительный комбинат на базе Наталкинского золоторудного месторождения в Магаданской области, Тарынский горно-обогатительный комбинат, алмазодобывающее предприятие на новом месторождении Верхне-Мунского рудного поля в Республике Саха (Якутия).

Дополнительным критерием может являться использование в проекте технологий, соответствующих перечню критических технологий, утвержденных Указом Президента РФ от 07.07.2011 №899.

Отметим, что также возможен вариант, когда отбор проектов осуществляется коммерческими банками в рамках стандартных процедур проектного финансирования.

**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 целях снижения инфляционных рисков за счет ограничения поступления дополнительного объема денег на потребительский и валютный рынки<sup>14</sup>.

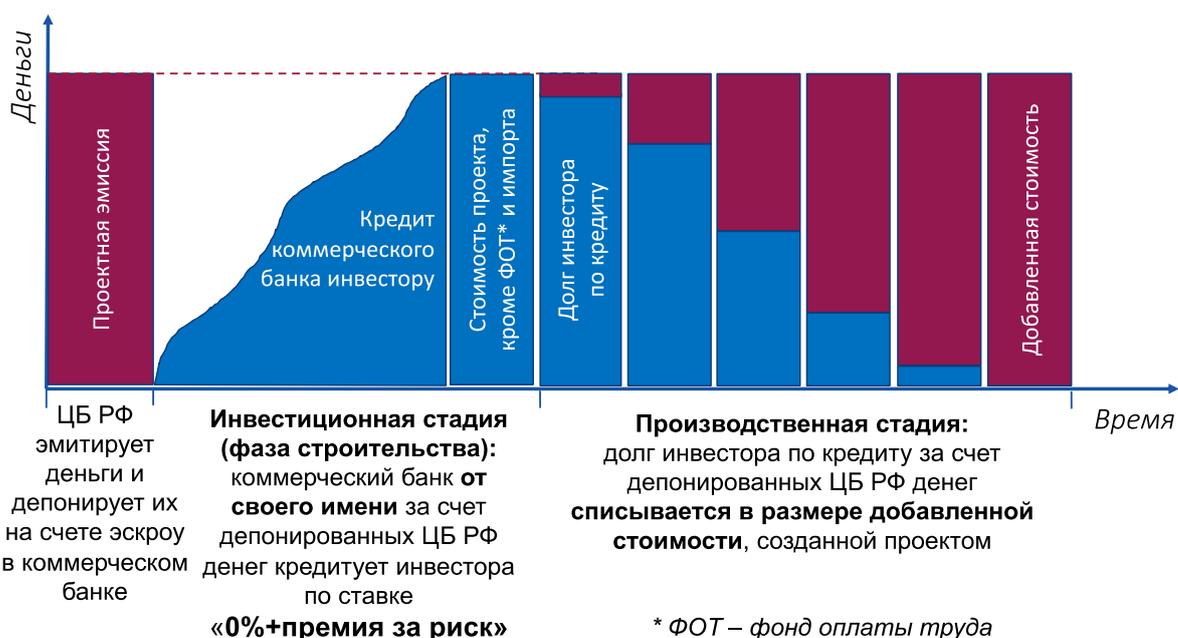
На средства, размещенные на счете эскроу, не начисляются проценты и не обращаются взыскания.

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 инвестпроекта 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%, который является приемлемым для подавляющего большинства инвестпроектов.

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. Такая практика уже хорошо зарекомендовала себя в рамках гособоронзаказа и 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.



<sup>14</sup> 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](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](http://www.gks.ru/free_doc/new_site/vvp/tri-2015.xlsx) (дата обращения: 01.03.2019).

**Пятое.** При достижении планируемых результатов по условиям специнвестконтракта – запуске нового производства – происходит погашение основного долга инвестора по кредиту перед коммерческим банком (в размере созданной добавленной стоимости) за счет средств Банка России, задепонированных на счете эскроу (см. рис). Погашение 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 продолжают существовать на обычных условиях.

**Ключевая особенность** предлагаемого механизма состоит в **определении фактически реализуемых инвестиционных проектов в качестве канала эмиссии денег 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.

Следует отметить, что наряду со счетами эскроу могут быть использованы иные финансовые инструменты, реализующие принцип отлагательности финансирования до получения целевого результата (например, разновидности аккредитива). Однако это относится исключительно к технике реализации.

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.

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 включение 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 – включение 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 инфляцию<sup>15</sup>. Следовательно, такая эмиссия сама по себе является механизмом борьбы с инфляцией.

Как отмечается, «до определенного момента рост кредитования сопоставим 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 укладывается в общую логику международной практики по дифференциации условий получения и стоимости кредита в зависимости от приоритетов развития и цели использования.

Стоит отметить, что согласно государственной теории денег (Г. Кнапп [27], Ф. Бендиксен, австрийская экономическая школа), оказавшей сильное влияние на взгляды Дж. М. Кейнса, выделяется более 10 видов денег. При этом именно государство определяет, какие денежные инструменты какими функциями наделяются. Кейнс, характеризуя данную теорию, подчеркивал, что «деньги являются особенным творением государства» [28, р.4]. Современным развитием государственной теории денег является экономическая школа хартализма (Р. Рэй, М. Форстатер, С. Белл, Ч. Гудхарт и др.), согласно которой деньги возникают в результате кредитно-долговых отношений между государством и экономическими агентами.

Таким образом, работа с реальными экономическими задачами требует применения лучшей международной практики и использования теоретических решений, адекватных сути этих задач.

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 со-

<sup>15</sup> Данный вывод подтверждается мнением, изложенным в статье Борзых О.А., Могилат А.Н. [25, с. 51-52].

зданной Банком России денежной базы приходится 3,5 руб. денежной массы, эмитированной коммерческими банками<sup>16</sup>. 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 многоканального трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики Банка России.

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

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Данные Организации экономического сотрудничества и развития. Level of GDP per capita and productivity. URL: [https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=PDB\\_LV](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](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/IssWWW.exe/Stg/d01/212.htm](http://www.gks.ru/bgd/free/b04_03/IssWWW.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. № 4. P. 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. № 2. P. 247 – 259.
10. Tobin J. A general equilibrium approach to monetary theory // *Money Credit Bank*. 1969. Vol. 1. №1. P. 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. P. 1345 – 1370.
13. Hansen G. Invisible Labor and the Business Cycle // *Journal of Monetary Economics*. 1985. Nov. №16. P. 309 – 327.
14. King R., Watson M. Money, prices, interest rates and the business cycle // *The Review of Economics and statistics*. 1996. P. 35 – 53.
15. Lucas R. E. An equilibrium model of the business cycle // *The Journal of Political Economy*. 1975. Vol. 83. № 6. P. 1113 – 1144.

<sup>16</sup> 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/](http://www.cbr.ru/hd_base/mb_nd/mb_nd_month/) (дата обращения: 10.03.2019).

Денежная масса M2 – 45721,8 млрд руб. URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?PrId=ms> (дата обращения: 10.03.2019).

На 1 руб. денежной базы приходится 4,5 руб. денежной массы M2.

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. P. 235 – 262.
17. *Fischer S.* Anticipations and the Nonneutrality of Money // *The Journal of Political Economy*. 1979. Vol. 87. № 2, P. 225 – 252.
18. *Fuerst T. S.* Monetary and Financial Interactions in the Business Cycle // *Journal of Money, Credit, and Banking*. 1992. Vol. 27. №. 4. P. 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. №1. P. 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> (дата обращения: 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*. 2018. №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.
27. *Knapp G. F.* (1905) *Staatliche Theorie des Geldes*. Leipzig.
28. *Keynes J. M.* ([1930] 2011) *A Treatise on Money*, In two volumes. Martino Publishing, Mansfield Center, CT. New York.

**Статья опубликована в журнале «Финансы» №3 (март) 2019 года.**