

МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ФАКТОРЫ ФОРМИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОГО КЛИМАТА*

Юрий Константинович ЗАЙЦЕВ

кандидат экономических наук, старший научный сотрудник института прикладных экономических исследований,
Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации,
Москва, Российская Федерация
yuriy.zaitsev@gmail.com

История статьи:

Получена 07.04.2017

Получена в доработанном виде
19.04.2017

Одобрена 11.05.2017

Доступна онлайн 28.06.2017

УДК 338.22.01

JEL: E22, E60

<https://doi.org/10.24891/ea.16.6.1012>**Аннотация**

Предмет. В статье проводится анализ вклада макроэкономической политики в формирование инвестиционного климата. В частности, рассматривается вклад структурной политики в привлечение инвестиций в долгосрочном периоде.

Цели. Определение теоретической связи между ключевыми направлениями макроэкономической политики и их влиянием на приток инвестиций и вклад в формирование инвестиционного климата в национальной экономике. Среди задач исследования – определение влияния монетарной и фискальной политики на инвестиционный климат, характеристика роли обменного курса как фактора для оценки макроэкономической среды, выявление вклада структурной политики государства в привлечение инвестиций в национальную экономику.

Методология. В основу исследования были положены общенаучные методы логического и сравнительного анализа, методы статистического анализа.

Результаты. Проведенный анализ позволил определить ключевые факторы макроэкономической политики, задающие контуры инвестиционной среды. Регулирование этих факторов часто связано с решением тактических задач для стабилизации экономической системы и, как правило, не предполагает участия бизнес-сообщества. Тем не менее взаимодействие с частными инвесторами является системно важным при осуществлении структурной политики, которая имеет прямое влияние на результат макроэкономического регулирования. Результаты теоретического анализа могут быть использованы в учебном процессе, а также могут представлять интерес для органов исполнительной власти, ответственных за регулирование факторов инвестиционного климата и привлечение инвестиций в национальную экономику.

Выводы. В отличие от монетарной и фискальной политики, которые используются для решения тактических задач, структурная политика способствует решению более глубоких проблем. Проведение структурных реформ может повысить эффективность как фискальной, так и монетарной политики, и должно включать взаимодействие с инвесторами.

Ключевые слова: фискальная политика, монетарная политика, обменный курс, структурные реформы, инвестиционный климат

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2017

Введение

Одной из ключевых проблем политики укрепления инвестиционного климата является ее координация с фискальной и монетарной политикой. Такая проблема приобретает особое значение не только на национальном уровне, но и на международном в контексте роста конкуренции между транснациональными корпорациями и необходимости регулирования иностранных инвестиций, экспорта и импорта товаров и услуг национальными регуляторами. В связи с этим в системе макроэкономического регулирования усиливается также роль валютной и внешнеторговой политики.

Уровень стабильности макроэкономической ситуации определяет базовые условия для инвестиционной активности частного сектора, а параметры макроэкономической среды входят в качестве обязательных факторов оценки во многие международные системы рейтингов экономической конкурентоспособности стран и их инвестиционного климата. Макроэкономическая стабильность важна для работы как государства, так и бизнеса. К примеру, уровень государственного долга определяет возможности правительства формировать общественные блага, в то время как инфляция увеличивает операционные издержки компаний.

В авторском исследовании рассмотрены ключевые направления макроэкономического регулирования, такие как монетарная и фискальная политика, политика в отношении обменного курса, структурная политика, которые определяют условия для инвестиционной деятельности

* Статья подготовлена в рамках научно-исследовательской работы «Влияние обменных курсов и их волатильности на внешнюю торговлю России с учетом ее членства в ЕАЭС», выполненной в соответствии с государственным заданием Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации на 2017 г.

компаний. Основной акцент сделан на теоретических подходах к определению влияния данных направлений регулирования на инвестиционные потоки.

Теоретические подходы

Среди факторов инвестиционного климата, таких как политическая стабильность, развитие инфраструктуры, стоимость рабочей силы, уровень преступности, макроэкономические переменные часто играют ключевую роль в определении поведения инвесторов, формируя основные правила игры в экономике [1].

Макроэкономическая политика связана с реализацией монетарной и фискальной стратегий, которые в свою очередь тесно связаны друг с другом. В экономической литературе влияние макроэкономической политики на инвестиционный климат и на поведение инвесторов было отражено в неоклассических моделях инвестиций Д. Джоргенсона, в работах Ф. Модильяни и М. Миллера, Дж. Тобина [2], а формирование оптимального режима налогообложения как элемента фискальной политики – в работах Ф. Рамсея [3].

Для понимания воздействия макроэкономической политики на принятие инвестиционных решений уместно рассматривать взаимосвязь фискальной и монетарной политики. Так, устанавливаемые правила монетарной политики воздействуют на макроэкономическую ситуацию, которая, как следствие, отражается на фискальной политике [4].

К примеру, в одной из классических работ по макроэкономической политике канадский экономист, Нобелевский лауреат Р. Манделл [5] писал о том, что в ситуации отсутствия общего равновесия в экономике монетарная политика должна быть направлена на достижение внешних целей макроэкономического регулирования, в то время как фискальная – внутренних.

Однако результаты дальнейших исследований продемонстрировали неоднозначность такого утверждения. К примеру, рядом исследователей было установлено, что меры монетарной политики имеют более предсказуемое, сильное и быстрое воздействие, чем действие фискальной политики. Аргументом в пользу этого был установленный факт того, что уровень потребления связан в большей мере с монетарными, а не фискальными стимулами, что указывало в свою очередь на то, что монетарная политика оказывает большее

воздействие на определение временных параметров бизнес-циклов, в то время как фискальная политика влечет эффект вытеснения и инфляцию [6].

С формированием школы институциональной экономики было показано, что эффекты фискальной политики различаются между странами и зависят от их институциональных особенностей [7, 8]. В частности, было установлено, что повышение государственных расходов и изменение институциональных правил вытесняют частные инвестиции.

Более поздние исследования указывают на то, что в основе эффективной фискальной политики лежит подход, связанный с использованием фискального правила, которое может объяснить колебания фискального дефицита. По мнению Дж. Тэйлора, фискальный дефицит состоит из циклического и структурного компонентов. Так, использование фискальной политики позволяет решить проблемы колебания выпуска [9].

Перечисленные случаи показывают, каким образом макроэкономические факторы влияют на инвестиционные решения, а также на приток прямых иностранных инвестиций (ПИИ).

Однако на практике возможен и обратный эффект. При условии стабильной макроэкономической политики страны – реципиента инвестиций и достаточного уровня развития экономики, прямые иностранные инвестиции стимулируют привлечение новых технологий и ноу-хау, помогают формированию человеческого капитала, создают более конкурентную бизнес-среду, а также усиливают развитие предпринимательства, более социально ответственной корпоративной политики¹.

Фискальная политика

Основным фактором для инвестора в контексте фискальной политики государства является уровень налогового бремени, в том числе уровень налога на прибыль, который является одним из важнейших источников доходов государственного бюджета. Таким образом, при принятии инвестиционных решений существенную роль играет уровень налогообложения прибыли.

Макроэкономическая ситуация определяет выбор фискальной политики. Политика стимулирования экономического роста, как правило, связана со

¹ Зайцев Ю.К. Диагностика притока прямых иностранных инвестиций в Россию: от теории к практике // *Экономический анализ: теория и практика*. 2015. № 19. С. 16–27.

снижением налогового бремени через введение налоговых льгот, снижение ставки по налогу на прибыль организаций, предоставление инвестиционного налогового кредита. В целом такие меры способствуют улучшению инвестиционного климата.

В рамках стимулирующей фискальной политики, которая направлена на увеличение размеров государственных расходов, в том числе государственных инвестиций, для инвестора одним из основных недостатков является эффект вытеснения. Это в свою очередь способствует удорожанию кредитов, что ведет к сокращению частных инвестиций, то есть к вытеснению части инвестиционных расходов фирм.

В контексте антиинфляционной и/или ограничительной политики уровень налогов может расти, а трансферты – падать. Поскольку фирмы рассматривают налоги как издержки, то их увеличение ведет к снижению совокупного предложения. Расширение базы налогообложения прибыли дестимулирует инвестиционную деятельность частного сектора в целом.

Более того, фискальная политика влечет для инвестора ряд других рисков, которые касаются ситуации неопределенности, связанной с проблемой идентификации экономической ситуации, а также изменения величины инструментов государственной политики, в том числе связанной с решением проблемы двойного дефицита (*twin debts*).

С точки зрения общественного благосостояния и формирования условий для частных инвестиций оптимальным является мягкий фискальный режим, стимулирующий развитие частного сектора. Тем не менее в целях обеспечения макроэкономической стабильности налог на прибыль корпораций должен сохраняться на максимально эффективном уровне.

Тем не менее на сегодняшний день возможности для обеспечения макроэкономической стабильности в условиях высокого государственного долга как в развитых, так и в системно важных для мировой экономики быстро растущих странах, сокращаются (*табл. 1*). Это связано с высоким уровнем задолженности стран, который по итогам 2015 г. составил 225% от мирового ВВП (152 трлн долл. США)². Несмотря на то что далеко не во всех странах-должниках уровень задолженности является критичным, в целом это служит препятствием для

экономического роста, а также возможности правительств проводить контрциклическую фискальную политику. Это в свою очередь снижает стимулы инвесторов для запуска новых проектов.

Монетарная политика

В отличие от фискальной, монетарная политика может оказаться более эффективной с точки зрения улучшения факторов инвестиционного климата, связанных со стабилизацией экономической системы как в развитых, так и в некоторых развивающихся странах. В первую очередь эффективность связана с возможностью быстрого увеличения денежной массы за счет отсутствия временного лага, а также за счет действия эффекта мультипликатора [10].

В частности, действенность макроэкономического регулирования в развивающихся странах связана с тем, что набор финансовых инструментов, таких как государственные ценные бумаги, облигации, казначейские векселя, является достаточно ограниченным, воздействие денежного предложения, как правило, направлено непосредственно на рынок реальных активов.

Таким образом, рост денежного предложения напрямую отражается на расходах, что позволяет монетарной политике оказывать более сильное и быстрое воздействие. Так, изменение ключевой ставки влияет на стоимость валюты и объемы экспорта, на модели потребления и принятия инвестиционных решений в силу изменения стоимости капитала и появления эффекта замещения. Другим не менее важным следствием изменения ключевой ставки для инвестора является возможность привлекать заемные средства, которая определяется их стоимостью.

Главным недостатком монетарной политики для инвестора является вероятность роста инфляции, а также наличие внешних эффектов, связанных со сложностью функционирования механизма денежно-кредитной трансмиссии.

Как показывает статистика Международного валютного фонда, темпы инфляции во многих странах за последние несколько лет достигли исторически низких показателей. В 2015 г. в 85% из 120 исследуемых стран темпы инфляции были зафиксированы на уровне ниже долгосрочных ожиданий, а в 20% стран была отмечена дефляция. Снижение темпов инфляции в 2015 г. совпало со снижением цен на сырьевые товары. Более того, в прогнозном периоде (2017–2020 гг.) ожидается

² Fiscal Monitor, Debt: Use It Wisely. IMF, October, 2016.

снижение темпов инфляции в странах с быстро растущей экономикой и рост инфляции в индустриально-развитых странах (*рис. 1*).

Очевидно, что складывающаяся конъюнктура в развитых странах и в странах с быстро растущей экономикой определяет различные модели поведения для инвесторов, работающих на разных рынках. Так, дефляция, с одной стороны, снижает затраты на выплату процентов, что увеличивает прибыль и денежный поток. С другой стороны, замедление темпов инфляции уменьшает премию за риск применительно к будущим потокам денежных средств, которые в свою очередь снижают ценовые ориентиры. Инфляция в большинстве случаев снижает доходность инвестиций.

Политика в отношении обменного курса

Обменный курс как фактор макроэкономической среды имеет большое значение для отечественного бизнеса, осуществляющего экспорт за рубеж, и иностранного бизнеса, обеспечивающего импорт в национальную экономику. Обменный курс имеет различное влияние на разные типы прямых иностранных инвестиций, которые по типу можно подразделить на вертикальные и горизонтальные.

В случае горизонтальных прямых инвестиций обесценение национальной валюты уменьшает прибыль инвестора, осуществляющего горизонтальные ПИИ. Это происходит потому, что при обесценении валюты, доходы от этого вида ПИИ падают сильнее, чем издержки по производству. Относительно большие потери доходов, связанные с обесценением валюты, объясняются отрицательной связью между этими параметрами [11]. В результате отрицательная связь предполагает, что снижение стоимости валюты страны привлечения ПИИ отрицательно коррелирует с притоком горизонтальных ПИИ в эту страну [12–14].

В отличие от горизонтальных ПИИ, инвестор, осуществляющий вертикальные ПИИ, не обслуживает внутренний рынок. Таким образом, он не несет никакой потери доходов, связанных с обесценением валюты. Напротив, снижаются его издержки в результате снижения обменного курса, который является определяющим фактором прибыли инвестора, выраженной в его национальной валюте. В результате в то время как снижение обменного курса принимающей страны может уменьшить приток горизонтальных прямых иностранных инвестиций, оно же может привести к увеличению притока вертикальных ПИИ в эту

страну [15–17]. Более того, важнейшим фактором для притока прямых иностранных инвестиций является уровень доходности инвестиций [18].

Структурная политика

Улучшение факторов инвестиционного климата неизбежно связано с проведением структурных реформ в экономике, поскольку это направление политики оказывает воздействие на приток инвестиций в различные отрасли экономики в долгосрочном периоде.

В отличие от монетарной и фискальной политики, которые часто направлены на решение краткосрочных изменений в экономике, структурная политика способствует решению более глубоких проблем. В частности, целью структурной политики является изменение структуры экономики, связанной со способами ценообразования, регулированием финансового сектора, рынка труда, управлением государственными корпорациями, общественными институтами.

Все эти факторы влияют на формирование инвестиционного спроса и предложения в экономике. Более того, приток инвестиций зависит от степени секторальной диверсификации, темпов роста производительности труда, наличия полюсов роста.

Можно выделить несколько ключевых проблем, решение которых может способствовать нахождению ответов на ряд структурных вопросов.

Во-первых, неэффективное управление государственными финансами может привести к появлению бюджетного дефицита, накоплению долга. Это, в свою очередь, может ограничить способность правительства финансировать такие сферы, как здравоохранение, образование, инфраструктурные проекты.

В связи с этим налоговые реформы, в том числе направленные на улучшение налогового администрирования, могут способствовать соблюдению налогоплательщиками налоговых обязательств, а также упрощению структуры налоговой ставки. Более эффективное управление государственными расходами приведет к более продуктивному использованию государственных средств.

Во-вторых, существование в экономике государственных корпораций также ведет к структурным дисбалансам, поскольку они

конкурируют с частным сектором преимущественно за счет более низких издержек. Более того, правительства часто несут ответственность по кредитным обязательствам этих корпораций (если такие возникают), что накладывает дополнительную нагрузку на национальные бюджеты. Решение проблем неэффективности государственных корпораций, переориентация их на рыночные механизмы может помочь более результативно осуществлять стабилизационные меры.

В-третьих, неэффективно регулируемый финансовый сектор может создать ряд препятствий для движения финансов, сделав более трудным проведение стабилизационной политики. Например, денежно-кредитная политика центральных банков может быть связана с покупкой и продажей на открытом рынке ценных бумаг. Однако если вторичный рынок государственных ценных бумаг развит недостаточно хорошо, центральные банки могут столкнуться с ограничениями в своих действиях.

Это может привести впоследствии к необходимости использования неэффективных инструментов политики, таких как контроль над процентными ставками и нормирование кредитов, что может повлечь дисбалансы в банковской системе, а также увеличить давление на государственный бюджет в случае, если государство гарантирует вклады или рекапитализацию банков. Регулятор может повысить эффективность неразвитых финансовых систем за счет развития фондовых рынков, приватизации государственных банков, а также за счет улучшения регулирования и надзора.

В-четвертых, эффективность работы государственных институтов может существенно повлиять на экономическую обстановку в стране. Эффективность связана в первую очередь с уровнем коррупции, с возможностью решать

судебные споры, налоговым администрированием, системой получения лицензий. Перечисленные факторы отражаются на издержках для бизнеса, которые снижают уровень инвестиций в экономику, особенно объемы ПИИ. Управление и институты могут быть улучшены за счет упрощения бизнес-правил.

В целом проведение структурной политики может также повысить эффективность стабилизационных мер регулятора, в том числе за счет поддержки конкуренции, которая способствует снижению уровня цен и как следствие – снижению инфляции.

Заключение

Рассмотренные параметры макроэкономической конъюнктуры не составляют исчерпывающего списка при определении факторов инвестиционного поведения. В данном случае, в частности, не рассматриваются неоклассические подходы формирования макросреды, в том числе касающиеся механизмов денежно-кредитной трансмиссии, которые связаны с рыночными несовершенствами, в частности, такими как информационная асимметрия.

Рассмотренные факторы макроэкономической политики задают контуры инвестиционной среды, в которой работают как национальные, так и зарубежные инвесторы.

Регулирование этих факторов часто связано с решением тактических задач для стабилизации экономической системы, и не предполагает участия бизнес-сообщества в процессе проведения макроэкономической политики национальными правительствами.

Тем не менее взаимодействие с частными инвесторами важно при проведении структурных преобразований, что может повысить эффективность фискальной и монетарной политики.

Таблица 1

Первичное сальдо государственного бюджета, скорректированного с учетом экономического цикла, на 2012–2020 гг. (от потенциального ВВП), %

Table 1

Primary balance of the national budget adjusted for the economic cycle, for 2012–2020 (of the potential GDP), percentage

Страны	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Быстрорастущие страны «группы двадцати» (среднее значение)	–0,2	–0,5	–0,6	–1,8	–1,9	–1,8	–1,3	–0,9	–0,8
Россия	0,1	–0,3	0,1	0	–1,7	–1,7	–1,5	–1,5	–1,5
Индустриально развитые страны «группы двадцати» (среднее значение)	–3,1	–2	–1,5	–1,2	–1,6	–1,5	–1,1	–0,9	–0,7
Развивающиеся страны с низким уровнем дохода (среднее значение)	–0,9	–2	–1,5	–2,6	–3	–2,2	–2	–1,8	–1,6

Источник: IMF Fiscal Monitor, 2016

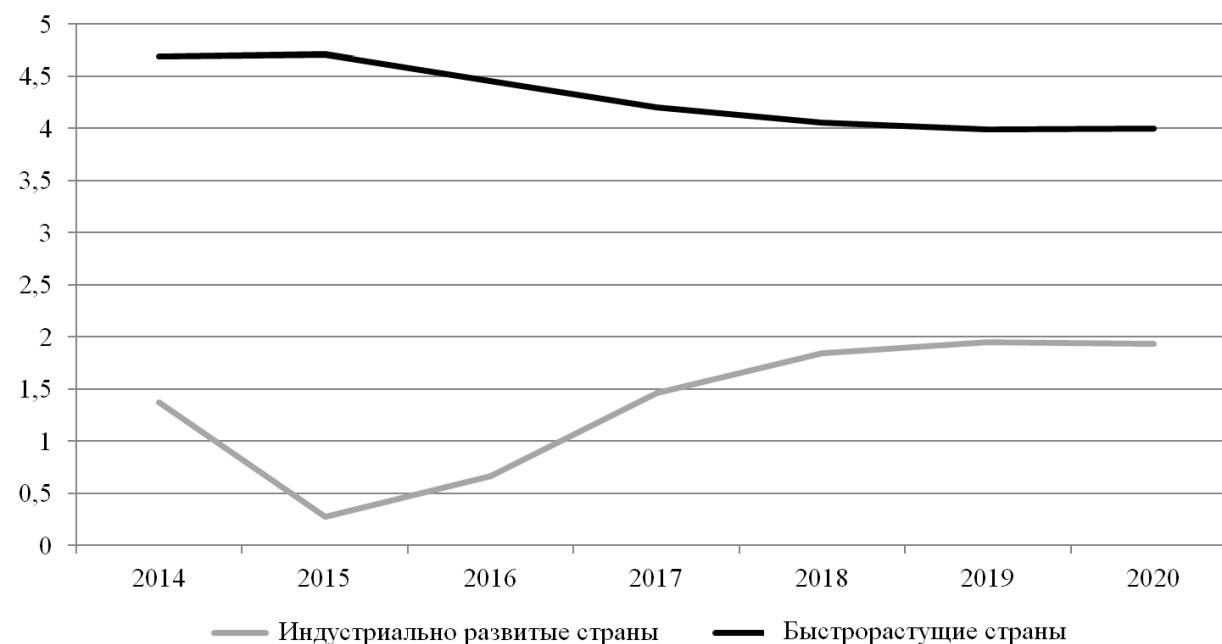
Source: IMF Fiscal Monitor, 2016

Рисунок 1

Средние годовые темпы инфляции за 2014–2016 гг. и на прогнозный период 2017–2020 гг., %

Figure 1

Average annual inflation for 2014–2016 and the 2017–2020 forecast period, percentage



Источник: база данных МВФ, 2016

Source: IMF Database, 2016

Список литературы

1. Завьялова Е.Б., Кондратьев В.Б. и др. Корпоративное управление как фактор повышения инвестиционной привлекательности. М.: МГИМО-Университет, 2014. 240 с.
2. Tobin J. A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1969, vol. 1(1), pp. 15–29. doi: 10.2307/1991374
3. Orazio P. Attanasio. Frank Ramsey's A Mathematical Theory of Saving. *The Economic Journal*, 2015, vol. 125, iss. 583, pp. 269–294. doi: 10.1111/econj.12229
4. Canzoneri M.B., Cumby R.E., Diba B.T. How Do Monetary and Fiscal Policy Interact in the European Monetary Union? In: NBER International Seminar on Macroeconomics. Cambridge, Mass., 2006.
5. Mundell R.A. The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability. *IMF Staff Papers*, 1962, vol. 9(1), pp. 70–79.
6. Dong W.C. The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier in the United States: Some Additional Evidence. *Southern Economic Journal*, 1979, vol. 45, no. 4, pp. 1285–1291. doi: 10.2307/1056975
7. Chowdhury A.R. Monetary Policy, Fiscal Policy and Aggregate Economic Activity: Some further evidence. *Applied Economics*, 1988, vol. 20, no. 1, pp. 63–71. doi: 10.1080/00036848800000036
8. Arestis P., Sawyer M. On the Effectiveness of Monetary Policy and of Fiscal Policy. *Review of Social Economy*, 2004, vol. 62, iss. 4, pp. 441–463. doi: 10.1080/0034676042000296218
9. Taylor J. Reassessing Discretionary Fiscal Policy. *The Journal of Economic Perspectives*, 2000, vol. 14, no. 3, pp. 21–36. doi: 10.1257/jep.14.3.21
10. Park Yung C. The Variability of Velocity: An international comparison. *International Monetary Fund Staff Papers*, 1970, vol. 17(3), pp. 620–636.
11. Кнобель А.Ю., Зайцев Ю.К., Кузнецов Д.Е., Седалищев В.В. Оценка последствий и рисков влияния трансатлантической интеграции ЕС и США на российскую экономику. М.: Дело, 2017. 68 с.
12. Campa J.M. Entry by Foreign Firms in the United States under Exchange Rate Uncertainty. *The Review of Economics and Statistics*, 1993, vol. 75, no. 4, pp. 614–622. doi: 10.2307/2110014
13. Chakrabarti R., Scholnick B. Exchange Rate Expectations and Foreign Direct Investment Flows. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 2002, vol. 138, iss. 1, pp. 1–21. doi: 10.1007/BF02707321
14. Kun-Ming Chen, Hsiu-Hua Rau, Chia-Ching Lin. The Impact of Exchange Rate Movements on Foreign Direct Investment: Market-Oriented versus Cost-Oriented. *The Developing Economies*, 2006, vol. 44, iss. 3, pp. 269–287. doi: 10.1111/j.1746-1049.2006.00017.x
15. Froot K.A., Stein J.C. Exchange Rates and Foreign Direct Investment: An Imperfect Capital Markets Approach. *Quarterly Journal of Economics*, 1991, vol. 106(4), pp. 1191–1217. doi: 10.2307/2937961
16. Blonigen B.A. Firm-Specific Assets and the Link Between Exchange Rates and Foreign Direct Investment. *American Economic Review*, 1997, vol. 87, no. 3, pp. 447–465.
17. Stevens G.V.G. Exchange Rates and Foreign Direct Investment: A Note. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C. *International Finance Discussion Papers*, 1993, no. 444. Available at: <https://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/1993/444/ifdp444.pdf>
18. McCulloch R. Japanese Investment in the United States. In: D. Audretsch and M. Claudon (eds), *The Internationalization of U.S. Markets*. New York University Press, 1989, pp. 171–197.

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

MACROECONOMIC FACTORS SHAPING THE INVESTMENT CLIMATE

Yurii K. ZAITSEV

Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Moscow, Russian Federation
yuriy.zaitsev@gmail.com**Article history:**Received 7 April 2017
Received in revised form
19 April 2017
Accepted 11 May 2017
Available online 28 June 2017**JEL classification:** E22, E60<https://doi.org/10.24891/ea.16.6.1012>**Keywords:** fiscal policy,
monetary policy, exchange rate,
structural reform, investment
climate**Abstract****Subject** The article analyzes the contribution of macroeconomic policy to investment environment formation.**Objectives** The study aims to define a theoretical link between the focal points of macroeconomic policy and their impact on investment inflows and their contribution to formation of investment climate in the national economy.**Methods** The study draws upon general scientific methods of logical and comparative analysis, methods of statistical analysis.**Results** The analysis enabled to identify the key factors of macroeconomic policy that shapes investment environment. Regulation of these factors is often associated with tactical tasks solution to stabilize the economic system, and usually does not anticipate the involvement of business community. However, interaction with private investors is systemically important in structural policy implementation, which has a direct impact on the effect of macroeconomic regulation.**Conclusions and Relevance** Unlike monetary and fiscal policies, which are used to solve tactical tasks, a structural policy contributes to solving the more serious challenges. Structural reforms can improve the efficiency of both the fiscal and the monetary policy, and should include interaction with investors. The results of the theoretical analysis can be useful for executive authorities responsible for regulation of investment climate and attraction of investment into the national economy.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2017

AcknowledgmentsThe article was prepared as part of research work *The Impact of Exchange Rates and Their Volatility on Russia's Foreign Trade Subject to Its Membership in the EAEU* under State job to the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration for 2017.**References**

1. Zav'yalova E.B., Kondrat'ev V.B. et al. *Korporativnoe upravlenie kak faktor povysheniya investitsionnoi privlekatel'nosti* [Corporate governance as a factor to increase investment attractiveness]. Moscow, MGIMO University Publ., 2014, 240 p.
2. Tobin J. A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1969, vol. 1(1), pp. 15–29. doi: 10.2307/1991374
3. Orazio P. Attanasio. Frank Ramsey's A Mathematical Theory of Saving. *The Economic Journal*, 2015, vol. 125, iss. 583, pp. 269–294. doi: 10.1111/eoj.12229
4. Canzoneri M.B., Cumby R.E., Diba B.T. How Do Monetary and Fiscal Policy Interact in the European Monetary Union? In: NBER International Seminar on Macroeconomics, Cambridge, Mass., 2006.
5. Mundell R.A. The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability. *IMF Staff Papers*, 1962, vol. 9(1), pp. 70–79.
6. Dong W. Cho. The Relative Stability of Monetary Velocity and the Investment Multiplier in the United States: Some Additional Evidence. *Southern Economic Journal*, 1979, vol. 45, no. 4, pp. 1285–1291. doi: 10.2307/1056975
7. Chowdhury A.R. Monetary Policy, Fiscal Policy and Aggregate Economic Activity: Some further evidence. *Applied Economics*, 1988, vol. 20, no. 1, pp. 63–71. doi: 10.1080/00036848800000036
8. Arestis P., Sawyer M. On the Effectiveness of Monetary Policy and of Fiscal Policy. *Review of Social Economy*, 2004, vol. 62, iss. 4, pp. 441–463. doi: 10.1080/0034676042000296218

9. Taylor J. Reassessing Discretionary Fiscal Policy. *Journal of Economic Perspectives*, 2000, vol. 14, no. 3, pp. 21–36. doi: 10.1257/jep.14.3.21
10. Park Yung C. The Variability of Velocity: An International Comparison. *IMF Staff Papers*, 1970, vol. 17(3), pp. 620–636.
11. Knobel' A.Yu., Zaitsev Yu.K., Kuznetsov D.E., Sedalishchev V.V. *Otsenka posledstviy i riskov vliyaniya transatlanticheskoi integratsii ES i SShA na rossiiskuyu ekonomiku* [Assessing the implications and risks of the impact of the U.S. and EU transatlantic integration on the Russian economy]. Moscow, Delo Publ., 2017, 68 p.
12. Campa J.M. Entry by Foreign Firms in the United States under Exchange Rate Uncertainty. *The Review of Economics and Statistics*, 1993, vol. 75, no. 4, pp. 614–622. doi: 10.2307/2110014
13. Chakrabarti R., Scholnick B. Exchange Rate Expectations and Foreign Direct Investment Flows. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 2002, vol. 138, iss. 1, pp. 1–21. doi: 10.1007/BF02707321
14. Kun-Ming Chen, Hsiu-Hua Rau, Chia-Ching Lin. The Impact of Exchange Rate Movements on Foreign Direct Investment: Market-Oriented versus Cost-Oriented. *The Developing Economies*, 2006, vol. 44, iss. 3, pp. 269–287. doi: 10.1111/j.1746-1049.2006.00017.x
15. Froot K.A., Stein J.C. Exchange Rates and Foreign Direct Investment: An Imperfect Capital Markets Approach. *Quarterly Journal of Economics*, 1991, vol. 106(4), pp. 1191–1217. doi: 10.2307/2937961
16. Blonigen B.A. Firm-Specific Assets and the Link Between Exchange Rates and Foreign Direct Investment. *American Economic Review*, 1997, vol. 87, no. 3, pp. 447–465.
17. Stevens G.V.G. Exchange Rates and Foreign Direct Investment: A Note. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, D.C. *International Finance Discussion Papers*, 1993, no. 444. Available at: <https://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/1993/444/ifdp444.pdf>
18. McCulloch R. Japanese Investment in the United States. In: D. Audretsch and M. Claudon (eds), *The Internationalization of U.S. Markets*. New York University Press, 1989, pp. 171–197.

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.