



ОБЗОР ЦЕНТРА МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ
ИССЛЕДОВАНИЙ СБЕРБАНКА РОССИИ

13.01.2011

Эффективность госрасходов в России



Рост расходов бюджета в предкризисный период, внушительный антикризисный пакет, а затем уже осуществляемое и планируемое сокращение расходов федерального бюджета в 2010-2013 годах – все эти изменения российской фискальной политики заставляют задуматься о результативности предпринятых и планируемых мер. На основе полученных оценок фискальных мультипликаторов расширенного бюджета РФ данная работа одной из первых проводит анализ эффективности бюджетной политики в России.

Оцененные в рамках исследования значения российских фискальных мультипликаторов вполне согласуются с результатами, представленными в литературе, посвященной сравнительному анализу фискальной политики в различных странах. Российский пример подтверждает выводы о том, что в развивающихся странах и открытых экономиках эффективность бюджетной политики является достаточно низкой: величина фискального мультипликатора совокупных расходов расширенного бюджета РФ, оцененная на периоде с 2000 г. по 2010 г., составляет 0,13.

С другой стороны, результаты нашего анализа подтверждают также и тот факт, что в кризисные периоды действенность фискальной политики повышается. Величина фискального мультипликатора в кризисный период 2009-2010 гг. оказалась почти в два раза больше соответствующего показателя для периода 2000-2008 годов. Кроме того, по нашим оценкам, в 2004-2008 годах среднегодовой вклад увеличения расходов расширенного бюджета в рост реального ВВП составил только 0,14 п.п. Тогда как в кризисный 2009 г. за счет роста бюджетных расходов удалось избежать снижения физического объема ВВП на «дополнительные» 0,87 п.п.

Среди отдельных крупных категорий расходов российского расширенного бюджета, согласно нашим оценкам, расходы по статьям «национальная экономика, ЖКХ и окружающая среда» являются наиболее эффективными (0,55 - величина мультипликатора) и примерно в два раза превосходят по эффективности расходы по статьям «социальная сфера и культура» (0,21) и «национальная оборона, безопасность и правоохранительная деятельность» (0,29). В то же время увеличение расходов на статью «общегосударственные вопросы» является даже контрпродуктивным с точки зрения влияния на экономический рост (-0,77 - величина мультипликатора).

Начавшаяся уже в 2010 г. и планируемая в дальнейшем в 2011-2013 годах экономия бюджетных средств, в значительной степени принимает форму сокращения статьи расходов на национальную экономику, ЖК и охрану окружающей среды. По нашим оценкам переориентация госрасходов в размере 1 п.п. ВВП из статьи «экономика» в статью «силовые ведомства» снизит темпы экономического роста на 0,26 п.п., а при переориентации тех же расходов из статьи «экономика» в социальные расходы – на 0,35 п.п.

*Надежда Иванова**

Руководитель направления центра макроэкономических исследований

*Каменских Марина**

Ведущий аналитик центра макроэкономических исследований

* Авторы обзора выражают благодарность Директору Центра макроэкономических исследований Юдаевой К. В. за принадлежащую ей идею проведения исследования на тему эффективности госрасходов в России и участие в обсуждении результатов работы.

I. ВСТУПЛЕНИЕ

Проблеме эффективности госрасходов в последнее время уделяется повышенное внимание не только в России, но и в других странах мира. В конце 2008 – начале 2009 гг. в антикризисные программы правительств многих стран были включены существенные фискальные стимулы, в связи с чем возникла потребность оценки эффективности предлагаемых мер по увеличению госрасходов и снижению налоговой нагрузки. Антикризисный пакет мер российского правительства оценивался экспертами как один из самых больших в мире (12% ВВП, с учетом мер Банка России) и включал значительное увеличение социальных обязательств и расходов расширенного бюджета, доля которых в ВВП увеличилась до 21,9% в 2009 году с 17,7% в 2008 году. В то же время, российская экономика оказалась среди наиболее пострадавших в ходе последнего кризиса.

Следствием экономического спада, с одной стороны, и увеличения расходов бюджетов, с другой стороны, стал почти повсеместный рост бюджетных дефицитов, в результате чего, уже в 2010 г. в ряде стран Европы и России на первый план вышел вопрос необходимости бюджетной консолидации (т.е. сокращения бюджетных дефицитов). Федеральный Закон «О федеральном бюджете на 2011 год и плановый период 2012 и 2013 годов» предполагает сокращение расходов с 22,7% ВВП в 2010 г. до 19,7% ВВП в 2013 г. При этом большинство социальных обязательств бюджета, в том числе взятых на себя государством во время кризиса, носит обязательный характер и не может быть сокращено в ближайшее время, особенно в предверии парламентских и президентских выборов 2011-2012 годов. Одновременно, в ближайшие годы будет наблюдаться объективное увеличение нагрузки на Пенсионный фонд, связанное со складывающейся демографической структурой российского общества. Ожидается массовый рост количества пенсионеров из многочисленной когорты, родившихся в послевоенные 50-е годы прошлого века, при одновременном снижении рабочей силы вследствие малочисленности когорты, родившихся в конце 80-х и начале 90-х годов (в период очередной «демографической ямы»). В результате, планируемая бюджетная консолидация принимает форму повышения налогов и сокращения расходов федерального бюджета по таким статьям бюджета как «национальная экономика, ЖКХ и охрана окружающей среды» (с 4,6% ВВП в 2009 г. до 4,1% ВВП в 2010 и 2,8% ВВП в 2013 г.). При анализе ожидаемых изменений в фискальной политике целесообразным является получение оценки экономических последствий, как от снижения совокупных расходов бюджетной системы, так и отдельных ее статей.

В качестве стандартного подхода, применяемого в различных странах для анализа эффективности бюджетной политики, используются оценки фискальных мультипликаторов – отношений изменений фундаментальных переменных (реального ВВП, потреблений, инвестиции и т.п.) к экзогенному изменению фискальной политики (как совокупных расходов и доходов бюджета, так и их отдельных компонент) за определенный период времени.

Для России оценок фискальных мультипликаторов пока получено не было. Данная работа стремится заполнить этот пробел, оценив с помощью эконометрических методов величину фискальных мультипликаторов для совокупных расходов расширенного бюджета РФ и расходов по отдельным направлениям функциональной классификации применительно к изменению физического объема ВВП. Оцененные в рамках нашего исследования российские фискальные мультипликаторы вполне согласуются с закономерностями, отмечаемыми в литературе, проводящей сравнительный анализ фискальной политики в различных странах. Российский пример подтверждает недавно полученные результаты, заключающийся в том, что в развивающихся странах и открытых экономиках эффективность бюджетной политики является достаточно низкой: величина соответствующего фискального мультипликатора совокупных расходов расширенного бюджета РФ составляет 0,13.¹

¹ В конце 2010 года, в момент окончания работы над данным обзором, в №6 журнала «Новой экономической ассоциации» вышла статья Власова и Пономаренко «Роль бюджетной политики в условиях финансово-экономического кризиса», базирующаяся на отличном от нашей работы методе оценки структурных авторегрессий (см. раздел «Методология и Обзор методов оценивания фискальных шоков» в Приложении 2). Второе отличие указанной статьи от нашей работы – используемые данные. Оценки в работе Власова и Пономаренко (2010) получены на основе квартально интерполированных годовых данных по расходам на конечное потребление и валовое накопление государственного сектора (как компоненты национальных счетов) для предкризисного периода 2000-2007 годов. В нашей работе используются квартальные показатели расходов расширенного бюджета для периода 2000-2010 гг. (см. разделы Расходы расширенного бюджета РФ, описание данных). Оцененный в работе Власова и Пономаренко (2010) фискальный мультипликатор (0,6) показывает кумулятивный рост ВВП в течение трех лет после увеличения доли госрасходов в ВВП на 1 п.п. В нашей работе фискальный мультипликатор совокупных (непроцентных) расходов расширенного бюджета (0,13-0,28) соответствует кумулятивному росту ВВП в течение года после увеличения доли госрасходов в ВВП на 1 п.п. В целом, полученные в двух работах результаты можно рассматривать как не противоречащие

Полученные оценки фискальных мультипликаторов позволяют проанализировать влияние увеличения госрасходов на темпы экономического роста, имевшее место как в докризисный период 2004-2008 гг., так и в рамках антикризисного пакета правительства 2008-2009 гг. Кроме того, на основе полученных оценок фискальных мультипликаторов для разных категорий расходов, мы исследуем последствия проектируемой в рамках федерального бюджета 2011-2013 гг. переориентации расходов из сферы национальной экономики в сферу социальных и военных расходов.

II. Теория и практика оценки фискальных мультипликаторов

Экономический эффект фискальной политики остается до настоящего времени относительно слабо изученным. Как правило, в качестве главного механизма (канала) трансмиссии фискальной политики рассматривают влияние госрасходов на потребление. Согласно классическому представлению увеличение госрасходов приводит к росту потребления и увеличению выпуска. В то же время, согласно новокейнсианской теории, в которой экономические агенты принимают решение о потреблении не только для текущего, но и для последующих периодов, реакция потребления на рост госрасходов может быть и отрицательной. В результате роста госрасходов в текущем периоде потребление может сократиться, если рациональные экономические агенты ожидают в будущем ужесточения фискальной политики. Таким образом, если ожидания, хотя бы частично, являются рациональными, эффект от действия фискальных мер снижается.

Эмпирические оценки, существующие на сегодняшний момент для разных стран, предлагают различные значения фискальных мультипликаторов. Так, например, в обзоре МВФ (2009)² приводятся результаты оценки фискальных мультипликаторов, полученные разными исследователями в основном для развитых стран. Диапазон представленных оценок весьма широк, в основном - от нуля и единицы, но также достаточно часто встречаются отрицательные и превышающие единицу значения. Оценки фискальных мультипликаторов, полученные для стран ОЭСР (Perotti, 2004)³ также колеблются в диапазоне от -2,3 до 3,7. Даже для такой широко изученной экономистами страны как США существуют расхождения относительно оценок фискальных мультипликаторов. В недавнем обзоре Мирового банка (2010)⁴ оценка коэффициента для США составила около 0,5. Тогда как в работе Hall (2009)⁵ показывается, что эмпирические оценки мультипликаторов госрасходов для США, полученные различными исследователями, находятся в диапазоне от 0,5 до 1.

Существующие расхождения в оценках эффективности госрасходов могут объясняться целым рядом факторов, влияющих на величину (и даже знак) мультипликаторов. К таким основным факторам относятся:

- **Степень открытости экономики**

В стране, где экономические агенты обладают большими возможностями потратить средства на импортные товары и услуги, меньше денег остается внутри экономики, т.е. существует так называемая «утечка» (leakage) средств, а значит, при прочих равных и фискальный мультипликатор будет более низким.⁶

- **Инфляция**

Ускорение инфляции, влекущее за собой рост процентных ставок, негативно скажется на величине мультипликатора.

- **Режим валютного курса**

При фиксированном обменном курсе действия Центрального банка будут направлены на удержание процентных ставок на постоянном уровне, что будет препятствовать росту ставок, который может оказывать отрицательное

друг другу. Кроме того, в нашей работе оценивается эффективность госрасходов различных направлений, что не делается в работе Власова и Пономаренко (2010).

² IMF Staff Position Note, May 20, 2009.

³ Perotti R. (2004): "Estimating the effects of fiscal policy in OECD countries," mimeo (Bocconi University, 2004).

⁴ MF World Economic Outlook (WEO), October 2010.

⁵ Hall R. E. (2009): "By How Much Does GDP Rise If the Government Buys More Output?" NBER Working Paper No. 15496.

⁶ Iizetzi E., Mendoza E., Vegh C. A. (2010): "How big (small?) are fiscal multipliers?" , NBER Working Paper No. 16479.

влияние на спрос. Таким образом, при фиксированном обменном курсе фискальный мультипликатор должен быть выше, чем в случае режима плавающего валютного курса.⁷ При фиксированном валютном курсе и свободных потоках капитала возможности Центрального банка по проведению независимой денежной политики резко ограничиваются. Денежные власти вынуждены «подстраивать» свою политику, проводя монетарную экспансию в случае, когда рост госрасходов может вызвать удорожание валюты. Таким образом, рост выпуска оказывается больше.

- **Таргетируемые группы экономических агентов**

Мультипликатор будет больше, если средства предоставляются ограниченному в ликвидности потребителям, которые сразу направляют деньги в экономику.

- **Устойчивость бюджетной политики (величина госдолга)**

Фискальный мультипликатор будет выше, если население уверено в способности правительства в дальнейшем выполнять свои обязательства. В случае если действия правительства вызывают недоверие со стороны инвесторов и сомнения относительно возможности правительства снизить бюджетный дефицит и погасить госдолг, возможно даже отрицательное влияние стимулирующей фискальной политики на выпуск.

Таким образом, в развивающихся странах, в силу меньшей нестабильности проводимой в них экономической политики по сравнению с развитыми странами, можно ожидать меньшей эффективности бюджетных расходов⁸.

- **Развитость финансового рынка**

С одной стороны, слабо развитый финансовый рынок ограничивает возможности для «сглаживания» потребления и инвестиций, что увеличивает фискальный мультипликатор. С другой стороны, при недостаточной развитости финансового рынка стоимость государственного долга может оказаться более высокой или более низкой, соответственно уменьшая или увеличивая мультипликатор в зависимости от следующих обстоятельств:

- Финансирование будет более дорогим, если при неразвитом финансовом рынке государство может осуществлять заимствования только под высокие процентные ставки.
- Более дешевое финансирование может быть результатом того, что госбумаги будут проданы по выгодной цене внутренним инвесторам, ограниченному в альтернативных возможностях для вложения средств.

По сравнению с монетарной политикой, решения по изменению которой могут приниматься центральными банками достаточно оперативно, бюджетная политика является сильно инерционной. Возможность стимулирования экономического роста через фискальные расходы ограничена, поскольку на бюджет возложено огромное количество социальных функций, которые ему необходимо выполнять. Кроме того, быстрая реакция фискальной политики на изменение экономической ситуации, также, как правило, затруднительна из-за высокой бюрократизированности процедуры принятия бюджета. Решения об объеме фискальных расходов принимаются заблаговременно, основная часть расходов известна, обычно, уже за несколько кварталов или вообще за год до их исполнения, и, соответственно, реакция фискальных властей будет запаздывать на этот промежуток времени. К тому же, предсказуемость фискальных расходов заметно снижает их эффективность с точки зрения влияния на потребление и выпуск в целом.

В литературе широко обсуждаются сложности, возникающие при оценке фискальных мультипликаторов с помощью методов статистического анализа. К техническим сложностям оценки фискальных мультипликаторов эконометрическими методами можно отнести проблему эндогенности и идентификации фискальных шоков.

Существенная часть государственных расходов определяется фундаментальными экономическими показателями и является систематической и предсказуемой реакцией правительства на изменение

⁷ См. например, Ilzetzki E., Mendoza E., Vegh C. A. (2010).

⁸ Эмпирически этот факт подтверждают, например Ilzetzki E., Mendoza E., Vegh C. A. (2010): "How big (small?) are fiscal multipliers?", NBER WP 16479; Ilzetzki et. al (2010), Ilzetzki and Végh (2008): "Procyclical Fiscal Policy in Developing Countries: Truth or Fiction?" NBER Working Paper No. 14191.

экономической ситуации. Говоря другими словами, госрасходы могут вести себя контрациклически (countercyclical) или проциклически (pro-cyclical). Так, например, если в целях стабилизации экономики правительство выделяет больше денег на борьбу с безработицей или увеличивает госзакупки, то эта часть расходов будет контрациклической. С другой стороны, при росте экономики увеличиваются поступления в бюджет, правительство получает в распоряжение больше средств для дальнейшего стимулирования экономики. Такая компонента госрасходов будет проциклической.

В свою очередь, в колебаниях выпуска также можно выделить изменения трендовой, циклической (определяемой бизнес-циклом) и случайной (несистематической) компонент. В случае, например, увеличения циклической компоненты выпуска, происходящее одновременно с ростом циклической (систематической) компоненты госрасходов, велика вероятность увеличения всего наблюдаемого выпуска. В то же время интерес представляет оценка реакции несистематической компоненты выпуска на несистематическую компоненту (шок) госрасходов, что, в целом, является непростой задачей.

С точки зрения методологии можно выделить несколько подходов, применяемых для оценки мультипликаторов: построение структурных моделей, оценка векторных авторегрессий и так называемые «case studies». Краткий обзор различных подходов, применяемых на практике для идентификации фискальных шоков и оценки фискальных мультипликаторов, можно найти в Приложении 2. Метод двухшагового оценивания, используемый в нашей работе, представлен в разделе «Методология» (см. ниже).

III. Расходы расширенного бюджета РФ, описание данных

Оценивая эффективность влияния госрасходов на реальный сектор экономики, имеет смысл рассматривать максимально расширенную бюджетную систему, представляющую все расходы и выплаты, осуществляемые государством и поступающие в частный сектор домашних хозяйств и предприятий. В случае российской бюджетной системы речь идет о расширенном бюджете, включающим в себя, кроме федерального и региональных бюджетов, так же и внебюджетные фонды: Пенсионный фонд, Фонд социального страхования, Федеральный и региональные фонды обязательного медицинского страхования.

Кроме совокупных (непроцентных) расходов расширенного бюджета мы также рассматриваем, исходя из функциональной классификации, четыре укрупненных категории расходов:

- расходы на общегосударственные вопросы (за вычетом расходов на обслуживание государственного и муниципального долга);
- расходы на национальную оборону, национальную безопасность и правоохранительную деятельность;
- расходы на национальную экономику, ЖКХ и охрану окружающей среды;
- расходы на культуру и социальную сферу, включающие расходы по статьям «образование», «культура, кинематография, средства массовой информации», «здравоохранение, физическая культура и спорт» и «социальная политика».

Говоря о расширенном бюджете РФ, нельзя не упомянуть о произошедших в середине 2006 г. изменениях в методологии представления российской бюджетной статистики. Традиционно федеральный бюджет и консолидированные бюджеты субъектов РФ объединялись в консолидированный бюджет РФ. Начиная же с первого полугодия 2006 г. (а также для годовых данных 2005 г.), бюджетная статистика по исполнению консолидированного бюджета включает в себя также поступление и расходование средств внебюджетных фондов. Таким образом, фактически, начиная со второго квартала 2006 г., российский консолидированный бюджет «превратился» в расширенный бюджет. Соответственно перед исследователями, анализирующими изменения и эффективность бюджетной политики в России, встает задача построения и использования методологически согласованных временных рядов.

Рисунок 1.



Источник: Казначейство России, СЕИС, Росстат, расчеты ЦМИ.

В расходной части расширенного бюджета подавляющая часть расходов внебюджетных фондов (в среднем - 99,5%) приходится на статьи функциональной классификации, связанные с культурой и социальной сферой (в основном, с расходами по статье «социальная политика»). Учитывая методологические изменения, для периода с 1 кв. 2000 г. по 1 кв. 2006 г. временные ряды расходов для укрупненной категории «культура и социальная сфера» и совокупных (непроцентных) расходов консолидированного бюджета были скорректированы нами с использованием данных по расходам внебюджетных фондов.⁹ В результате данной процедуры корректировки мы получили квартальные временные ряды расходов расширенного бюджета для максимального периода оценивания - с 1 кв. 2000 по 3 кв. 2010 г.

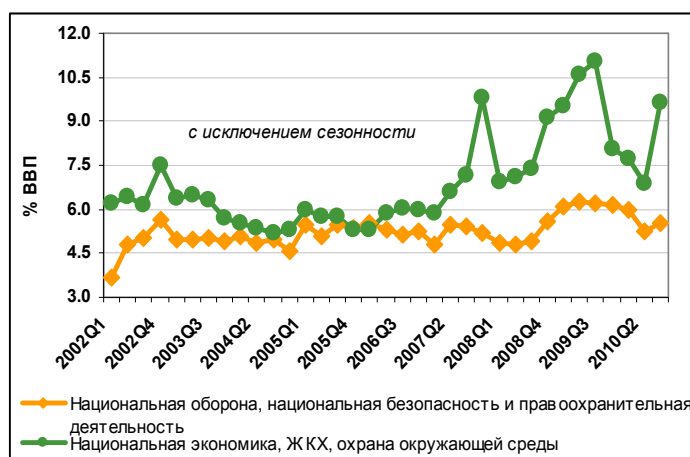
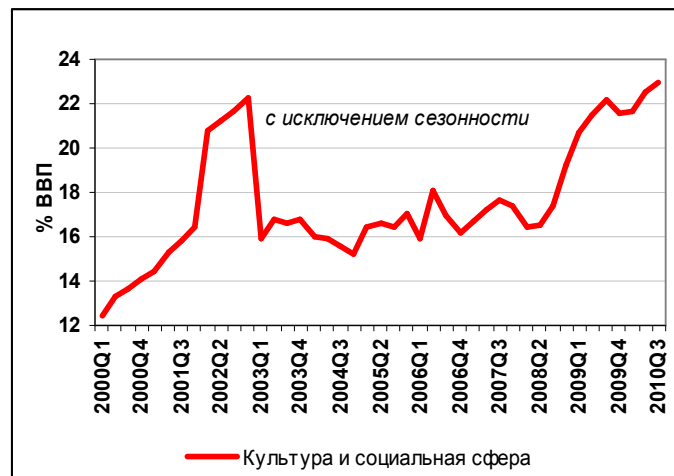
В целом, как видно на Рис.1, в предкризисные годы бюджетная политика носила проциклический характер: с ростом цен на нефть и ростом экономики расходы расширенного бюджета возрастали. Особенно наглядно это видно в предвыборном 2007 году, когда расходы расширенного бюджета (в % ВВП) выросли более чем на 3 п.п. На протяжении всего периода (2000-2010 гг.) более половины (непроцентных) расходов расширенного бюджета приходится на статьи «культура и социальная сфера». Значительно (с 17,7% ВВП до 21,9% ВВП) социальные расходы были увеличены в кризисный 2009 г., в частности, вследствие повышения пенсий. За первые три квартала 2010 г. расходы на социальные нужды, в силу обязательности их исполнения, продолжали оставаться достаточно высокими (20,7% ВВП), тогда как расходы по статьям «национальная экономика, ЖКХ и охрана окружающей среды» снизились до 6,1% ВВП против 9,8% ВВП в 2009 г.

Поскольку используемые для статистического анализа квартальные данные подвержены существенным сезонным колебаниям, временные ряды были сглажены с помощью алгоритма Х12. Динамика совокупных (непроцентных) расходов расширенного бюджета и расходов по четырем укрупненным категориям, как доли ВВП (с исключением сезонности) проводится на Рис. 2.

⁹ Годовые данные по расходам внебюджетных фондов были интерполированы в квартальные временные ряды с учетом сезонности.

Рисунок 2.

Динамика госрасходов, % ВВП



Источник: Казначейство России, СЕИС, Росстат, расчеты ЦМИ.

Среди других переменных, используемых на 1-м и 2-м шагах моделирования, можно выделить следующие показатели, используемые в качестве объясняющих переменных:

- Выпуск, в постоянных ценах (физический объем ВВП), в логарифмах;
- Налоговые доходы расширенного бюджета (% ВВП);
- Отношение притока капитала к ВВП;
- Цены на нефть, в долларах, в логарифмах;
- Логическая (дамми-)переменная для периода кризиса (принимает значение равное единицы, начиная с 1 кв. 2009 года).

Выпуск и цены на нефть использованы в темпах прироста, поскольку, согласно результатам статистических тестов, данные временные ряды являются нестационарными (обладают первым порядком интеграции).

IV. Методология: двухшаговое оценивание фискальных мультипликаторов

В своем исследовании мы используем метод двухшагового оценивания, получивший в последнее время достаточно широкое распространение (Perotti, 1999; Corsetti et al, 2010¹⁰), по сути близкий к оценке векторной авторегрессии (см. Приложение 2), но позволяющий проводить анализ для более коротких временных рядов, что весьма актуально при работе с российской экономической статистикой.

Нашей задачей является выявление реакции выпуска в ответ на нециклическую компоненту госрасходов (фискальный шок). Мы проводим оценку в два этапа: на первом шаге производится построение модели зависимости госрасходов от фундаментальных показателей и выделяется несистематическая (случайная) компонента фискальной политики; на втором шаге строится модель, объясняющая реакцию выпуска на фискальные шоки.

В качестве основной интересующей нас переменной использованы расходы расширенного государственного бюджета РФ (за вычетом расходов на выплату и обслуживание госдолга) по отношению к ВВП. Также, были рассмотрены отдельные компоненты государственных расходов (см. ниже).

В наших расчетах мы оцениваем кумулятивный мультипликатор на момент времени N :

$$\frac{\sum_{j=0}^N \Delta Y(t+j)}{\sum_{j=0}^N \Delta \left(\frac{G(t+j)}{GDP(t+j)} \right)},$$

измеряющий совокупное изменение физического объема ВВП в момент времени $t+N$ в результате совокупного увеличения доли (непроцентных) госрасходов в ВВП на 1 п.п., начиная с момента времени t . N в нашем случае (см. раздел Результаты оценки фискальных мультипликаторов в России) соответствует максимальному лагу воздействия фискального шока на выпуск.

На первом шаге мы строим модель зависимости госрасходов от фундаментальных факторов:

$$g_t = \phi(\Omega_t) + \varepsilon_t,$$

где g_t – доля госрасходов в ВВП, Ω_t – набор информации, доступной на момент t , ε_t – фискальный шок.

Поскольку при вычислении фискальных мультипликаторов главную роль играет только неожиданная (несистематическая) компонента фискальной политики, на втором шаге строится уравнение, объясняющее реакцию выпуска на фискальные шоки:

$$\Delta y_t = \varphi(\Omega_t, \varepsilon_{t-1}, \varepsilon_{t-2}, \dots),$$

где Δy_t – прирост выпуска на момент t , Ω_t – набор информации, доступной на момент t , $\varepsilon_{t-1}, \varepsilon_{t-2}, \dots$ – фискальные шоки предыдущих периодов. Коэффициент (или коэффициенты) при переменной фискального шока позволяет нам определить величину мультипликатора.

Аналогичный подход используется также при вычислении мультипликаторов для отдельных укрупненных категорий госрасходов.

¹⁰ Corsetti, G., Meier, A., Muller, G. J. (2010): "What determines government spending multipliers?" The conference Global Dimensions of the Financial Crisis, the Federal Reserve Bank of New York, 2010.

V. Результаты оценки фискальных мультипликаторов в России

5.1. Зависимость госрасходов от фундаментальных факторов

На первом шаге нами построены модели зависимости укрупненных категорий госрасходов и совокупных госрасходов (в % к ВВП) от фундаментальных факторов, в том числе и выпуска, позволяющие получить оценки фискальных шоков. Результаты первого шага моделирования представлены в Таблице А1 (см. Приложение 1).

Согласно оценкам, главным объясняющим фактором совокупных непроцентных расходов расширенного бюджета являются налоговые доходы расширенного бюджета: соответствующий коэффициент равен 0,75 (с 7% уровнем статистической значимости). Увеличение объема выпуска также положительно влияет на совокупные расходы, хотя коэффициент выпуска (0,52) и оказывается недостаточно статистически значимым (11%-ти процентный уровень статистической значимости). Расходы реагируют на изменения выпуска с лагом в один год (4 квартала). Кроме того, результаты моделирования показывают, что в кризис бюджетная политика государства была контрциклической: соотношение совокупных расходов к ВВП повысилось на 2,5 п.п.

Расходы по статье «национальная экономика, ЖКХ и охрана окружающей среды» увеличиваются в ответ на увеличение выпуска также с лагом в 1 год (соответствующий коэффициент равен 0,35). Приток капитала не оказывает влияния на рост расходов по данным направлениям. В кризис доля расходов на экономику повысилась на 0,9 п.п. ВВП.

Расходы на национальную оборону, национальную безопасность и правоохранительную деятельность обладают значительной инерционностью и объясняются по большей части своей предыдущей динамикой. Особенно существенного влияния фундаментальных факторов выявлено не было. Действительно, расходы на оборону, могут объясняться скорее политическими, а не экономическими причинами.

На увеличение расходов по статьям «культура и социальная сфера» влияет рост выпуска (с лагом в 5 кварталов, коэффициент равен 0,23) и рост доли притока капитала в ВВП (соответствующий коэффициент равен 0,09). Кроме того, подтверждается существенное увеличение госрасходов на культуру и социальную сферу во время кризиса: доля этих расходов в ВВП в течение кризиса возросла на 5 п.п.

Расходы на общегосударственные вопросы также реагируют на рост выпуска: при увеличении темпов прироста выпуска на 1 п.п., доля общегосударственных расходов в ВВП увеличивается на 0,63 п.п. Увеличение доли притока капитала в ВВП на 1 п.п. приводит к росту государственных расходов на 0,1 п.п.

5.2. Реакция выпуска на фискальные шоки

На втором шаге была проведена оценка влияния шоков фискальной политики на переменную выпуска, результаты которой представлены в Таблице А2 (см. Приложении 1).

На основании результатов моделирования влияния совокупных непроцентных расходов на выпуск оценка соответствующего мультипликатора оказывается равной 0,13: при росте доли непроцентных расходов в ВВП на 1 п.п. темп роста реального ВВП увеличивается на 0,13 п.п. Это свидетельствует о низкой эффективности фискальной политики в целом. Лаг влияния фискального шока совокупных расходов расширенного бюджета на выпуск составляет 3-4 квартала.

Наиболее эффективным с точки зрения стимулирования экономики направлением расходования средств бюджета являются статьи «национальная экономика, ЖКХ и охрана окружающей среды»: рост государственных расходов на эти статьи на 1 п.п. ВВП приводит к увеличению темпов роста ВВП на 0,55 п.п. Выпуск реагирует на изменение несистематической компоненты данной категории расходов с задержкой в 3-4 квартала.

Кроме того, значительный положительный эффект на рост экономики оказывают увеличение расходов на национальную оборону, национальную безопасность и правоохранительную деятельность: соответствующий мультипликатор равен 0,29. Лаг влияния фискального шока данной категории расходов на выпуск составляет 2 квартала.

Увеличение расходов на культуру и социальную сферу на 1 п.п. ВВП увеличивает темпы роста физического объема ВВП на 0,2 п.п. При этом данная категория расходов оказывает влияние на выпуск с задержкой в 4 квартала.

В то же время, согласно нашим оценкам, расходы на общегосударственные вопросы отрицательно влияют на рост экономики: величина соответствующего мультипликатора оказывается отрицательной (-0,76) и статистически значимой (лаг влияния фискального шока данной категории расходов на выпуск - 4 квартала). До определенной степени подобный эффект может объясняться тем, что государственный сектор оттягивает на себя ресурсы, которые могут быть задействованы в других сферах экономики.

Полученные оценки мультипликаторов совокупных (непроцентных) расходов расширенного бюджета и четырех укрупненных категорий расходов представлены в Таблице 1. Кроме того, на втором шаге моделирования было получено, что темпы роста физического объема ВВП положительно зависят от притока капитала и мировых цен на нефть.

Таблица 1. Фискальные мультипликаторы расширенного бюджета РФ

| Категория расходов | Мультипликатор |
|---|----------------|
| Совокупные непроцентные расходы | 0,13 |
| Общегосударственные вопросы | -0,76 |
| Национальная оборона, национальная безопасность и правоохранительная деятельность | 0,29 |
| Национальная экономика, ЖКХ, охрана окружающей среды | 0,55 |
| Культура и социальная сфера | 0,20 |

Несмотря на то, что периоды оценивания двухшаговых моделей для отдельных укрупненных категорий расходов и для совокупных (непроцентных) расходов в силу объективных причин доступности данных несколько различаются (см. Таблицу А1 и Таблицу А2, Приложение 1), сумма индивидуальных мультипликаторов (0,28) оказывается достаточно близкой к непосредственно оцененной величине мультипликатора совокупных непроцентных расходов (0,13). Поскольку даже максимальный доступный размер выборки, используемый для оценки эффективности совокупных расходов (45 кварталов) не может рассматриваться как абсолютно «комфортный» для получения точных оценок, можно предположить, что истинное значение фискального мультипликатора совокупных (непроцентных) расходов расширенного бюджета, находится в диапазоне 0,13-0,28.

Для совокупных (непроцентных) расходов расширенного бюджета мы также оценили изменение величины фискального мультипликатора в кризисный период (начиная с 1 кв. 2009 г.). Для этого нами была сконструирована дополнительная переменная, характеризующая влияние фискальной политики именно в период кризиса, равная произведению фискального шока совокупных расходов и логической переменной «кризис» (interaction term). Результаты оценки уравнения воздействия фискального шока на темпы роста ВВП, в котором выделяется влияние политики в период кризиса (см. таблицу А3, Приложение 1), подтверждают выводы, полученные в исследованиях, проведенных для других стран: в кризисный период эффективность фискальной политики в России увеличилась почти в два раза. Причиной роста эффективности госрасходов в кризис, по всей

видимости, является ограниченность в ликвидности таргетируемых фискальной политикой экономических агентов, вынужденных быстро использовать распределенные им бюджетные средства, тем самым способствуя увеличению потребления и выпуска.

VI. Вклад госрасходов в экономический рост в России

Проведенные нами расчеты позволяют оценить, как повлияло в последние годы увеличение государственных расходов на рост ВВП. Мы рассматриваем изменения расходов на определенные группы направлений (в % к ВВП) и определяем влияние этих изменений на темпы роста реального ВВП. Мы анализируем также влияние изменения госрасходов на экономический рост отдельно по периодам: в стабильный период 2004-2008 гг., в острую фазу кризиса 2009 г. и в течение трех кварталов 2010 г. (см. ниже).

2005-2009 годы

Среднегодовой вклад совокупных (непроцентных) госрасходов в рост ВВП за 2005-2009 гг. составил 0,32 п.п. в год (см. Таблицу 2.).

В целом, в 2005-2009 гг. на лидирующем месте по вкладу в рост ВВП находятся расходы на национальную экономику: за рассматриваемый период расходы по статьям «национальная экономика, ЖКХ и окружающая среда» выросли на 4,0 п.п. ВВП, что стимулировало рост ВВП в среднем в год на 0,54 п.п.

Увеличение расходов на культуру и социальную сферу способствовало росту ВВП в среднем в год на 0,22 п.п. Хотя величина соответствующего мультипликатора оказалась не очень большой (0,20), за рассматриваемый период расходы по этим статьям заметно выросли, внося тем самым определенный вклад в темпы прироста ВВП.

Расходы на оборону и правоохранительную деятельность не оказали сильного влияния на выпуск: вклад этой категории расходов в рост ВВП в 2005-2009 гг. составил всего 0,06 п.п. в среднем в год. Несмотря на то, что расходы на общегосударственные вопросы, в принципе, согласно нашим оценкам, оказывают существенное отрицательное влияние на рост ВВП, рост расходов на функционирование государства был относительно небольшим, в результате чего среднегодовые темпы роста снизились в 2005-2009 гг. всего на 0,06 п.п.

Таблица 2. Среднегодовой вклад изменения фискальных расходов на рост ВВП (п.п.).

| Группа расходов | Последние годы | До кризиса | Кризис | |
|---|----------------|---------------|---------|----------------------|
| | 2005-2009 гг. | 2004-2008 гг. | 2009 г. | Янв. – сент. 2010 г. |
| Совокупные непроцентные расходы | 0,32 | 0,14 | 0,87 | -0,34 |
| Общегосударственные вопросы | -0,06 | -0,07 | -0,03 | 0,13 |
| Национальная оборона, национальная безопасность и правоохранительная деятельность | 0,06 | -0,02 | 0,31 | -0,17 |
| Национальная экономика, ЖКХ, охрана окружающей среды | 0,54 | 0,46 | 0,80 | -1,40 |
| Культура и социальная сфера | 0,22 | 0,05 | 0,73 | 0,14 |

Кризисный 2009 год

Если сопоставить два периода: с 2005 г. по 2008 г. и острую фазу кризиса 2009 г, то мы видим, что в кризисный период влияние фискальной политики на ВВП было гораздо большим. Увеличение государственных расходов в 2009 г. на 6,9 п.п. ВВП не допустило падение физического объема ВВП на «дополнительные» 0,9 -1,8 п.п.

(верхняя граница определяется как сумма вкладов отдельных укрупненных категорий расходов). Среднегодовой вклад совокупных (непроцентных) расходов в рост ВВП за 2005-2008 гг. оказывается на уровне 0,14 п.п.

Основной положительный вклад в изменение реального объема ВВП в кризисный 2009 г. внес рост расходов на национальную экономику, ЖКХ и социальную сферу (0,8 п.п.). Кроме того, во время кризиса важную роль в стимулировании спроса сыграло увеличение расходов на культуру и социальную сферу (вклад в изменение ВВП составил 0,73 п.п.), тогда как до кризиса эта статья расходов не оказывала существенного влияния на экономический рост (0,05 п.п. в среднем в год). Такая картина вполне согласуется с теорией, согласно которой, эффект от фискальных мер оказывается больше в случае, когда агенты ограничены в ликвидности.

Январь-ноябрь 2010 года

Говоря об антикризисной бюджетной политике правительства, стоит иметь в виду, что реализация значительного пакета мер была также заложена в федеральном бюджете 2010 года. Если рассматривать бюджетные ассигнования, по которым решения Правительства Российской Федерации приняты за первые 11 месяцев 2010 г., то предложенные меры можно разделить на две группы: расходы на национальную экономику, ЖКХ, охрану окружающей среды (244,7 млрд. руб.) и расходы на культуру и социальную сферу (49,6 млрд. руб.). Ожидаемый вклад этих расходов в рост ВВП в конце 2010 г. – начале 2011 г. (с учетом лага воздействия - 3-4 квартала) составляет 0,30 п.п. и 0,02 п.п. соответственно.

В то же время за 11 месяцев 2010 г. фактическое исполнение расходов по выше упомянутым статьям, как обычно, оказалось несколько меньше, чем объем уже одобренных ассигнований. На первое декабря 2010 г. объем кассовых расходов на национальную экономику, ЖКХ, охрану окружающей среды в рамках антикризисных мер составил 212,7 млрд. руб., что должно привести в рост ВВП 0,26 п.п. За первые 11 месяцев 2010 г. из средств бюджета на антикризисные меры по статьям «культура и социальная сфера» было потрачено 36,7 млрд. руб.: соответствующий вклад в рост ВВП составляет только 0,02 п.п.

Несмотря на положительное влияние антикризисных мер на выпуск, общее сокращение госрасходов как доли ВВП в 2010 г. негативно повлияет на экономический рост. Согласно нашим расчетам отрицательный вклад в темпы прироста ВВП (в конце 2010-начале 2011 г.) от снижения расходов расширенного бюджета (в % ВВП) в первые три квартала 2010 г. составляет 0,3-1,3 п.п.

Среди всех категорий расходов наибольший отрицательный вклад в рост ВВП может внести происшедшее в 2010 году сокращение расходов на национальную экономику, ЖКХ и охрану окружающей среды (-1,4 п.п.). В то же время увеличение расходов на культуру и социальную сферу будет способствовать росту выпуска на 0,14 п.п. Уменьшение расходов на оборону и безопасность (в % ВВП) приведет к снижению выпуска на 0,17 п.п. Сокращение же расходов на общегосударственные вопросы, как доли в ВВП, наоборот, поможет увеличить экономический рост на 0,13 п.п.

2011-2013 годы

В связи с необходимостью уменьшения фискального дефицита в 2011-2013 гг. планируется продолжить сокращение (в % ВВП) расходов федерального бюджета: с 22,7% ВВП в 2010 г. до 19,7% ВВП в 2013 г. Расходы на силовые ведомства останутся неизменными (5,3% ВВП), но предполагается к 2014 г. заметно сократить расходы по таким статьям как «национальная экономика, ЖКХ и охрана окружающей среды» (на 1,3 п.п. ВВП) и «культура и социальная сфера» (на 2,3 п.п. ВВП). В то же время, принимая во внимание приближающиеся выборы 2011-2012 гг., легко представить, что расходы на «социалку», в результате, будут не только не сокращены, но даже и увеличены, как это произошло, например в 2007 г. Переориентация госрасходов в размере 1 п.п. ВВП из статьи «экономика» в статью «силовые ведомства» снизит темпы экономического роста на 0,26 п.п., а при переориентации тех же расходов из статьи «экономика» в социальные расходы – на 0,35 п.п.

Приложение 1.

Таблица А1. Итоги оценки уравнений фискальных шоков

| Переменная | Непроцентные расходы | Национальная экономика, ЖКХ, охрана окружающей среды | Национальная оборона, безопасность, правоохранит. деятельность | Культура и социальная сфера | Общегосударственные вопросы |
|------------------------------|----------------------|--|--|-----------------------------|-----------------------------|
| Δ Выпуск (-4) | 0,5232 0,107 | 0,3477 0 | | | 0,631 0 |
| Δ Выпуск (-5) | | | 0,1119 0,136 | 0,2278 0,243 | |
| Δ(Налоги/ВВП)(-4) | 0,7541 0,0736 | | | | |
| CI | | | | 0,0942 0,018 | |
| CI(-5) | | | | | 0,0994 0,001 |
| Кризис | 0,0249 0,058 | 0,0089 0,011 | | 0,0512 0 | |
| AR(1) | -0,538 0,002 | -0,4935 0,008 | -0,7327 0 | | -0,3573 0,087 |
| MA(1) | | | | 0,6792 0 | |
| Константа | -0,0081 0,2516 | -0,0054 0,008 | -0,0011 0,454 | 0,1656 0 | 0,0349 0 |
| | | | | | |
| R2 | 0,411 | 0,383 | 0,572 | 0,671 | 0,625 |
| Нормированный R2 | 0,346 | 0,319 | 0,543 | 0,635 | 0,574 |
| Лог. правдоподобия | 78,012 | 108,855 | 101,369 | 117,766 | 90,847 |
| Статистика Дарбина-Уотсона | 2,449 | 2,04 | 2,048 | 1,68 | 2,065 |
| Критерий Акайке | -3,562 | -6,355 | -6,148 | -5,37 | -6,681 |
| Критерий Шварца | -3,353 | -6,173 | -6,011 | -5,163 | -6,487 |
| F-статистика | 6,289 | 6,002 | 19,388 | 18,858 | 12,23 |
| Корень AR -1 | -0,54 | -0,49 | -0,73 | -0,68 | -0,36 |
| Выборка (скорректированная): | 2000Q3 2010Q3 | 2002Q3 2010Q3 | 2002Q3 2010Q2 | 2000Q1 2010Q2 | 2004Q1 2010Q2 |
| Наблюдения | 41 | 33 | 32 | 42 | 26 |

В качестве зависимой переменной использована доля соответствующей группы госрасходов в ВВП. Внизу представлены P-значения (вероятность равенства коэффициента нулю).

Таблица А2. Итоги оценки уравнений фискальных мультипликаторов

| Переменная | Непроцентные расходы | Национальная экономика, ЖКХ, охрана окружающей среды | Национальная оборона, безопасность, правоохранит. деятельность | Культура и социальная сфера | Общегосу.-дарственные вопросы |
|---------------------------------|----------------------|--|--|-----------------------------|-------------------------------|
| Фискальные расходы * | 0,1260 0,038 | 0,5507 0,019 | 0,2916 0,004 | 0,2065 0,074 | -0,7679 0,035 |
| Приток капитала, % ВВП | 0,1420 0,000 | 0,0268 0,507 | | | |
| Приток капитала (-1), % ВВП(-1) | | | 0,0832 0,004 | | 0,1574 0,000 |
| Δ Цены на нефть | | 0,0093 0,405 | 0,0199 0,006 | | 0,0298 0,004 |
| Δ Цены на нефть (-1) | | | | 0,0262 0,001 | |
| Δ Цены на нефть (-2) | 0,0166 0,086 | | | | |
| Кризис | | | | -0,0205 0,001 | |
| AR(1) | | 0,7396 0,000 | | | |
| MA(1) | | | 0,8396 0,000 | 0,3772 0,0259 | 0,3707 0,183 |
| Константа | 0,0127 0,000 | 0,0110 0,246 | 0,0100 0,008 | 0,0143 0,000 | 0,0081 0,016 |
| | | | | | |
| R ² | 0,483 | 0,677 | 0,751 | 0,621 | 0,792 |
| Нормированный R ² | 0,438 | 0,616 | 0,712 | 0,578 | 0,746 |
| Лог. правдоподобия | 112,57 | 80,37 | 101,877 | 128,943 | 74,812 |
| Статистика Дарбина-Уотсона | 1,631 | 1,458 | 1,647 | 1,774 | 1,700 |
| Критерий Акайке | -5,714 | -5,798 | -6,250 | -6,046 | -6,071 |
| Критерий Шварца | -5,542 | -5,556 | -6,019 | -5,837 | -5,824 |
| F-статистика | 10,593 | 11,017 | 19,581 | 14,717 | 17,185 |
| Выборка (скорректированная): | 2001Q2 2010Q3 | 2003Q4 2010Q1 | 2003Q1 2010Q3 | 2000Q3 2010Q3 | 2005Q1 2010Q3 |
| Наблюдения | 38 | 26 | 31 | 41 | 23 |

В качестве зависимой переменной использованы темпы роста физического объема ВВП. Внизу представлены P-значения (вероятность равенства коэффициента нулю).

*Переменная «фискальные расходы» получена в качестве остатков уравнений, оцененных на первом шаге моделирования. В уравнениях для непроцентных расходов и для расходов на национальную экономику переменная «фискальная политика» - сумма 3-го и 4-го лагов соответствующих фискальных шоков. В уравнении для расходов на оборону и безопасность используется 2-й лаг шока фискальных расходов на эту область. В уравнении расходов на соц. сферу и в уравнении расходов на общегосударственные вопросы – 4-ый лаг.

Таблица А3. Влияние фискальной политики до и после кризиса

| Переменная | Коэффициент | Вероятность |
|--------------------------------|---------------|-------------|
| Фискальные расходы в кризис | 0,222 | 0,016 |
| Фискальные расходы не в кризис | -0,010 | 0,860 |
| Приток капитала, % ВВП | 0,056 | 0,017 |
| Кризис | -0,018 | 0,000 |
| Цены на нефть (-1) | 0,026 | 0,001 |
| Константа | 0,016 | 0 |
| R2 | 0,650 | |
| Нормированный R2 | 0,605 | |
| Логарифм правдоподобия | 144,177 | |
| Статистика Дарбина-Уотсона | 1,558 | |
| Критерий Акайке | -6,141 | |
| Критерий Шварца | -5,900 | |
| F-статистика | 14,488 | |
| Выборка (скорректированная): | 2000Q1 2010Q3 | |
| Число наблюдений | 43 | |

В качестве зависимой переменной использованы темпы роста физического объема ВВП. Переменная «фискальные расходы» получена в качестве остатка уравнения, оцененного на первом шаге моделирования.

Приложение 2.

Методы оценивания фискальных шоков: правильная идентификация

Главной проблемой оценивания фискальных мультипликаторов является идентификация фискальных шоков. С точки зрения методологии можно выделить несколько подходов, применяемых для оценки мультипликаторов: построение структурных моделей, оценка векторных авторегрессий и так называемые «case studies».

Модели векторных авторегрессий при оценке фискальных мультипликаторов довольно распространены (Fatas, Mihov; Monacelli et. al.¹¹). Такой подход не подразумевает определенной структуры векторной модели и опирается на построение функции реакции на основе разложения Сколески: переменные располагаются последовательно в предположении, что каждая предыдущая не влияет на последующую в тот же период времени. Так, например, принятие решения о расходах бюджета является достаточно длительным процессом, государство будет реагировать с запаздыванием на изменение выпуска.

Модель структурной векторной авторегрессии подразумевает, что взаимосвязь переменных описывается более сложными законами, нежели простая рекурсивная связь. Этот подход позволяет получить более точные оценки, но при условии, что с большой точностью известны определенные структурные экономические параметры, оценка которых является трудной задачей. Blanchard и Perotti¹² строят такую модель на основе данных о налогах по доходам для стран ОЭСР. Для построения модели векторных авторегрессий нужны ряды более длинные, чем для оценки линейных моделей, поскольку здесь оценивается большее число коэффициентов.

Использование «case studies» (Romer и Romer¹³) предполагает выявление отдельных эпизодов, во время которых происходило внезапное увеличение фискальных расходов (война или изменение политического курса). Оценки таких моделей проводятся методом максимального правдоподобия. Основным недостатком такого подхода является сложность гарантировать то, что в рассматриваемые эпизоды увеличение госрасходов было действительно абсолютно неожиданными для экономических агентов. Кроме того, измерение величины шока с использованием данного подхода также представляется затруднительным: например, в случае войны рост расходов на оборону будет сопровождаться сокращением расходов по другим статьям, что, в результате, может привести к смещенной оценке эффекта.¹⁴

¹¹ Fatás, A, Mihov I. (2001) : "The Effects of Fiscal Policy on Consumption and Employment: Theory and Evidence," CEPR Discussion Paper No. 2760; Monacelli T., Perotti R., Trigali A. (2010) "Unemployment Fiscal Multipliers"

¹² Blanchard, O., Perotti R. (2002) : "An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output," Quarterly Journal of Economics, Vol. 117, pp. 1329–1368.

¹³ Romer, C., Romer D. (2008) : "The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks", University of California, Berkeley.

¹⁴ Burnside, C., Eichenbaum M., Fisher J.D. (2004): "Fiscal shocks and their consequences". Journal of Economic Theory, 115:89117,2004; Ramey V.A., Shapiro M.D. (1998) : "Costly capital reallocation and the effects of government spending," Carnegie Rochester Conference on Public Policy, 48:154–194,1998.

Стандартная оговорка об ограничении ответственности, в обязательном порядке прилагаемая ко всем аналитическим продуктам.

Отказ от ответственности

Данные, приведенные в настоящем документе, не являются рекомендацией о вложении денег. Информация предоставлена исключительно в ознакомительных целях. Любая информация, представленная в настоящем документе, носит ознакомительный характер и не является предложением, просьбой, требованием или рекомендацией к покупке, продаже, или предоставлению (прямому или косвенному) ценных бумаг или их производных. Продажа или покупка ценных бумаг не может осуществляться на основании информации, изложенной в настоящем документе, и указанных в нем цен. Информация, изложенная в настоящем документе, не может быть использована в основе какого-либо юридически связывающего обязательства или соглашения, включая, но не ограничиваясь обязательством по обновлению данной информации. Она не может воспроизводиться, распространяться или издаваться любым информируемым лицом в целях какого-либо предложения, мотива, требования или рекомендации к подписке, покупке или продаже любых ценных бумаг или их производных. Будет считаться, что каждый, получивший информацию, провел свое собственное исследование и дал свою собственную оценку перспектив инвестиций в инструменты, упомянутые в настоящем документе. Сбербанк России не берет на себя никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки, затраты или ущерб, понесенные в связи с использованием информации, изложенной в настоящем документе, включая представленные данные. Информация также не может быть рассмотрена в качестве рекомендации по определенной инвестиционной политике или в качестве любой другой рекомендации.

Информация не может рассматриваться как обязательство, гарантия, требование, обещание, оферта, рекомендации, консультации и т.д.

Банк не должен нести ответственность за последствия, возникшие у третьих лиц при использовании информации, изложенной в настоящем документе. Банк в праве в любое время и без уведомления изменять информацию, изложенную в настоящем документе

Третьи лица (инвесторы, акционеры и пр.) должны самостоятельно оценить экономические риски и выгоды от сделки (услуги), налоговые, юридические, бухгалтерские последствия, свою готовность и возможность принять такие риски

Банк не дает гарантии точности, полноты, адекватности воспроизведения информации третьими лицами и отказывается от ответственности за ошибки и упущения, допущенные ими при воспроизведении такой информации

Информация, изложенная в настоящем документе, не может быть интерпретирована как предложение / оферта или как рекомендация / консультация по инвестиционным, юридическим, налоговым, банковским и другим вопросам. В случае возникновения потребности в получении подобных консультаций следует обратиться к специалистам.