

УДК 336.1

Макроэкономический анализ системы регулирования финансового рынка в России

Д-р экон. наук **Никифорова В.Д.** ver.niko2011@yandex.ru

г. Москва, Финансовый университет при Правительстве РФ Санкт-Петербургский филиал
197198, Россия, г. Санкт-Петербург, ул. Съезжинская, д. 15

В статье анализируются научные взгляды на проблему экономического роста в России на основе обеспечения финансовой стабилизации. Автор раскрывает значение и закономерности использования различных инструментов финансового рынка: валютных, фондовых, кредитных, бюджетных. Особое внимание уделяется анализу динамики денежных компонентов экономического развития, оценке уровня достаточности денежного предложения реальному сектору экономики для осуществления инвестиций. В статье анализируются теория и практика таргетирования инфляции в России и за рубежом, раскрываются особенности и трудности применения этого инструмента в развивающихся странах, а также негативные последствия для экономики денежно-кредитной политики центрального банка, направленной на сужение денежной массы на основе высоких процентных ставок, особенно в кризисный период экономического развития страны. Автор обосновывает ряд рекомендаций для стимулирования инвестиционного процесса в стране, предлагает активнее использовать государственное субсидирование процентных ставок по национально значимым направлениям кредитования реального сектора экономики. В статье аргументируются целесообразность применения Банком России 3-х уровневой системы рефинансирования, активизации операций по учету векселей, операций на открытом рынке, введения дифференцированной системы требований обязательного резервирования в зависимости от длительности депозитных вкладов и ряд других рекомендаций.

Ключевые слова: финансовый рынок, денежно-кредитное регулирование, банковская система, экономический рост.

Macroeconomic analysis of the regulatory system the financial market in Russia

D.Sc., Professor, **Nikiforova V.D.** ver.niko2011@yandex.ru

Mr., Financial University under the government of the Russian Federation (Moscow)

St. Petersburg branch

15 Sheshinskaya Str., St. Petersburg, 197198, Russia

The article analyzes the scientific views on the problem of economic growth in Russia on the basis of ensuring financial stability. The author reveals the significance and patterns of use of different instruments of financial markets: Forex, equities, credit, budgetary. Special attention is paid to the analysis of the dynamics of the cash component of economic development, assessment of adequacy of money supply to the real economy for investment. The article analyzes the theory and practice of inflation targeting in Russia and abroad, the peculiarities and difficulties of this tool in developing countries, as well as negative consequences for the economy monetary policy of the Central Bank aimed at constriction of the money supply on the basis of high interest rates, especially in the crisis period of economic development of the country. The author substantiates a number of recommendations to stimulate the investment process in the country, has greater use of public subsidies to cover interest on the national significance of crediting of real sector of

economy. The article reasoned expediency of the Bank of Russia 3-tier system of refinancing, the activation records of bills, open market operations, the introduction of a differentiated system requirements compulsory redundancy depending on the duration of deposits and the number of other recommendations.

Keywords: financial market, monetary management, banking system, economic growth.

Формирование в России модели регулирования финансового рынка в условиях, сопряженных с мировым финансовым кризисом, ознаменовалось передачей Центральному банку страны функций мега-регулирования финансового рынка. Мировой опыт раскрывает различные модели надзора за финансовыми рынками в разных странах, в отношении которых находятся весовые преимущества и трудности в использовании, и которые являются воплощением собственного пути построения системы регулирования финансового рынка в той или иной стране [1]. Высокая степень переплетения функций и операций на этом рынке, сопровождающаяся тенденцией к универсализации финансово-кредитных институтов, формируют экономические основы для создания мегарегулятора, как единого органа регулирования финансового рынка. Среди факторов, стимулирующих переход к системе интегрированного финансового регулирования, можно отметить также повышение роли небанковских финансовых институтов и увеличение их кооперации с банковским сектором, общие черты процедуры лицензирования, надзора и регулирования различных финансовых компаний, и т.п.

Передача Банку России функций надзора и регулирования финансового рынка осуществлена в увязке с расширением его задач и функций в соответствии с ФЗ РФ № 251-ФЗ от 23.07.2013 г., направленных на развитие и обеспечение стабильности финансового рынка. Решение задачи финансовой стабилизации потребует от мегарегулятора создание условий для будущего экономического роста. Однако, использование только инструментов монетарного характера, на наш взгляд, явно недостаточно для решения новых задач, поставленных перед центральным банком страны. Это обусловлено тем, что финансовая стабилизация зависит не только от снижения темпов инфляции, оттока капитала, уровня ставки банковского процента, но и от преодоления бюджетного кризиса, дезинтеграции сферы производства и сферы обращения, ситуации со сбережениями, которые должны сыграть немаловажную роль в инвестиционном процессе. В этих условиях многое зависит от эффективности взаимодействия Банка России и правительства РФ в разработке и проведении политики развития и обеспечения стабильности функционирования финансового рынка страны [2].

Как показал анализ, формирование денежного, кредитного, валютного, фондового сегментов финансового рынка в России носит динамичный и противоречивый характер. За короткий срок в стране одновременно с процессом приватизации государственной собственности была создана банковская система на основе акционерных коммерческих банков, которые активно участвуют в становлении рыночной экономики в стране. Постепенно сформировался фондовый рынок, «заработал» валютный рынок и российский рубль стал свободно конвертироваться на территории страны и СНГ. Российское правительство и российские компании, банки вышли на мировой рынок капитала в целях привлечения необходимых финансовых ресурсов. Внутренний фондовый рынок, изначально в секторе государственных ценных бумаг, был открыт для зарубежных инвесторов, у которых эти бумаги пользовались особой популярностью, поскольку отличались высокой доходностью и считались наименее рискованными. Все это создало условия для включения российского финансового рынка в мировой рынок [3].

Развитие интеграционных процессов обусловило тенденцию роста конъюнктуры рынка акций российских компаний, рынка государственных ценных бумаг, без соответствующего изменения положения дел в реальном секторе экономики. Ежегодный отток капитала, как правило, превышал приток иностранного капитала. В стране усиливалась зависимость национальной финансовой системы от мировой, от поведения участников финансового рынка, преследующих спекулятивные цели. Мировой финансовый кризис 2008 г., а также система экономических санкций, последовавшая в 2014 г., существенно отразились на уровне капитализации российского финансового рынка, особенно рынка акций. В этих

условиях возрастала доля кредитного сегмента финансового рынка и роль банковского сектора в национальной экономике.

Формирование банковской (континентально-европейской) модели финансового рынка в России явилось закономерным результатом, характерным для развивающихся стран с невысоким душевым уровнем ВВП, недостаточным уровнем капитализации НПФ, страховых компаний, ИФ. В этой модели основными посредниками выступают депозитные институты, концентрирующие основные потоки сбережений и инвестиций в экономику и содействующие экономическому росту за счет накопления капитала [4]. Денежными компонентами экономического развития становятся достаточность количества денег потребностям хозяйственного оборота, оцениваемая на основе показателей монетизации ВВП по агрегату М2 и денежной базе, а также динамика предложения денег и ее синхронность с темпами экономического роста, оцениваемая на основе показателей темпов роста денежной массы и темпов роста ВВП, скорости обращения денег.

Таблица 1

Динамика показателей денежной массы и денежной базы во взаимосвязи с ВВП¹

Показатели	1998	2000	2004	2008	2011	2013
1. Денежная база к ВВП, %	9,8	9,0	14,0	13,5	15,8	15,7
2. Доля наличных денег в совокупной денежной массе, %	41	36	35	29	24	22
3. Темпы прироста ВВП в ценах 1990 г., %	- 5,5	10	7,2	5,2	4,3	1,3
4. Годовой прирост денежной базы к ВВП, %	x	4	2,7	0,2	0,8	- 0,1
5. Коэффициент мультипликации, (ден.масса М2/ден.база)	1,8	1,6	1,8	2,3	2,8	3
6. Коэффициент монетизации, % (ден.масса М2/ВВП)	17,2	15,7	25,5	31,4	44,9	47,1

Как свидетельствуют показатели из таблицы 1, банковская система России недостаточно обеспечивает денежными средствами потребности хозяйственного оборота для инвестиций. Причинами низкого значения денежного мультипликатора в определенной мере явились избыточные (до 20%) добровольные ликвидные активы в совокупных банковских активах, а также политика Банка России поддержки неликвидных банков на основе рефинансирования. При пороговом значении коэффициента монетизации 60% (с точки зрения экономической безопасности по расчетам академика Сенчагова В.К.) фактическое значение этого показателя не превышает 50% [5]. Низкая монетизация ведет к неудовлетворению инвестиционного спроса и торможению экономического роста, усилению зависимости экономики от коротких инвестиций, завышенной цене денег в экономике, низкой капитализации банков и др. институтов финансового рынка, ухода ликвидности на внешние финансовые рынки, и т.п.

Конечно, искусственно повысить показатель монетизации невозможно. Для обеспечения его роста необходимы определенные макроэкономические предпосылки, не стимулирующие инфляционный рост, среди которых можно отметить следующие:

- рост кредитной активности банков в инновационные инвестиционные проекты;
- укрепление национальной валюты и рост депозитной базы в рублях;

¹ Рассчитано автором по данным Банка России и Госкомстата России: www.cbr.ru и www.gcs.ru

- увеличение доли безналичных денег, расчетов платежными картами, денежного мультипликатора.

Можно утверждать, что чем выше уровень монетизации (индикатор финансовой глубины), тем значительно больше может быть капитализация рынка акций. А чем больше экономика насыщена деньгами на единицу экономического оборота, тем в большей мере она заполнена кредитами, облигациями, коммерческими бумагами, лизинговым финансированием и другими долговыми инструментами. При этом цена денег (процент) становится ниже.

Переход Банка России к инфляционному таргетированию, по мнению ряда отечественных исследователей, возможно, позволит, снижая уровень инфляции, добиться экономической стабильности, но не экономического роста. Об этом свидетельствует опыт Японии и других стран, где инфляция находится на нулевых уровнях, экономика суперстабильна, при этом рост ВВП незначителен [6]. Это связано с тем, что при инфляционном таргетировании центральный банк нацелен в большей мере на темпы прироста денежной массы, ставку процента, величину валютного курса, индекс цен, и др. промежуточные цели денежно-кредитной политики, а не на таргетирование валовых инвестиций в основные фонды компаний и темпы прироста ВВП.

Однако, если причиной инфляции выступают не темпы роста денежной массы, а факторы немонетарного характера, такие как низкая производительность труда, высокая монополизация внутреннего рынка и т.п., политика инфляционного таргетирования оказывается сильно уязвимой перед внешними факторами, к числу которых относится, к примеру, конъюнктура мирового рынка энергоносителей. На инфляцию, вызванную такими факторами, у Банка России немного рычагов воздействия. Можно согласиться с экономистами, что слабый рубль выгоден только экспортерам, а для внутреннего экономического роста нужны низкая инфляция и стабильная национальная валюта. Девальвация рубля отражается на прямых инвестициях в реальный сектор экономики, не способная вызвать рост производства, а, более вероятно, что приведет к замедлению экономического развития за счет уменьшения притока в страну иностранных инвестиций и технологий [7].

В то же время, вряд ли стоит рассматривать снижение инфляции как предварительное условие обеспечения экономического роста инновационного направления. Банку России совместно с Правительством РФ важно совместно использовать весь спектр инструментов регулирования финансового рынка для стимулирования национальной экономики, среди которых таргетирование инфляции занимает не столь значимое место. По мнению монетариста Фридмена, ценовые ориентиры приносят вред, и тем больший, чем более честно в них верить [8]. Кейнсианцы, в свою очередь, относятся к инфляции к постоянной спутнице рыночной экономики, полагая, что главное, чтобы заработная плата, цены и прибыль возрастали бы все вместе в той же пропорции, что и расходы. «Истинная» инфляция – это та, которая не является следствием экономического роста. Поэтому, экономику, находящуюся на подъеме не следует «охлаждать» высокими процентными ставками только для того, чтобы уложиться в отведенный монетарными властями диапазон роста цен [9].

Несмотря на общерасхожее мнение о том, что Банк России придерживается монетаристских взглядов в проведении своей денежно-кредитной политики, ряд отечественных исследователей-экономистов полагают, что национальная экономика в большей мере описывается кейнсианской парадигмой, чем монетаристской. Опыт зарубежных стран чаще свидетельствует, что переход к инфляционному таргетированию не ведет к ускорению экономического роста. Такая тенденция проявляется себя как в странах с развитой рыночной экономикой, так и в развивающихся странах. Причем, экономический базис промышленно развитых и развивающихся стран различен. Первые не нуждаются в коренном обновлении основных фондов промышленных компаний. Что касается развивающихся стран, то им важнее сосредоточиться на росте производительности труда и реальных инвестиций, а не инфляционном таргетировании, которое может улучшить макроэкономические показатели страны только в краткосрочном периоде [10].

Мы разделяем взгляды исследователей на переход Центрального банка России к таргетированию реального ВВП (экономического роста), рассматривая его как более сложный, высокий уровень таргетирования, использующий все трансмиссионные каналы: денежный, валютный, кредитный и бюджетный. Для того, чтобы задействовать все эти каналы необходимо, прежде всего, снизить ключевую процентную ставку, которая сегодня выступает новым инструментом денежно-кредитной политики Банка России. Постепенное ее снижение до 14,5% годовых пока не может дать ощутимых результатов в условиях низкой рентабельности активов отраслей по производству машин и оборудования (4-8%). В то же время в отраслях добычи полезных ископаемых данный показатель рентабельности достигает 17-18%, что отчасти является следствием присвоения монопольной ренты и отсутствия механизма ее изъятия государством в пользу общества.

По данным Росстата и расчетам Центра развития НИУ «ВШЭ» падение валютного курса рубля способно отразиться на рентабельности обрабатывающего сектора экономики, особенно, компаний машиностроительного и текстильного производства, которые могут оказаться на грани убыточности.

Таблица 2

Влияние валютного курса на рентабельность производства²

Подотрасли обрабатывающей промышленности	Доля импорта, %	Рентабельность, %	Валютный курс при нулевой рентабельности, руб./коп.
1. Производство пищевых продуктов	10,8	9,4	60,6
2. Текстильное и швейное производство	12,7	6,6	48,2
3. Деревообрабатывающая промышленность	4,3	4,6	65,8
4. Целлюлозно-бумажная и полиграфическая промышленность	9,6	7,2	56,1
5. Химическое производство	8,5	17,3	107,2
6. Производство резиновых и пластмассовых изделий	17,9	6,4	42,8
7. Производство стройматериалов	6,0	8,1	76,8
8. Metallургическое производство	5,1	10,2	99,6
9. Производство машин и оборудования	15,3	4,6	40,9
10. Производство электрического и электронного оборудования	14,7	7,7	48,7
11. Производство транспортных средств и оборудования	28,3	4,0	35,7

Девальвация рубля и высокая ключевая ставка явились отражением негативных процессов, происходящих в национальной экономике, усилению которых способствовали российско-украинский конфликт, нестабильность на внутреннем финансовом рынке, возросший отток капитала из страны, экономические санкции, введенные западными странами и США. «Замораживание» сложившейся ситуации, на наш взгляд, может привести к дальнейшему снижению темпов экономического роста в стране и прибылей в корпоративном секторе, росту цен на потребительском рынке вместе со снижением курса руб-

² Росстат, расчеты Института «Центр развития» НИУ ВШЭ.

ля, возможно, к повышению уровня целевой инфляции под влиянием оттока капитала и других негативных факторов [11].

Изменение данной ситуации, возможно, за счет расширения денежного предложения на основе кредитования реального сектора экономики и розничного кредитования. Рост потребительского спроса за счет розничного кредитования является позитивным фактором экономического роста, однако, потенциал этого фактора ограничен в условиях увеличения объемов просроченных ссуд, снижения реальной заработной платы под влиянием «замораживания» заработной платы и ожидаемого роста цен на потребительском рынке. К позитивным факторам можно отнести также проведение политики деофшоризации с предоставлением господдержки для бизнеса, амнистия капитала для возвращения в страну, органическое роста тарифов естественных монополий, введение ограничений Банком России для коммерческих банков на проведение спекулятивных операций за счет средств вкладчиков и т.п.

Важным направлением в решении задач экономического роста продолжает оставаться укрепление роли банков в обеспечении инвестиционных процессов в реальном секторе экономики [12]. При значительной доле краткосрочных депозитов банковскому сектору сложно изменить положение в экономике по трансформации сбережений в инвестиции. Наряду с этим отмечается снижение уровня достаточности капитала в банковской сфере, хотя в целом в начале 2014 г. достаточность капитала банковской системы России в среднем составляла 13% при минимальном уровне в 10%. Снижается также рентабельность капитала и растет число убыточных кредитных организаций.

Таблица 3

Достаточности капитала и убыточность кредитных организаций, %³

Показатели	01.01.2013	01.01.2014	01.01.2015
1. Достаточность капитала Н1.0	12	13	12
2. Удельный вес кредитных организаций, имевших убыток, в общем количестве действующих кредитных организаций, %	5,8	9,5	15,1

Таблица 4

Рентабельность капитала кредитных организаций, %⁴

Показатели	01.07.2014	01.01.2015	01.02.2015
1. Рентабельность капитала - всего	13,6	12	6
В т.ч. по группам кредитных организаций, ранжированным по величине активов (убыванию)			
Первые 5	16,8	15	11
С 6-й по 20-ю	11,6	13	8
С 21-й по 50-ю	9,2	3	-19
С 51-й по 200-ю	11,6	8	4
С 201-й по 500-ю	9,6	8	8
С 501-й	7,9	11	10

³ По данным Банка России: www.cbr.ru

⁴ По данным Банка России: www.cbr.ru

В целом банковская система демонстрирует рост объемов кредитования, но при этом отмечается снижение доли кредитования нефинансового сектора экономики и увеличение доли кредитов, выданных физическим лицам на потребительские и иные цели. Это происходит на фоне снижения доли просроченных ссуд компаниями реального сектора экономики и роста данного показателя по кредитам, выданным физическим лицам, что свидетельствует о структурных изменениях в кредитном портфеле банков. И хотя, по оценкам отдельных исследователей, удельный вес просроченной задолженности в общем объеме выданных кредитов сократился [13], доля просроченной задолженности по потребительским кредитам растет. По состоянию на 01.03.2015 г. она составила по данным Банка России около 9% в объеме кредитования физических лиц.

Таблица 5

Общая характеристика кредитного портфеля банковского сектора⁵

Показатели	01.01.2012	01.01.2013	01.01.2014	01.01.2015
1. Доля кредитов нефинансовому сектору в общей сумме активов, %	44,2	42,2	41,2	38,0
3. Просроченные ссуды в общей сумме выданных кредитов нефинансовому сектору, %	4,5	4,5	4,0	нет данных
4. Доля кредитов физическим лицам в общей сумме активов, %	13,3	15,6	17,3	14,6
5. Просроченные ссуды в общей сумме выданных кредитов физическим лицам, %	5,2	4,1	4,4	7,9

В этой связи следует отметить, что для обеспечения экономического роста и определенного уровня инвестиций Банку России важно на более высоком уровне поддерживать всеми имеющимися инструментами инвестиционную активность коммерческих банков в отношении, прежде всего, реального сектора экономики. Для этого необходимо снижать ставку кредита, используемую для рефинансирования банковской системы, и увеличивать сроки рефинансирования [14]. По нашим оценкам, несмотря на значительные объемы централизованных кредитов (примерно 30-40 млрд. руб. в год) их доля к пассивам банков не превышала 3% (исключение 2009 г.) и представлена на 98% внутрисрочными кредитами. При этом за последние годы возросли чистые иностранные активы и уменьшились чистые внутренние активы, характеризующие использование центральным банком кредитного канала обеспечения экономики деньгами, вследствие замедления темпов роста денежной базы.

Сегодня практически не используется Банком России такой инструмент рефинансирования, как операции по учету векселей. Вместо учета векселей более широко применяется кредитование под залог векселей коммерческих банков. Объемы данного вида кредитования стали существенно возрастать с 2013 г. и по состоянию на 01.01.2015 г. составили 4427 млрд. руб. (рост почти в 7 раз по сравнению с 01.01.2013 г.) или 19,5% в общей сумме активных операций Банка России. Нам представляется, что было бы целесообразным по мере снижения рисков в банковской сфере расширять использование операций по учету векселей коммерческих банков, что не только расширило бы арсенал инструментов рефинансирования для центрального банка, но позволило бы сделать учетную ставку важнейшим индикатором денежного рынка.

⁵ Рассчитано автором по данным Банка России

Отказ Банка России от выпуска собственных облигаций с 2011 г., от активного использования операций на открытом рынке, на наш взгляд, не позволяет эффективно использовать бюджетный канал предложения денег национальной экономике. Покупка Банком России правительственных ценных бумаг из года в год не увеличивается, находится примерно на одном и том же уровне 300-400 млрд. руб. с 2008 г. Более того, правительство РФ стало чистым кредитором Банка России, размещая на счетах в центральном банке средства в объеме, превышающем более чем в 20 раз объемы вложений мегарегулятора в правительственные ценные бумаги (на 01.01.2015 г.). Как известно, сделки репо под ставку 14-15% годовых преимущественно на 1-7 дней используются для регулирования краткосрочной ликвидности коммерческих банков и не решают задачи формирования у них длинных пассивов. Между тем, одним из возможных условий решения этой задачи мог бы стать выпуск государственных инфраструктурных облигаций, инвестором которых выступает Банк России, если это предусмотрено ФЗ РФ о федеральном бюджете. Не менее существенным моментом в деле регулирования денежного предложения может стать возрождение в банковском секторе института первичных дилеров.

Что касается вмешательства Банка России в процесс валютного курсообразования и связанным с ним поступлением денег непосредственно в хозяйственный оборот, то здесь увеличение денежного предложения происходит, как правило, в связи с притоком иностранной валюты, а не в соответствии с потребностями оборота. Активное использование валютного канала предложения денег экономике обусловлено устойчивым положительным сальдо торгового баланса страны. Поэтому в случае избыточного предложения иностранной валюты и чрезмерной эмиссии денег центральный банк вынужден осуществлять кредитную рестрикцию, что оказывает негативное влияние на экономический рост вследствие ограничения кредитов коммерческим банкам. Для уменьшения зависимости предложения денег национальной экономике от потоков иностранной валюты важно расширять участие Банка России в прямом кредитовании государственного долга, в использовании кредитного канала рефинансирования банковского сектора. С другой стороны, нужно стимулировать импорт в страну высоко технологичного оборудования, инноваций, иностранных инвестиций неспекулятивного характера [15].

Повышение инвестиционной активности банковской системы возможно за счет отмены требований обязательного резервирования по срочным депозитам в банках на срок более 1 года, увеличения и дифференциации страхового возмещения по вкладам в зависимости от срока хранения (допустим, по вкладам 2, 3 и 5 лет), введения 3-х уровневой системы рефинансирования:

1-й – для регулирования текущей банковской ликвидности (до 1 г.), 2-й – для пополнения ресурсной базы банков (от 1 г. до 3-х лет), 3-й – для насыщения банков «длинными» деньгами и использования на инвестиционные проекты. Для расширения бюджетного канала предложения денег возможны следующие мероприятия: во-первых, расширение государственно-частного партнерства и рост дефицита бюджета на цели инновационного развития национальной экономики, во-вторых, снятие ограничений на участие Банка России в качестве инвестора на первичном рынке государственных облигаций, в-третьих, расширение практики использования государственных долгосрочных облигаций для целей рефинансирования банков. Долгосрочное инвестиционное рефинансирование, основанное на предоставлении централизованных ресурсов на срок свыше трех лет, может базироваться на использовании такого инструмента, как долгосрочные субординированные облигационные займы коммерческих банков.

Список литературы

1. *Сергеева И.Г.* Влияние глобального кризиса на предпринимательскую деятельность финансовых посредников на развивающихся рынках // Экономика и экологический менеджмент. 2011, №1.
2. *Никифорова В.Д., Валахов Д.Д., Никифоров А.А.* Российская экономика и ее институты: прошлое и настоящее. СПб.: Нестор История, 2013.

3. *Никифорова В.Д.* Российские финансовые рынки в мировой экономике// Банковские системы Польши и России: пути взаимодействия и сотрудничества/ под ред. А.С. Селищева. – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2011.
4. *Василенок В.Л., Никифорова В.Д., Сергеева И.Г.* Современные направления развития институтов коллективного инвестирования. – Санкт-Петербург: изд-во Института бизнеса и права, 2011.
5. *Экономическая безопасность России/* Под ред. акад. Сенчагова В.К. – М.: Бинوم. Лаборатория знаний, 2012.
6. *Иванченко И.С.* Таргетирование экономического роста//Финансы и кредит. – 2013. – № 11(539). – С. 21 -29.
7. *Улюкаев А.В., Куликов М.В.* Денежно-кредитная политика на этапе инвестиционного развития экономики//Деньги и кредит. – 2008. – № 5. – С. 3-7.
8. *Фридмен М.* Если бы деньги заговорили /пер. с англ. 2-е изд. М.: Дело, 2002. – С 126.
9. *Кейнс Дж.М.* Общая теория занятости, процента и денег. – М.: Гелиос АРС, 1999. – С. 270-297.
10. *Кроливецкая В.Э.* Деньги как фактор экономического роста: теория и практика. – СПб.: Алетейя, 2014.
11. *Сергеева И.Г.* Взаимодействие финансового и реального секторов экономики в посткризисном мире // Экономика и экологический менеджмент. 2012, №1.
12. *Никифоров А.А.* Анализ инвестиционных процессов в российской экономике// Научный журнал НИУ ИТМО. Серия: «Экономика и экологический менеджмент». 2014. № 2. С. 2.
13. *Лаврушин О.И.* Особенности и направления развития кредита в экономике России// Банковское дело. – 2011. – № 3.
14. *Хейфец Б.А.* Долговая политика России на фоне глобального долгового кризиса// Вопросы экономики. – 2012 . № 3.
15. *Сменковский В.Н.* К проблеме ускорения экономического роста в России// Деньги и кредит. – 2012 . - № 1.

Статья поступила в редакцию 12.05.2015 г.