

6 июня 2017

Бюджетные правила позволяют достигать важных для общества целей .....2

Опыт применения сделал российское бюджетное правило жестче .....4

Новое правило более устойчиво к кризисам прошлого.....6

Недооценка курса рубля может приводить к завышенному структурному дефициту...8

Более жесткое бюджетное правило не всегда означает более низкий экономический рост.....9

## Новое правило снизит нефтегазовую зависимость российского бюджета

Исследование сбалансированности и устойчивости федерального бюджета

- **Применение того или иного бюджетного правила — мейнстрим экономической политики.** Свыше 90 стран используют их. Новое российское правило для федерального бюджета, как и аналоги, применяемые другими экспортёрами сырья, отвязывает расходы от волатильных сырьевых доходов. Некоторые государства (Колумбия, Чили) вносят в бюджетное правило дополнительные поправки для смягчения влияния колебаний несырьевых доходов.
- **Новая версия бюджетного правила дает более жесткое определение неустойчивых доходов:** для российского бюджета это нефтегазовые доходы сверх получаемых при базовой цене на нефть (40 долл./барр.). Расходы не потребуют секвестра и будут иметь гладкую динамику при более широком диапазоне колебаний цен на нефть. Переход к правилу потребует снижения с 2016 по 2020 год федеральных расходов на 4,5–5% в реальном выражении. Это окажет нейтральное влияние на темпы экономического роста.
- **Новое бюджетное правило пережило бы рецессию 2014 года, но, вероятно, не рецессию 2009-го.** Отсутствие явной возможности компенсировать расходами ненефтяную часть экономического цикла может привести к приостановке правила в случае рецессии по сценарию 2009 года или не сопровождаемой резкими скачками цен на нефть. Это чревато отсутствием стимулов для сворачивания мер поддержки и чрезмерно высокими расходами после кризиса.
- **Уровень ненефтегазового дефицита федерального бюджета может постепенно снизиться до 5–6% с 10%** (средняя величина за 2009–2016 годы). Это произойдет при условии установления параметра реальной цены отсека в диапазоне 40–45 долл./барр. (актуальный вариант — 40 долл./барр.) в новом бюджетном правиле и наблюдаемых реальных ценах выше 50 долл./барр.
- **Федеральный бюджет может недополучить 0,4% ВВП нефтегазовых доходов** в отдельном году только за счет отклонения курса рубля от уровня, ожидаемого при данной цене на нефть. В 2017 году это будет скомпенсировано более дорогой, чем заложено в бюджете, нефтью. Ситуация иллюстрирует влияние механизма прогнозирования валютного курса на наблюдаемый и структурный дефициты. Для того чтобы новое правило могло применяться на протяжении многих лет, важно, чтобы ошибки, если они и будут возникать, были разнонаправленными и несистематическими.

Дмитрий Куликов  
Эксперт, группа исследований  
и прогнозирования  
+7 (495) 139-0492  
dmitry.kulikov@acra-ratings.ru

Наталья Порохова  
Директор, руководитель группы  
исследований и прогнозирования  
+7 (495) 139-0490  
natalia.porokhova@acra-ratings.ru

### Контакты для СМИ

Мария Мухина  
Операционный директор  
+7 (495) 139-0480  
maria.mukhina@acra-ratings.ru

## Бюджетные правила позволяют достигать важных для общества целей

*Бюджетное правило — долгосрочное количественное ограничение какого-либо из агрегатов бюджета (доходов, расходов, дефицита) либо ограничение баланса государства (в основном долга).*

*Контрциклическая экономическая политика призвана стимулировать внутренний спрос в периоды циклического спада и сдерживать его во времена экономического подъема.*

Применение того или иного бюджетного правила — мейнстрим экономической политики. Свыше 90 стран<sup>1</sup> используют их. Бюджетные правила позволяют достигать важных для общества целей:

1. обеспечение баланса между краткосрочными и долгосрочными целями государства (ограничение влияния электорального цикла и отраслевого лобби на дефицит, долг и структуру расходов и т. д.);
2. обеспечение гладкости бюджетных расходов относительно потенциально волатильных доходов и, как результат, их ацикличности или контрцикличности (вклад в макроэкономическую стабильность);
3. поддержание кредитоспособности государства за счет ограничения величины долга или поддержания уровня бюджетных резервов (снижение вероятности долговых кризисов).

Развивающиеся страны и страны — экспортеры природных ресурсов решают преимущественно первые две задачи. В условиях относительно высокого уровня инфляции и довольно высоких темпов экономического роста третья задача для них, как правило, менее актуальна. Поэтому бюджетные правила в таких странах чаще направлены на ограничение дефицита бюджета, но величину долга формально не ограничивают. Относительная гладкость расходов достигается их привязкой к ацикличному по определению структурному дефициту (см. Рисунок 1).

Экспортеры сырья при этом в первую очередь стараются отвязать расходы от волатильных сырьевых доходов. Некоторые государства (Колумбия, Чили) вносят в бюджетное правило дополнительные поправки для смягчения влияния колебаний нессырьевых доходов.

Успешность правила в достижении заявленных целей зависит как от продуманности его формулировки, так и от практики внедрения и применения<sup>2</sup>. Эффективность, по-видимому, определяется такими свойствами, как:

- а) устойчивость в различных макроэкономических условиях (или четко сформулированные случаи возможного отступления от правила, исключения);
- б) охват большинства уровней бюджетной системы;
- в) прозрачность и понятность формулировки, возможность независимой проверки применения, а также привязка к наблюдаемым, а не плохо прогнозируемым или скрытым показателям, невозможность манипулирования;
- д) наличие формальной системы, стимулирующей приверженность правилу (санкции за невыполнение, личная или распределенная ответственность).

<sup>1</sup> IMF Fiscal Rules Dataset 2016.

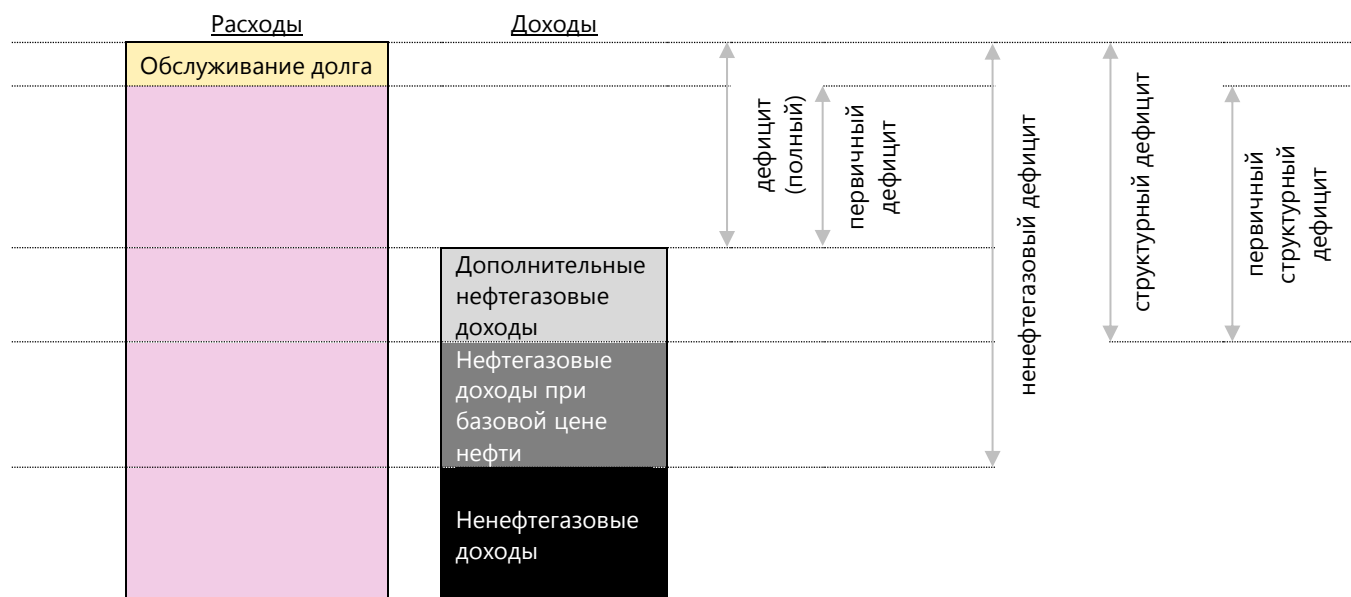
<sup>2</sup> См., например, A. Schaechter, T. Kinda, N. Budina, A. Weber (2012), Fiscal Rules in Response to the Crisis—Toward the “Next-Generation” Rules. A New Dataset // IMF Working Paper No. 12/187.

Таблица 1. Примеры бюджетных правил в странах — экспортерах природных ресурсов

Страна	Краткое описание
Австралия	Прирост реальных расходов $\leq 2\%$ в год до тех пор, пока полный баланс не превысит $1\%$ ВВП. Далее в среднем по годам иметь полный баланс $\geq 0\%$ ВВП, относительную налоговую нагрузку ниже уровня 2007–2008 годов.
Индонезия	Полный дефицит консолидированного <sup>3</sup> бюджета $\leq 3\%$ ВВП, долг консолидированного бюджета $\leq 60\%$ ВВП.
Колумбия	Структурный дефицит должен снижаться по графику к уровню $1\%$ ВВП. Планирование большего дефицита возможно при ожидаемом росте экономики, отклоняющемся на 2 п. п. вниз от долгосрочного среднего.
Мексика	Полный баланс $\geq 0\%$ ВВП. Структурные расходы могут расти не более чем на $2\%$ в год в реальном выражении.
Монголия	Прирост расходов $\leq$ прирост ненефтяного ВВП.
Нигерия	Полный дефицит $\leq 3\%$ ВВП.
Норвегия	Структурный дефицит не должен превышать ожидаемой доходности Глобального государственного пенсионного фонда, в который зачисляются все нефтегазовые доходы и профицит.
Чили	Структурный дефицит $\leq 1\%$ ВВП. Структурными считаются доходы при ценах на медь, находящихся на своем долгосрочном уровне, а также при близости экономики к своему потенциалу.
<b>Россия</b> (в настоящее время не действуют)	2004–2007 гг.: структурный дефицит $\leq 0\%$ ВВП. 2012–2014 гг.: структурный дефицит $\leq 1\%$ ВВП. Структурные доходы — доходы, которые были бы получены при базовой цене нефти, которая определяется по формуле (см. подробнее Таблицу 3).

Источник: IMF Fiscal Rules Dataset 2016, сайты соответствующих национальных министерств и суверенных фондов

Рисунок 1. Соотношение основных терминов, связанных с балансом бюджета<sup>4</sup>



Источник: АКРА

<sup>3</sup> Термин применяется для охвата большей части либо всей бюджетной системы, имеющей несколько равноправных частей или уровней иерархии. В России, например, консолидированный бюджет состоит из федерального бюджета, консолидированных бюджетов регионов и бюджетов государственных внебюджетных фондов (ПФР, ФОМС, ФСС).

<sup>4</sup> Схема приводится в иллюстративных целях: размеры столбиков не отражают реального масштаба дефицитов бюджетов в российской или какой-либо другой экономике. Определение структурного дефицита приведено для частного случая экспортера нефти и газа и российской бюджетной практики. Любой из упомянутых дефицитов может принимать отрицательные значения, становясь профицитом.

## Опыт применения сделал российское бюджетное правило жестче

*Структурный дефицит — гипотетический дефицит, возникающий в ситуации, когда циклическая (неустойчивая) часть доходов равна нулю, то есть при условии равенства доходов своему устойчивому в долгосрочной перспективе структурному уровню.*

*За 10 лет оценка устойчивой цены нефти выросла с 20 до 96 долл./барр. (на 380% в реальном выражении), а разрешенный к планированию структурный дефицит — с 0 до 1% ВВП.*

Российский федеральный бюджет использует бюджетные правила с 2004 года (новая версия станет четвертой). Основным элементом является формула для определения предельного уровня расходов, закрепляемого при планировании бюджета на будущий год (см. Таблицу 2). Правила формулируются с целью снижения зависимости динамики расходов от наблюдаемых и ожидаемых колебаний нефтяных цен. Предельные расходы определяются максимальной величиной структурного дефицита (0%, с 2012 года — 1%). Такая формулировка и заявленные цели не противоречат опыту развивающихся стран и стран — экспортеров сырья (см. Таблицу 1). Однако, как показала практика, существует риск неоптимальной оценки устойчивого уровня доходов. С 2004 по 2014 год изменения правила как раз были вызваны переоценкой этого уровня, зависящего от устойчивого базового уровня цены нефти, а также коррекцией мнения о безопасном уровне дефицита, который можно финансировать за счет накопления долга и других источников.

Базовая цена на нефть, в 2004 году определявшаяся без явной связи с наблюдаемой ценой, в последней версии (2014 года) задавалась динамически и автоматически, как скользящее среднее. Это должно было избавить от ошибок планирования. Но, несмотря на наличие формулы, как раз за счет не вполне реалистичной базовой цены структурный дефицит при заданных по правилу расходах казался низким, хотя нефтегазовая зависимость была объективно велика (см. Рисунок 2). Поэтому возникший в 2014 году после падения нефтяных цен полный дефицит при сохранении правила истощал бюджетные резервы, перспективы пополнения которых были весьма неопределенны. Кроме того, динамика предельных расходов потребовала бы их серьезного снижения в 2015–2018 годах даже при сохранении правила и даже в номинальном выражении, а это всегда политически сложно. Более медленный рост расходов ранее, при высоких ценах на нефть, мог бы стать более приемлемой альтернативой.

Таблица 2. Эволюция бюджетного правила для расходов федерального бюджета РФ

Годы	Формула для величины расходов планового года
2004–2007	Расходы = прогноз нефтегазовых доходов + + прогноз нефтегазовых доходов при фиксированной базовой цене. Базовая цена = 20 долл./барр. (в 2007 году повышена до 27 долл./барр.).
2008	<u>Начало года:</u> расходы = прогноз нефтегазовых доходов + 4,7% прогнозного ВВП, финансируется за счет нефтегазовых доходов на ≤ 3,7% ВВП (так называемый нефтегазовый трансферт). <u>Конец:</u> = максимальный нефтегазовый трансферт 2008–2011 гг.: 6,1% -> 5,5% -> 4,5% -> 3,7% ВВП. С 2012 года: ≤ 3,7%.
2009–2012	Правила не применялись.
2013–2014	Расходы = прогноз нефтегазовых доходов + + прогноз нефтегазовых доходов при динамической базовой цене нефти + 1% прогнозного ВВП. Базовая цена = средняя цена нефти с 2008 года по год, предшествующий плановому (с 2018 года — скользящее длинное 10-летнее среднее). Либо короткое 3-летнее скользящее среднее (когда оно ниже длинного).
2015–2017	Правила не применяются (с 2016 года неформально заявлена фиксация расходов в рублях на неизменном уровне).
2018–... <sup>5</sup>	Расходы = прогноз нефтегазовых доходов + + прогноз нефтегазовых доходов при динамической базовой цене нефти и базовом обменном курсе + некоторые бюджетные остатки + планируемые процентные расходы по государственному долгу. «Базовая» цена = 40 долл./барр. + 2% в год (целевая инфляция в США)

<sup>5</sup> Параметры нового правила см.: [http://minfin.ru/common/upload/library/2017/04/main/Materialy\\_SMI\\_24.04.17.pdf](http://minfin.ru/common/upload/library/2017/04/main/Materialy_SMI_24.04.17.pdf)

Источник: Бюджетный кодекс, публичные заявления Министерства финансов относительно поправок в 2017 году

Первый и основной вывод из накопленного опыта: необходимо защищенное от произвольных пересмотров (автоматическое и прозрачное), но более реалистичное определение устойчивой цены нефти.

Другие выводы, очевидно, учтенные правительством в новой формулировке, могут показаться более техническими, но они не менее важны:

- Требуется конкретизация значения валютного курса, который используется для оценки нефтегазовых доходов при базовой цене нефти. Последний доступный проект «Основных направлений бюджетной политики...» предполагал, что в новом правиле берется базовый курс рубля (соответствующий сценарию с базовой ценой нефти). Ранее, по всей видимости, использовался курс, соответствующий основному сценарию экономического прогноза (и это явно прописано не было). Вероятно, в новом правиле такой подход сохранится, так как он более простой и не приводит к возникновению положительной обратной связи между объемом валютных интервенций Министерства и курсом рубля.

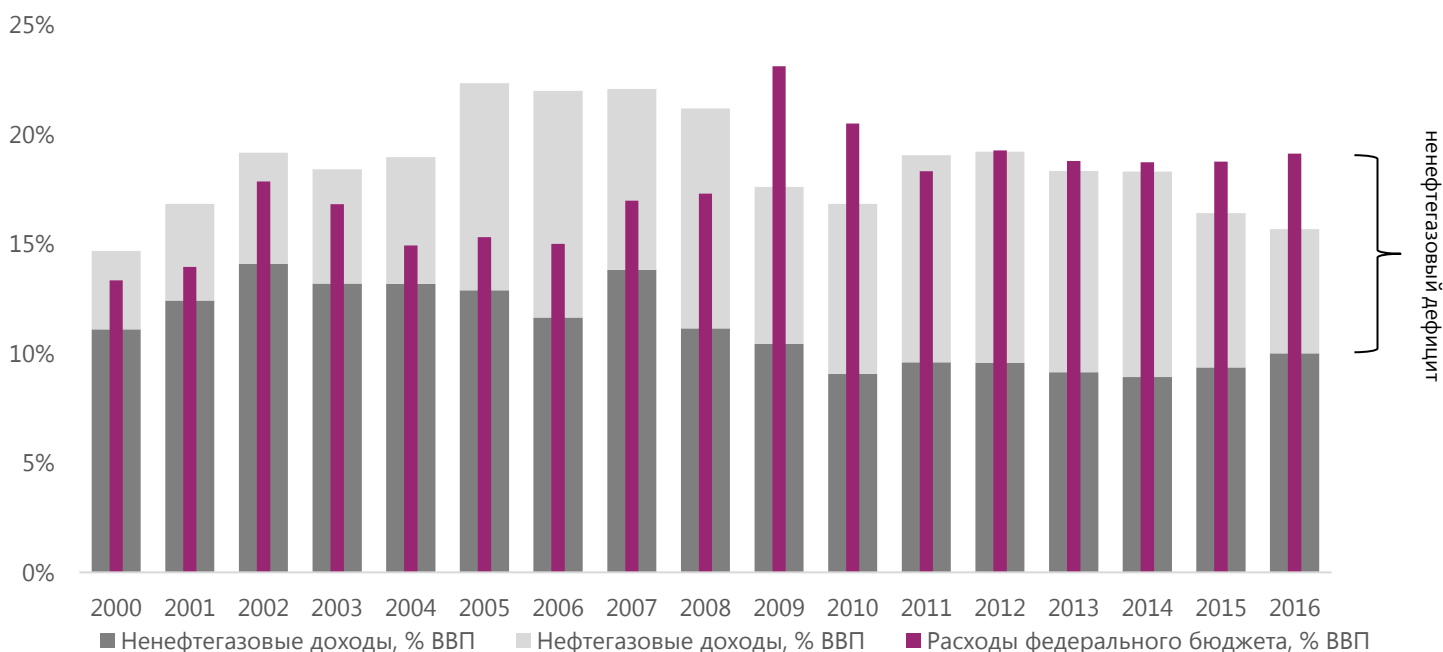
- Структурный дефицит возможно напрямую ограничивать величиной расходов на обслуживание государственного долга. Она, в свою очередь, может быть как выше, так и ниже 1% прогнозного ВВП. В прошлых версиях правила добавка 1% ВВП выглядела произвольно — новая формулировка повышает прозрачность и дает разумную гибкость при сохранении ограничения на использование нефтегазовых доходов.

Короткая форма правила приобретает вид: «Первичный структурный дефицит  $\leq 0\%$ ».

*В 2016 году разница между предельными уровнями расходов, которая могла бы возникнуть при использовании прогнозируемого курса вместо базового, составила 0,9% ВВП.*

*Первичный дефицит — гипотетический дефицит, возникающий в ситуации, когда расходы на обслуживание государственного долга равны нулю.*

**Рисунок 2. Практика применения бюджетных правил в 2004–2016 годах привела к последовательному увеличению нефтегазового дефицита до уровня около 10% ВВП**



Источник: Казначейство РФ, расчеты АКРА

## Новое правило более устойчиво к кризисам прошлого

Оценка качества правила должна зависеть от того, с какими целями оно вводится (см. с. 2). В нашем случае основными положительными результатами применения должны стать, в частности, более определенные объемы и структура государственных расходов и, как следствие, снижение неопределенности как у получателей бюджетных средств, так и у экономических агентов в целом. В этом смысле критическое значение играет возможность следования правилу в случае изменения внешних условий, его устойчивость.

Наши расчеты (см. Рисунки 3–5) показывают: уровень ненефтегазового дефицита, достигаемый к 2019 году при новом правиле, сопоставим с уровнем, который мог бы быть достигнут при использовании предыдущей версии: 5,5% против 6–6,5% (и текущих 9%). Сопоставимы также уровни расходов и полный дефицит. Основные отличия правил можно выявить не в прогнозируемых на ближайшие пять лет условиях, а при гипотетическом новом эпизоде роста и падения нефтяных цен (например, по сценарию 2005–2008 и 2011–2014 годов).

В 2009 и 2015 годах от использования правил отказались по разным причинам. В первом случае государству требовалось фискальным стимулом сгладить циклическую рецессию, а не просто демпфировать волатильность сырьевых рынков (правило оказалось недостаточно контрциклическим). Расходы были увеличены на 5% ВВП — по мере выхода из рецессии к 2010–2011 году стимулирование должно было завершиться возвратом к более низким уровням расходов и ненефтегазового дефицита (к показателям 2007–2008 годов). Но итог оказался иным: выход на новые высокие уровни и внедрение относительно мягкого правила. Отчасти из-за этого во втором случае отказ мотивировался соображениями потенциальной нефинансируемости дефицитов, возникающих в соответствии с правилом, и пониманием избыточной нефтегазовой зависимости бюджета. А это как раз то, от чего хорошее правило должно было бы защитить. Не циклический, а структурный характер рецессии при этом не требовал какого-то особого фискального стимула.

Новая формула для федерального бюджета за счет значительно меньшей гибкости базовой цены нефти существенно ограничивает нефтегазовую зависимость (Рисунок 4), ощутимо снижая волатильность расходов (Рисунок 5). Если бы новая формула применялась в 2014 году, падение нефтяных цен не потребовало бы номинальной заморозки или секвестра бюджета.

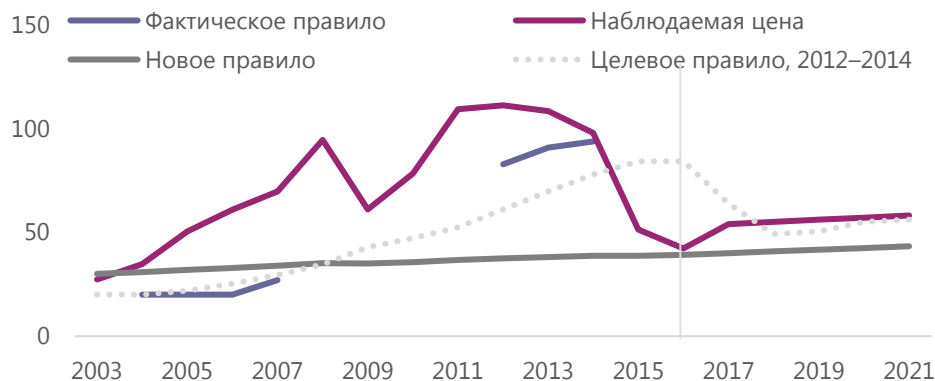
Согласно нашим расчетам, если в плановом году ожидается рецессия, расходы по бюджетному правилу демонстрируют проциклическое поведение, сокращаются (см. Рисунок 5). Поэтому в 2009 году от использования правила, вероятно, отказались бы (как это и произошло в реальности), мотивируя это тем, что возможностей для осуществления мер поддержки недостаточно. Как, скорее всего, и в случае рецессии, не связанной с колебаниями нефтяных цен. Опыт последней глобальной рецессии показывает, что это достаточно опасно, если нет гарантии, что после окончания кризиса будет достаточно стимулов вовремя вернуться к правилу оптимальной жесткости. Подобные проблемы возникли во многих странах после 2009 года и привели к появлению правил «нового поколения», которые сильнее смягчают бюджетную политику в аналогичных ситуациях и при этом не требуют приостановки действия. Менее технологичный подход — создание исчерпывающего списка ситуаций, допускающих временное отступление от правил.

*Расчеты не учитывают влияния динамики госрасходов на деловую активность и траекторию ВВП. Ненефтегазовые доходы на каждый год зафиксированы на фактическом уровне. Расчетный курс рубля при базовой цене получен из собственной модели валютного курса, в которой все факторы, кроме цен на товары сырьевого экспорта, зафиксированы на фактическом уровне 2004–2016 годов и на прогнозных уровнях 2017–2021 годов.*

*Это проявление так называемой проблемы динамической несогласованности в экономической политике.*

При прочих равных условиях большая устойчивость бюджетного правила может положительно отразиться на кредитном качестве компаний государственного сектора и их основных контрагентов за счет более предсказуемых отношений с федеральным бюджетом.

**Рисунок 3. Соотношение базовых и наблюдаемой цены нефти**



Целевое правило 2012–2014 годов должно было начать работать с 2018 года, когда длинный период усреднения нефтяной цены достиг бы 10 лет.

Источник: расчеты АКРА

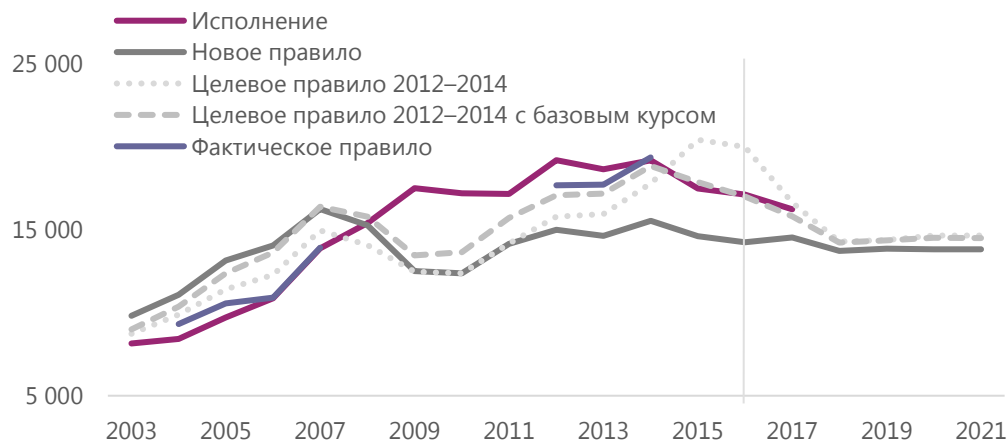
**Рисунок 4. Ненефтегазовый дефицит, % ВВП**



На графике (см. показатель «Исполнение 2017») в 2017 году приведена оценка дефицита: данные по расходам взяты из утвержденного бюджета, данные по ненефтегазовым доходам и цена нефти — из макроэкономического прогноза АКРА [«Рецессия закончилась. Что дальше?»](#), опубликованного 28 марта 2017 года.

Источник: расчеты АКРА

**Рисунок 5. Реальные расходы федерального бюджета в ценах 2017 года (дефлятор — индекс потребительских цен)**



Приверженность любым разумным правилам снизит ненефтегазовый дефицит бюджета до уровней 5,5–6,5%.

Процикличность предельных расходов во время рецессии (см. 2009–2010 годы) может быть нежелательна.

Источник: расчеты АКРА

## Недооценка курса рубля может приводить к завышенному структурному дефициту

Бюджетное планирование осуществляется в рублях, а один из основных факторов неопределенности — долларовая цена нефти. В этих условиях прогнозирование валютного курса играет особую роль.

В марте–апреле текущего года средний курс рубля находился на уровне 57,2 руб./долл. С учетом наблюдавшейся на тот момент ситуации с ценами на нефть многие аналитики и экономические ведомства страны предсказывали значительное ослабление курса рубля. Согласно консенсус-прогнозу Focus Economics, среднегодовой курс должен был составить 61 руб./долл.<sup>6</sup>, министр экономики РФ ожидал снижения до 62 руб./долл.<sup>7</sup>. Но принципиально конъюнктура, как и курс с тех пор не изменились, что логически объясняется либо существованием временно действующих факторов, вызывающих отклонение наблюдаемого курса от фундаментального (моделируемого), либо несовершенством применяемых моделей валютного курса (влияние каких-то факторов учтено неверно). В любом из этих вариантов получается, что на горизонте одного года возможно отклонение наблюдаемого валютного курса от ожидаемого на величину порядка 5 руб./долл. (8–9%) даже при верно предсказанной цене нефти. Ожидания же будут заложены в бюджет при его планировании.

*Мы сравниваем альтернативы при одинаковой среднегодовой цене нефти на уровне 54 долл./барр., отличающиеся только курсом рубля (57 против 62 руб./барр.)*

Поскольку такое отклонение в сторону более крепкого рубля будет влиять на прогноз нефтегазовых доходов, оно может приводить к недооценке текущего дефицита на 0,4% ВВП (350–400 млрд руб. в ценах 2017 года). А в терминах бюджетного правила — к завышенному примерно на ту же величину структурному дефициту за счет завышенного прогноза нефтегазовых доходов при базовой цене нефти.

Повторяющиеся отклонения такого размера маловероятны: рыночные курсы должны сходиться к фундаментальным уровням, а системы прогнозирования, как правило, корректируются с учетом зафиксированных в прошлом ошибок. Несистематически возникающие ошибки как в сторону переоценки, так и в сторону недооценки не угрожают устойчивости правила. Необходимо лишь иметь возможность оперативно корректировать структуру финансирования дефицита или использование профицита на сопоставимую величину.

<sup>6</sup> Focus Economics Consensus Forecast, CIS countries, March 2017

<sup>7</sup> ТАСС: <http://tass.ru/ekonomika/4181645>



## Более жесткое бюджетное правило не всегда означает более низкий экономический рост

Несоответствие темпов роста частного спроса ожиданиям может делать желаемым расширение государственного спроса и его позиционирование в качестве ведущего стимула экономического роста. Руководствуясь данной логикой, можно сделать вывод о том, что переход к более жесткому (допускающему меньшие уровни расходов) бюджетному правилу означает замедление экономического роста. Но, на наш взгляд, применение упрощенного качественного анализа может приводить к ошибочной оценке результатов экономической политики.

*Фискальный мультипликатор — это отношение изменения фундаментальных переменных (реального ВВП, потребления, инвестиций) к экзогенному изменению фискальной политики (как совокупных расходов и доходов бюджета, так и их отдельных компонент) за определенный период времени.*

Экономическая теория использует концепцию фискальных мультипликаторов для оценки влияния динамики государственных расходов на экономический рост. Выводы, полученные на базе обширных межстрановых сопоставлений, противоречивы. Достаточно определенно можно сказать, что не любой государственный спрос стимулирует рост и что эффективность расходов зависит от макроэкономических условий<sup>8</sup>. Мультипликаторы роста расходов, произошедшего в нормальных условиях, могут быть ниже, чем во время рецессии, вплоть до отрицательных по некоторым видам расходов. Способ их финансирования также, похоже, имеет значение. Ожидаемое сжатие расходов не обязательно связано со сжатием спроса, так как может компенсироваться ростом частного спроса или даже стимулировать его расширение. Кроме того, значение имеют проводимая денежно-кредитная политика и близость процентных ставок к нулю.

В конкретной ситуации консолидации федерального бюджета РФ говорить о его влиянии в отрыве от решений Банка России некорректно. Начиная с 2015 года вынужденный фискальный стимул (дефицит) полностью компенсируется сдерживающей монетарной политикой в рамках борьбы с превышающей среднесрочную цель ожидаемой инфляцией. По мере снижения дефицита будет смягчаться и монетарная политика<sup>9</sup>. Их совокупное влияние на экономический рост в ближайшие годы будет нейтральным либо слабоотрицательным<sup>10</sup>. В долгосрочной перспективе снижение роли государства в российской экономике будет способствовать расширению частного спроса.

<sup>8</sup> См. например, Kilponen, Pisani, Schmidt, Corbo, Hlédik, Hollmayr, Hurtado, Júlio, Kulikov, Lemoine, Lozej, Lun, (2015), Comparing fiscal multipliers across models and countries in Europe, Working Paper Series 1760, European Central Bank; Ramey, Zubairy (2014), Government spending multipliers in good times and in bad: evidence from US historical data, University of California at San Diego and Texas A&M University; Caggiano, Castelnovo, Colombo, Nodari (2015), Estimating Fiscal Multipliers: News from a Nonlinear World, Economic Journal, 125(584): 746–776.

<sup>9</sup> См., например, Морозов, Власов, 2016, О влиянии роста бюджетного дефицита на ключевую ставку Банка России, Аналитическая записка Департамента исследований и прогнозирования Банка России.

<sup>10</sup> В частности, в зависимости от динамики инфляционных ожиданий и степени их влияния на решения Банка России об уровне ключевой ставки.

(С) 2017

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)

Москва, Садовническая набережная, д. 75

[www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru)

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются с учетом требований российского законодательства и учитывают лучшие мировые практики в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Присваиваемые кредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ представленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: [www.acra-ratings.ru/criteria](http://www.acra-ratings.ru/criteria).

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — [www.acra-ratings.ru](http://www.acra-ratings.ru). Информация представляется на условии «как есть».

Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять или дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью.

АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.