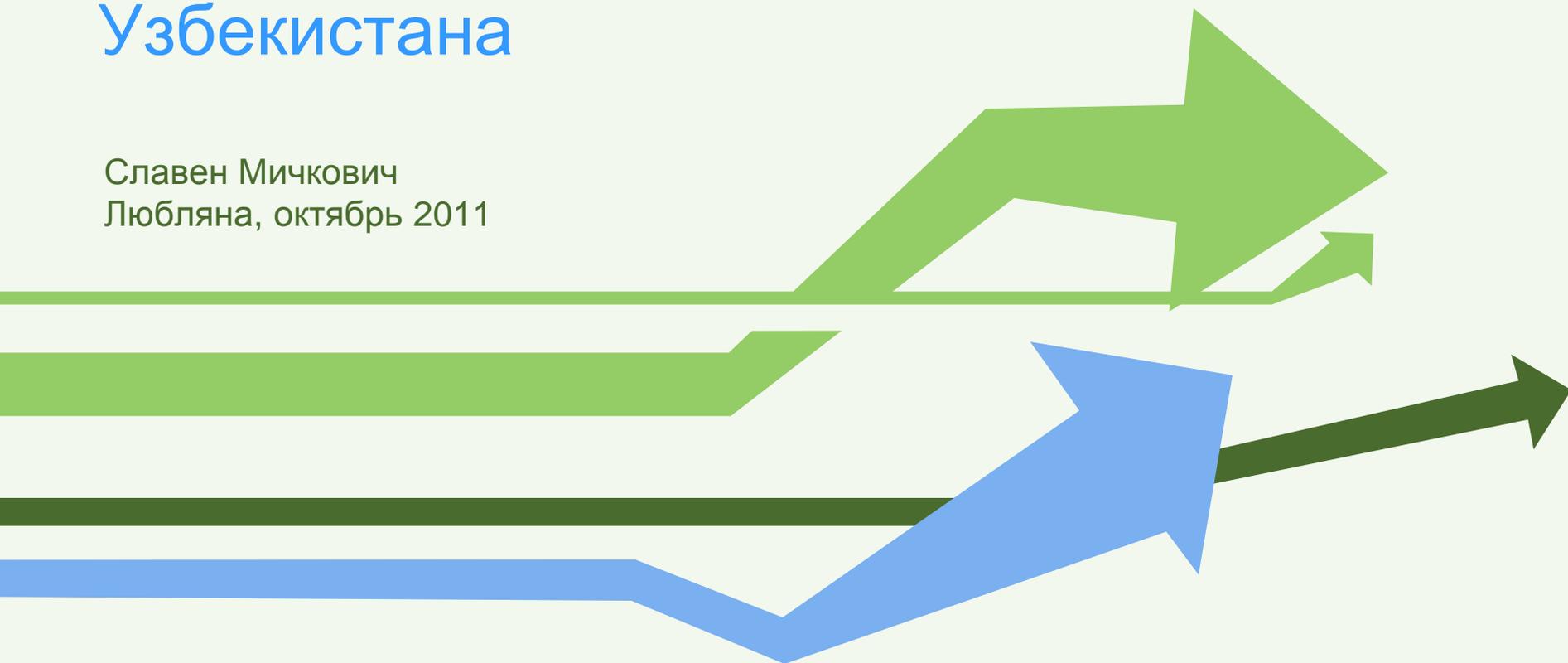
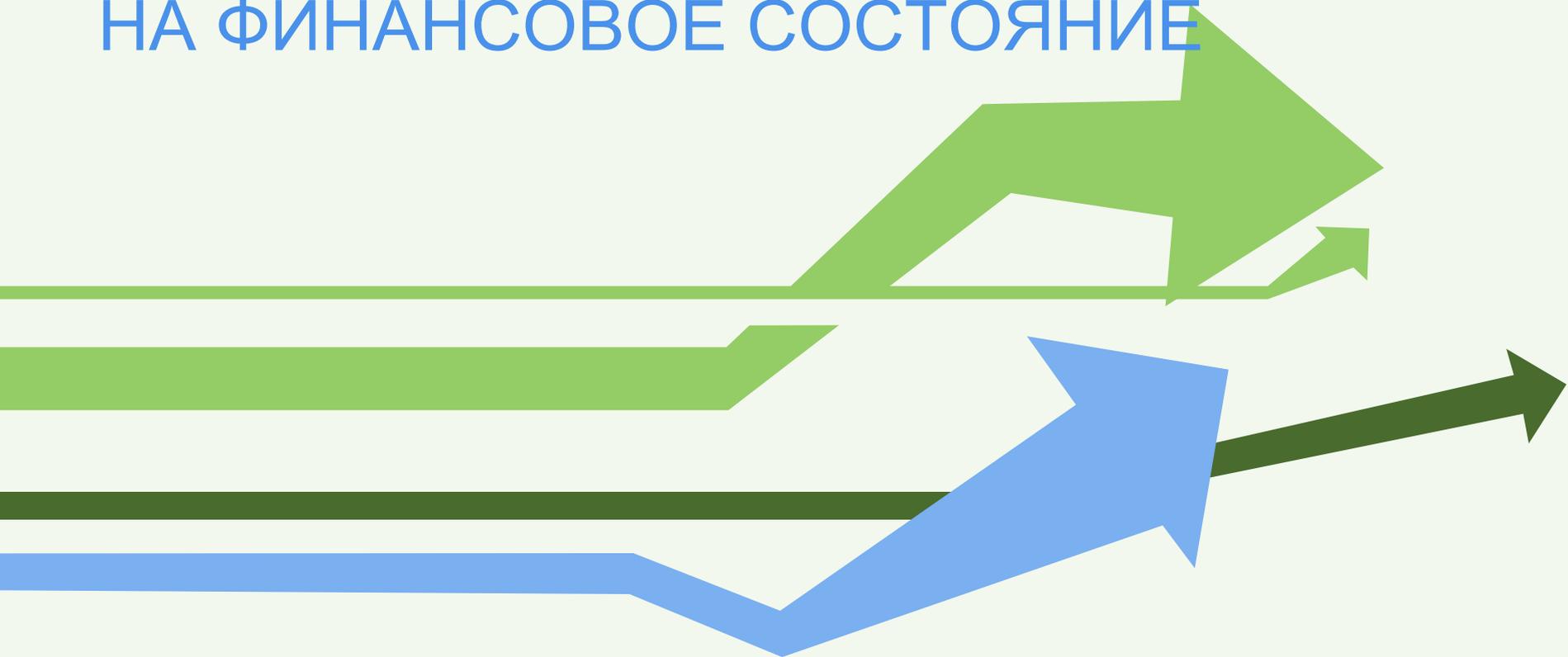


Научная командировка в Словению представителей министерства финансов Узбекистана

Славен Мичкович
Любляна, октябрь 2011



2. ЧАСТЬ: ВЛИЯНИЕ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ НА ФИНАНСОВОЕ СОСТОЯНИЕ



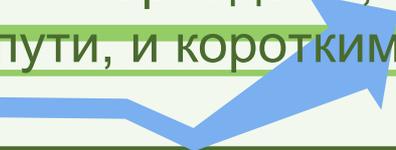
ВЛИЯНИЕ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ НА ФИНАНСОВОЕ СОСТОЯНИЕ



- **Ситуация и решение:** большинство решений по финансовой политике имеют экономические и бюджетные осложнения, которые выходят за рамки года, в который они принимаются – среднесрочные бюджетные цели должны принимать во внимание циклические колебания экономики.

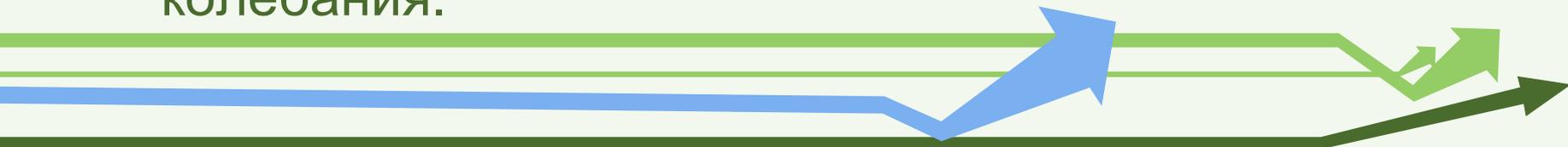
Макроэкономическая основа



- Современная экономика проходит значительные краткосрочные изменения совокупного объема производства и трудоустройства:
 - Изменения не показывают простые одинаковые или циклические формы;
 - Изменения распределяются очень неравномерно на компоненты производства;
 - Нет большой асимметрии между подъемом и падением объема производства: **рост объема производства распределяется приблизительно симметрично вокруг его среднего показателя;**
 - Похоже, что объем производства характеризуется сравнительно длительными периодами, когда оно находится немного выше обычного пути, и короткими периодами, когда оно сравнительно низко.
- 
- 

Макроэкономическая основа



- Экономика может испытывать временное движение вниз в течение бизнес циклов, но может испытывать долгосрочный рост, характеризуемый устойчивым увеличением общего ВВП и ВВП на душу населения.
 - В долгосрочной перспективе уровень объема производства определяется не спросом, а предложением составляющими производства (капитал, рабочая сила и технологии).
 - Эти составляющие производства определяют “**потенциальный уровень**” объема производства, вокруг которого бизнес циклы и макроэкономическая политика могут вызывать только временные колебания.
- 

Макроэкономическая основа



$$\begin{array}{|c|} \hline \text{Реальный} \\ \text{рост объема} \\ \text{производства} \\ \hline \end{array} = \begin{array}{|c|} \hline \text{Потенциальный} \\ \text{(тенденция)} \\ \text{рост объема} \\ \text{производства} \\ \hline \end{array} + \begin{array}{|c|} \hline \text{Краткосрочные} \\ \text{колебания} \\ \hline \end{array}$$

- На путь объема производства может повлиять:
 - **Постоянные сотрясения** имеют длительное влияние на путь объема производства,
 - **Временные сотрясения** – их влияние исчезает со временем – они приводят к циклическим движениям фактического объема производства вокруг тенденции/потенциала

Макроэкономическая основа



- Потенциальный рост объема производства / тенденции в производственной мощности экономики это приблизительная оценка уровня ВВП, который можно получить, когда экономика работает с высоким уровнем использования ресурсов.
 - Потенциальный объем производства не является техническим потолком, который не может быть превышен: это мера максимального устойчивого производства – уровень реального ВВП за данный год, который соответствует устойчивому уровню инфляции.
 - Потенциальный объем производства составляет наилучший составной показатель совокупного потенциала экономики со стороны предложения и ее масштаба для устойчивого роста без инфляции.
- 
- 
- 

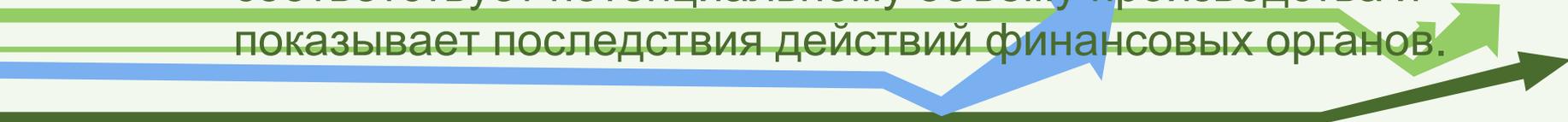
Макроэкономическая основа



- Разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства (OG) – разница между фактическим и потенциальным объемом производства является мерой циклических колебаний.
 - Положительное число разрыва показывает на чрезмерный спрос, а отрицательное – чрезмерный потенциал.
 - Потенциальный объем производства и его отрыв от фактического на практике не наблюдаются: их нелегко выразить точными неоспоримыми показателями.
- 

Макроэкономическая основа



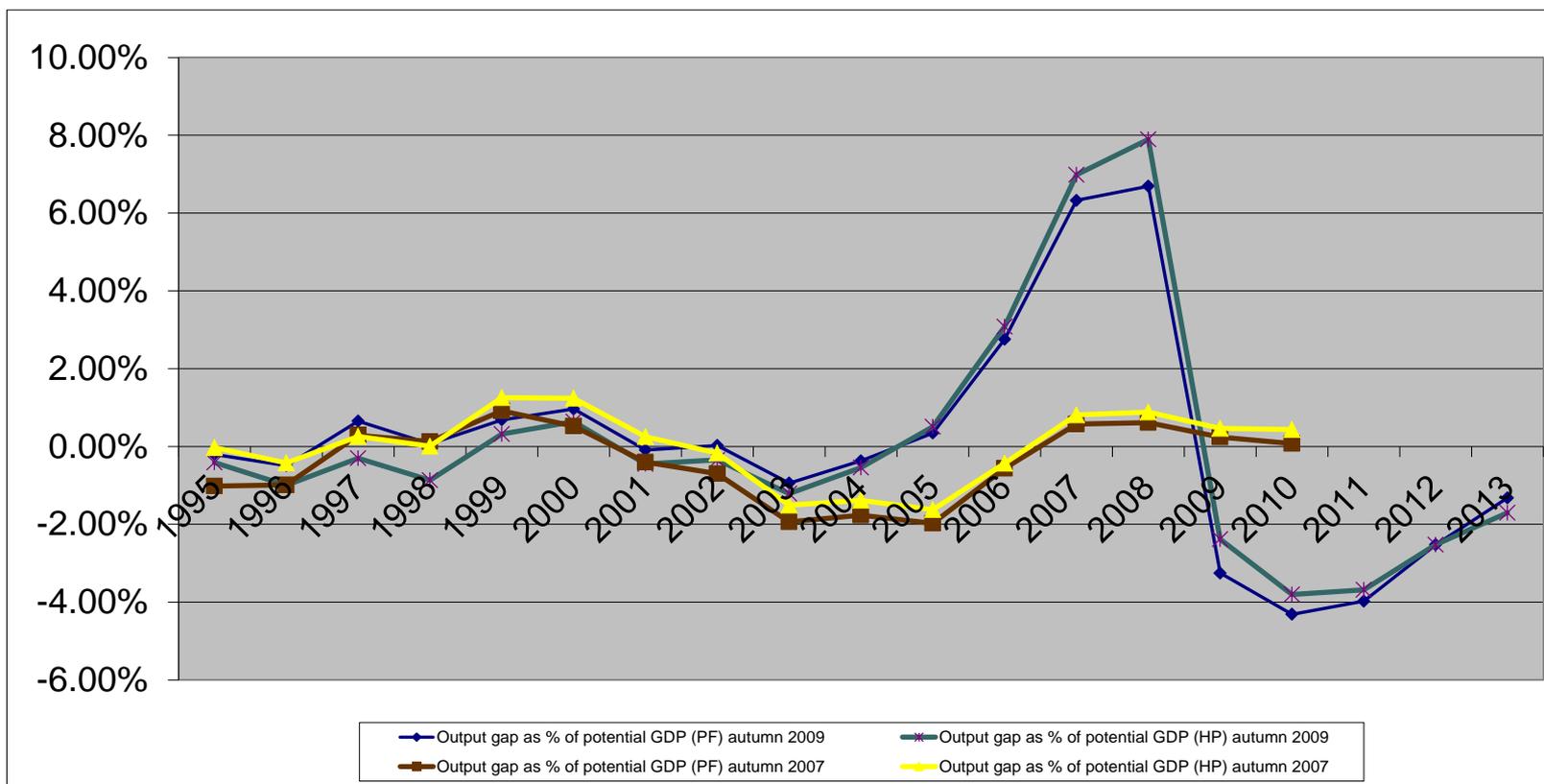
- Фактическое сальдо государственного бюджета отражает влияние, как временных, так и постоянных факторов.
 - Чтобы оценить и сформулировать правильную среднесрочную финансовую политику, важно знать, как экономическая деятельность влияет на финансовую ситуацию.
 - Считается важным знать, какая часть государственного сальдо:
 - объясняется временными изменениями экономики (циклическими колебаниями) и какая часть
 - соответствует потенциальному объему производства и показывает последствия действий финансовых органов.
- 

Макроэкономическая основа



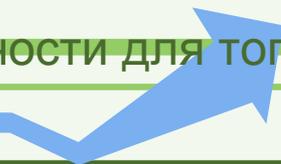
- Концепция потенциального объема производства и «и разрыва между фактическим и потенциальным объемом» играют все большую роль в оценке состояния макроэкономической политики.
 - Потенциальный объем производства и разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства особенно часто используются в процедурах макроэкономического обзора ЕС, так как обеспечивают значительный вклад в расчет показателей структурного финансового сальдо (циклически корректируемого).
- 
- 
- 

Разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства - СЛОВЕНИЯ



Макроэкономическая основа



- Важность разрыва между потенциальным и фактическим объемом производства для процесса формирования экономической политики:
 - Анализ циклических колебаний:
 - Положение в бизнес цикле, поворотные моменты и прогноз
 - Структурная политика:
 - Информация о производственном потенциале и его основных факторах: микро политика
 - Денежная политика:
 - Осложнения в связи с инфляцией ΔY^*
 - Правило Тейлора
 - Финансовая политика
 - Сальдо структурного бюджета является важным для устойчивости долга
 - Анализ финансовой безопасности для того, чтобы избежать чрезмерного дефицита
- 
- 

ВЛИЯНИЕ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ НА ФИНАНСОВОЕ ПОЛОЖЕНИЕ



- 1.1. Оценка потенциального роста объема производства / разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства
- 1.2. Оценка бюджетной эластичности
- 1.3. Оценка циклически корректируемого сальдо бюджета
- 1.4. Расчетные минимальные показатели
- 1.5. Финансовое состояние в течение цикла (проциклическое / контрциклическое поведение финансовой политики)

Оценка потенциального роста
объема производства / разрыва
между потенциальным и
фактическим объемом
производства



Подходы к оценке разрыва



Функция производства Кобба Дугласа

- Важно проанализировать взаимоотношения между потенциальным объемом производства и его структурными определителями через функцию производства.
- Метод временных серий (неструктурных) не дает внутреннего понимания процесса производства экономики.
- Эта концепция является полезной для объяснения ключевых экономических сил, стоящих за развитием объема производства и роста в среднесрочной перспективе.

Функция производства Кобба Дугласа

- Оценка потенциального объема производства через функцию производства ведет к нескольким открытым вопросам:
 - Первый – нет надежной меры физического размера капитала и не существует измерения потенциального физического размера капитала (или использования потенциала);
 - Второй – та же проблема появляется, когда мы пытаемся оценить потенциальный размер человеческого капитала;
 - Третий – технологический прогресс рассчитывается, как остаток от функции производства и поэтому трудно найти метод, чтобы моделировать потенциальный технологический прогресс.
- Мы должны полагаться на получение мер от компонентов ресурсов (физический и человеческий капитал, технологический прогресс).

Функция производства Кобба Дугласа

- Функция производства С-Д представляет ВВП (Y) в качестве комбинации ресурсов – человеческих (L) и капитальных (K) – скорректированных на степень избытка потенциала (U_L, U_K) и на уровень производительности (E_L, E_K).
- Потенциальный ВВП
- $Y = (U_L L E_L)^\alpha (U_K K E_K)^{1-\alpha} = TFP \cdot L^\alpha \cdot K^{1-\alpha}$

Функция производства Кобба Дугласа

- Общий коэффициент производительности превышает степень корректировки избыточного потенциала и уровня эффективности.

$$TFP = (E_L^\alpha E_K^{1-\alpha})(U_L^\alpha U_K^{1-\alpha})$$

Функция производства Кобба Дугласа

- Предполагаемая функция производства бизнес сектора будет выглядеть следующим образом:

$$\ln Y = \ln A + \alpha \ln N + (1-\alpha) \ln K + \ln E$$

например,

$$y = a + \alpha n + (1-\alpha)k + e$$

где:

Y = добавленная стоимость бизнес сектора

N = фактические человеческие ресурсы бизнес сектора

K = фактическое капиталовложение бизнес сектора (за исключением строительства домов)

A = общий коэффициент производительности

α = средний параметр доли трудовых затрат

E = вектор ошибок

(мелким шрифтом обозначаются природные логарифмы)

Функция производства Кобба Дугласа

- Фактическая добавленная стоимость в государственном секторе принимается как равная потенциальному объему производства в данном секторе.
- Потенциальный объем производства для всей экономики получается путем прибавления фактической добавленной стоимости в государственном секторе к потенциальному объему производства бизнес сектора.

Функция производства Кобба Дугласа

- Преимущества:
 - Экономическая основа и интерпретация
 - Информация о детерминантах потенциального объема производства
 - Разрыв между потенциальным и фактическим объемом производства не предполагает симметрию
 - Избегает случайных статистических предположений

Функция производства Кобба Дугласа



- Недостатки

- Необходима обширная информация и теоретические предположения
- Все еще использует фильтры для затрат факторов
- Структурные разрывы проблематичны для функции производства
- Затраты факторов измеряются не точно

Оценка разрыва между потенциальным и фактическим объемом производства с помощью фильтра HP

- Подставьте долгосрочный процесс симметричного скользящего среднего, чтобы отвести от тенденции объем производства.
- В $y_t = y_t^* + y_t^C$ мы выбираем $\{y_t^*\}$, чтобы минимизировать отклонение y_t^C , подлежащее санкциям за отклонения от тенденции:

$$\min \sum_{t=1}^T (y_t - y_t^*)^2 + \lambda \cdot \sum_{t=2}^{T-1} [(y_{t+1}^* - y_t^*) - (y_t^* - y_{t-1}^*)]^2$$

Минимизировать разрыв между фактической величиной и тенденцией

Взвесить, чтобы компенсировать плавность

Минимизировать изменения величины тенденции

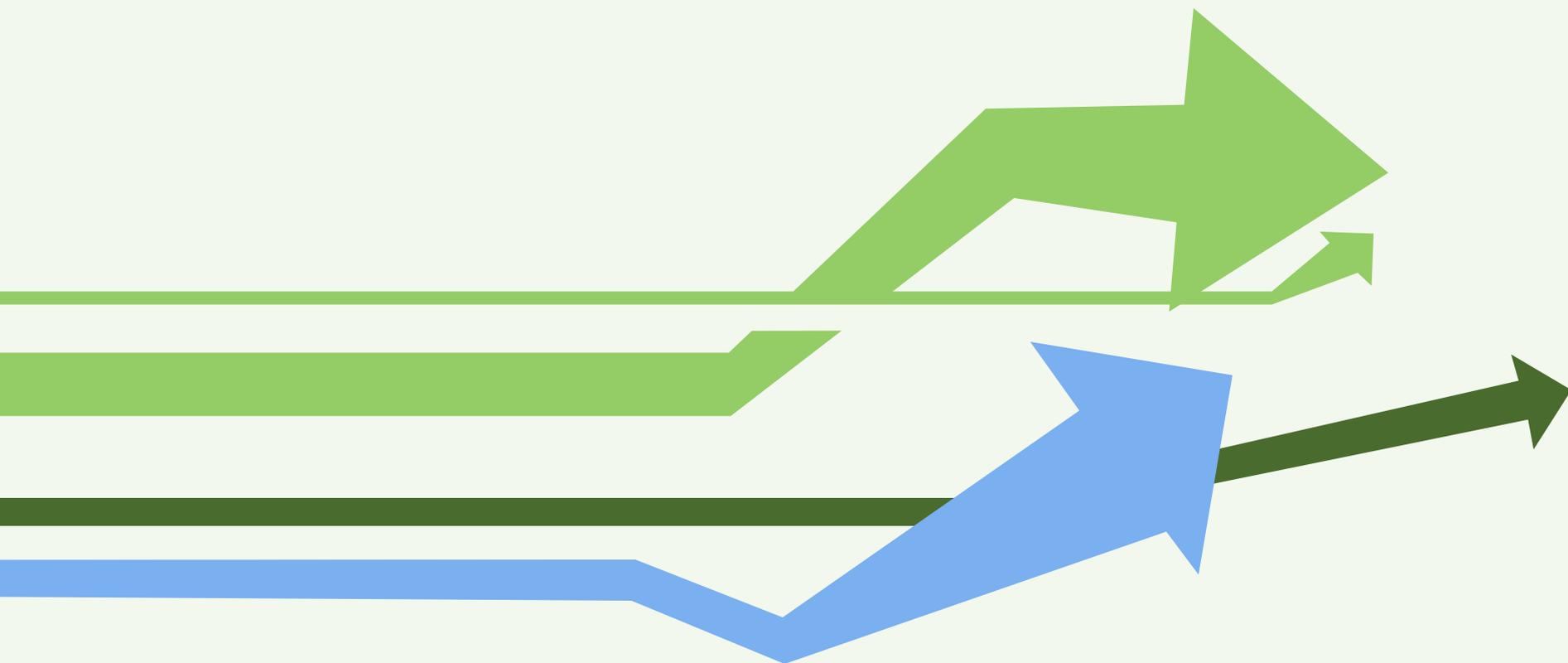
Оценка разрыва между потенциальным и фактическим объемом производства с помощью фильтра HP

- Важность λ
 - Субъективное решение
 - Определяет плавность тенденции:
 - Если λ меньше \rightarrow тенденция ближе следует фактическому объему производства
 - Если λ больше \rightarrow тенденция отклоняется от фактического объема производства
 - Ограничения: λ равно 0 ($Y_t = Y_t^*$) и λ равно бесконечности (линейная тенденция)
 - Стандартный выбор: ежеквартально $\lambda=1600$, ежегодно $\lambda=100$
- Самый популярный метод

Оценка разрыва между потенциальным и фактическим объемом производства с помощью фильтра HP

- Важные проблемы:
 - Смещение конечной точки
 - Распределение λ только симметричное в середине примера: отклоняется в конце; поэтому существующее положение в цикле является критически важным: при рецессии, тенденция смещается по направлению вниз $\rightarrow Y_t^*$ определяется фактическими величинами в эти годы
 - **Решение:** продлить серии с помощью прогнозов!
 - Структурные разрывы
 - Структурные разрывы скользящего среднего распространяются вокруг точки разрыва
 - **Решение:** ничего удовлетворительного, попытайтесь подогнать две линии тенденции
 - Статистические проблемы
 - Механическое отклонение от тенденции может привести к сомнительным циклам
 - Оптимальный фильтр только при определенных обстоятельствах (см. Harvey and Jaeger 1993г.)

Оценка эластичности бюджета



Концепция эластичности



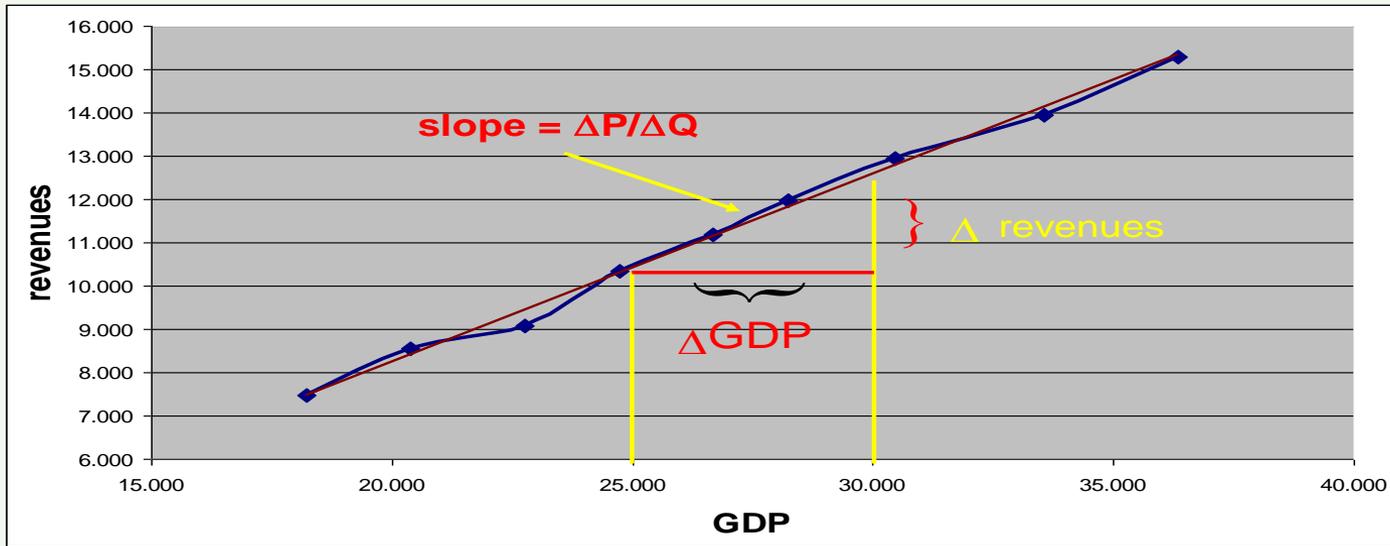
- **Меры реагирования:** мы спрашиваем, какое изменение в зависящей переменной ожидается при изменении величины независимой переменной!
- Реагирование доходов и расходов важно для большинства анализов бюджетной политики.
- Мера без единиц: эластичность позволяет количественно определить разницу между странами без стандартизации единиц измерения!
- **Измерения процентного изменения в одной переменной, которая приводит к 1% изменению в другой переменной.**

Концепция эластичности



- Эластичность Y в отношении X будет:
эластичность = (% изменений в Y)/(% изменений в X) =
$$= (\Delta Q/Q)/(\Delta P/P) = d\ln Q/d\ln P$$
- Размер бюджетной эластичности:
 - Единичная эластичность: эластичность равная 1
 - Неэластичность: эластичность меньше 1
 - Эластичность: эластичность больше 1

Концепция эластичности



- Угол наклона = $\Delta P / \Delta Q$
- $1 / \text{угол наклона} = \Delta Q / \Delta P$
- Эластичность = $(P/Q)(1/\text{угол наклона})$

Концепция эластичности



- Угол наклона по сравнению с эластичностью:
 - Угол наклона измеряет уровень изменения одной переменной по сравнению с другой;
 - Эластичность измеряет процентное изменения одной переменной по сравнению с другой.
- Эластичность оценивается или в эконометрической регрессии, или берется из закона о налогах и расходах и из детальной информации распределения доходов.

Оценка эластичности бюджета



- **ДОХОДЫ:** четыре категории налогов:
 - Личный подоходный налог (PIT)
 - Корпоративный налог (CIT)
 - Отчисления в фонд социального страхования (SSC)
 - Косвенные налоги (IND)

Оценка эластичности бюджета



- ε_R является эластичностью средневзвешенного дохода от эластичности четырех категорий дохода

$$\varepsilon_R = \frac{PIT}{R} \varepsilon_{PIT,Y} + \frac{CIT}{R} \varepsilon_{CIT,Y} + \frac{SSC}{R} \varepsilon_{SSC,Y} + \frac{IND}{R} \varepsilon_{IND,Y}$$

Оценка эластичности расходов



- Бизнес цикл влияет только на пособие по безработице.
- Чтобы оценить эластичность расходов, связанных с безработицей по отношению к объему производства мы следуем:

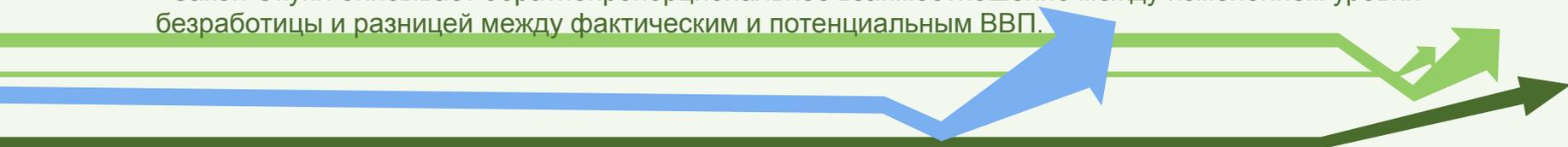
$$\beta = \varepsilon_{U,Y} \times \varepsilon_{UE,U}$$

$\varepsilon_{U,Y}$ - эластичность уровня безработицы к объему производства (обратнопропорционально коэффициенту Окун¹)

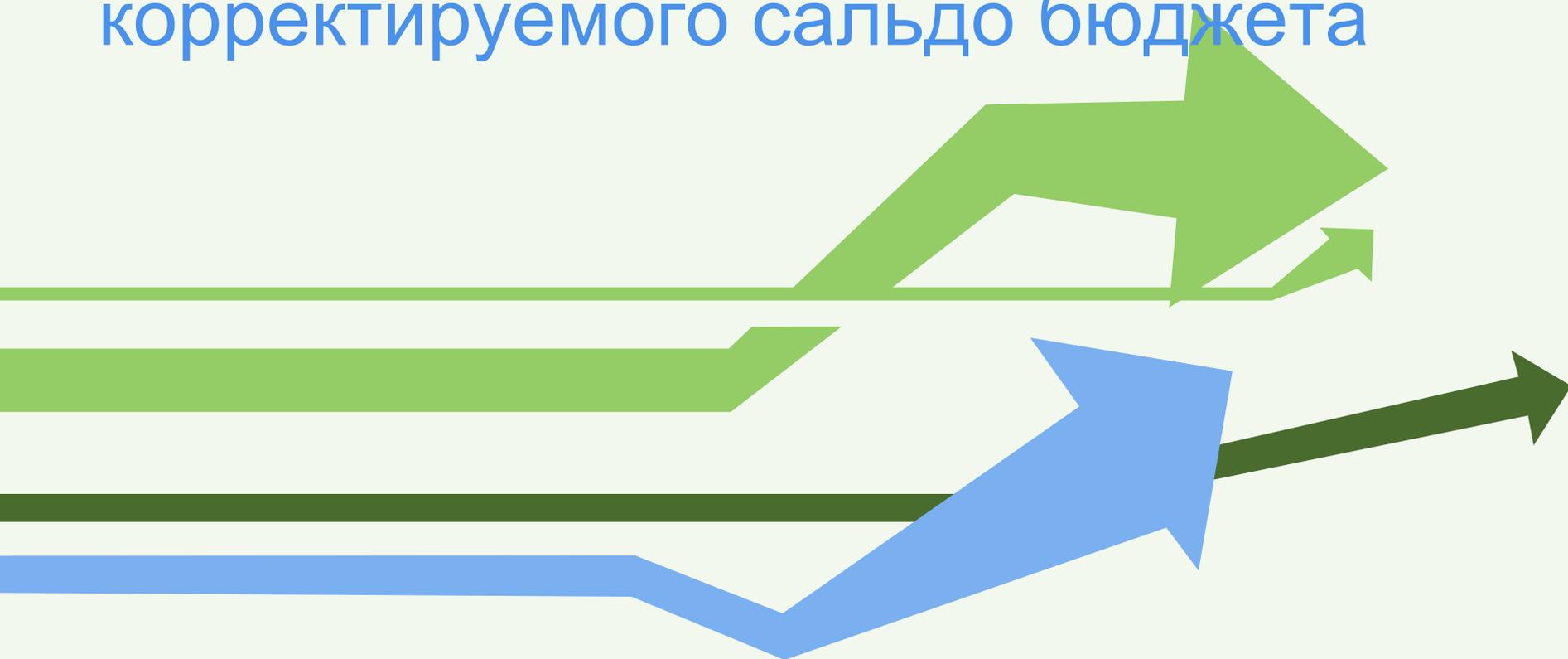
$\varepsilon_{UE,U}$ – эластичность пособий по безработице к уровню безработицы

- Эластичность получается по модели регрессии с категориями выраженными в логарифмах.

¹ Закон Окуня описывает обратнопропорциональное взаимоотношение между изменением уровня безработицы и разницей между фактическим и потенциальным ВВП.



Оценка циклически корректируемого сальдо бюджета



Циклическая чувствительность финансового положения



- Изменения **фактического сальдо бюджета** (доходы и расходы) включают структурные изменения в государственных финансах (долгосрочная тенденция) И изменения, которые происходят от экономических циклов (краткосрочные колебания).
- Обычно бюджетное сальдо выражается в доли ВВП.

Циклическая чувствительность финансового положения



- Доходы и расходы не меняются пропорционально изменениям ВВП, поэтому краткосрочное влияние **экономического цикла** на государственный бюджет важно – измеряется **циклическим ВВ**.
- Циклический вклад экономики в ВВ выражается в плюсах и минусах по циклам (положительно в пиковый цикл, и отрицательно в низшей точке).
- С точки зрения финансовой политики – **пассивная** часть бюджета: Циклическая часть баланса состоит из налогов и расходов, которые реагируют **автоматически** на состояние экономики.

Циклическая чувствительность финансового положения



- Определяющие факторы:
 - Размер государственного сектора
 - Структура налогов (чем выше налогообложение циклически чувствительной налоговой базы, тем больше будут отличаться доходы в бизнес цикле)
 - Увеличение налогов
 - Большие размеры пособия по безработице
 - Циклическая чувствительность разных налоговых баз и безработицы

Циклическая чувствительность финансового положения



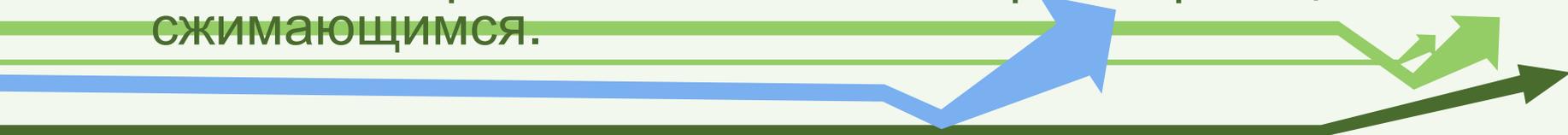
- Циклически корректируемый ВВ (САВ) / структурный ВВ показывает, на каком уровне будут государственные доходы и расходы, если экономика работает на **потенциальном уровне / уровне тенденций**

 этот компонент ВВ соответствует графику тенденции роста экономики.

- С точки зрения финансовой политики – активная часть бюджета: САВ состоит из произвольных программ, внедряемых законодательно.
- 

Циклическая чувствительность финансового положения



- Использование **СAB** в бюджетном надзоре:
 - Это позволяет измерять скрытые положения бюджета путем изолирования временных компонентов, получаемых в результате циклического развития; так как это принимает во внимание степень нормальных циклических колебаний СAB также помогает оценить «риски» нарушения predetermined порога;
 - Это позволяет сделать оценку бюджетных корректировок со временем разделив бюджетные улучшения благодаря политическим мерам от тех, которые получились в результате циклического развития;
 - Используется для определения того, является ли состояние финансовой политики расширяющимся или сжимающимся.
- 

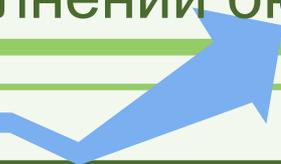
Циклическая чувствительность финансового положения



- **СAB** обеспечивает соответствие правилам **SGP**:
 - **SGP** имплицитно признает необходимость различия между циклической и структурной частью
 - **Превентивная часть** – механизм раннего оповещения, маржа безопасности и правило **CTBOIS** (выражается в отношении структуры)
 - **Корректирующая часть** – процедура и санкции чрезмерного дефицита

Циклическая чувствительность финансового положения



- Улучшение структурного бюджета и снижение бюджетного сальдо *per se* (самого) - **САВ** дает возможность:
 - Анализировать состояние краткосрочной политики, включая анализ работы автоматических фискальных стабилизаторов (**AFS**);
 - Планировать и контролировать выполнение среднесрочного бюджета;
 - Поддерживать продолжительность и устойчивость при выполнении бюджета.
- 
- 

Циклическая чувствительность финансового положения



- Контроль развития государственного долга:
 - САВ показывает уровень циклически корректируемого накопления долга.
 - За пределами колебаний краткосрочного бизнес цикла финансовое положение даже близкое к равновесию в среднесрочный период может быть недостаточным, чтобы исключить риск все увеличивающегося уровня долга.
 - Асимметричная работа AFS (работа во время рецессии, а не на подъеме) приводит к росту государственного долга.

Циклическая чувствительность финансового положения



- Недостатки циклически корректируемого показателя:
 - САВ содержит также нерегулярные компоненты
 - Потенциальный объем производства не наблюдается – оценка зависит от метода.
 - Любой показатель реального времени, измеряющий циклическое положение, такой как разрыв между потенциальным и фактическим объемом производства, включает прогнозы по существующему и будущему развитию и отсюда будет подвергаться пересмотру: точное циклическое положение в данный период времени показывается только ex-post (после), в то время как показатель используется, чтобы снабжать информацией политическую деятельность с учетом будущего.
- 
- 
- 

Оценка САВ



- Оценка шагов САВ :
 1. Оценка потенциального объема производства и разрыв между потенциальным и фактическим объемом производства.
 2. Оценка бюджетной эластичности и чувствительности.
 3. Оценка циклического компонента.
 4. Расчет САВ.

Оценка САВ

- САВ – это разница между сальдо бюджета и циклическим компонентом.
- Циклический компонент обеспечивается продуктом чувствительности бюджетного сальдо (η) умноженного на разрыв между потенциальным и фактическим объемом производства (OG):

$$CAV = BV - CC = BV - \eta \cdot OG$$

где разрыв между потенциальным и фактическим объемом производства (OG) определяется как процентная разница между фактическим (Y^R) и потенциальным (Y^{RP}) ВВП, оба показаны в реальном выражении, например, $(Y^R - Y^{RP}) / Y^{RP}$

Оценка САВ



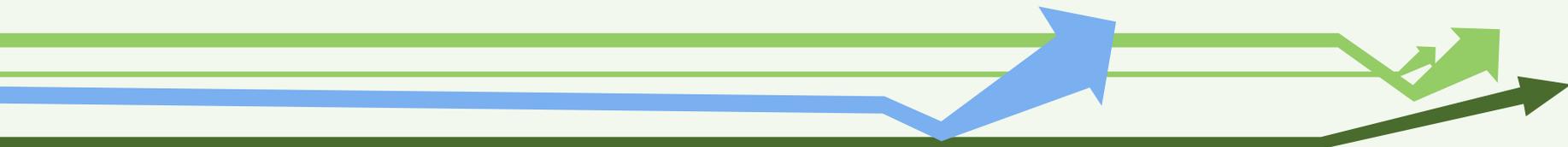
- Чувствительность бюджета η представлена разницей между чувствительностью доходов (η_R) и расходов (η_G):

$$\eta = \eta_R - \eta_G$$

- Чувствительность доходов и расходов представлена, в свою очередь, как продукт соответствующей эластичности умноженной на долю государственных доходов и расходов в ВВП:

$$\eta_R = \varepsilon_R R/Y \text{ \& } \eta_G = \varepsilon_G G/Y$$

где ε_R и ε_G показывают, соответственно, эластичность доходов (R) и расходов (G) по отношению к объему производства.

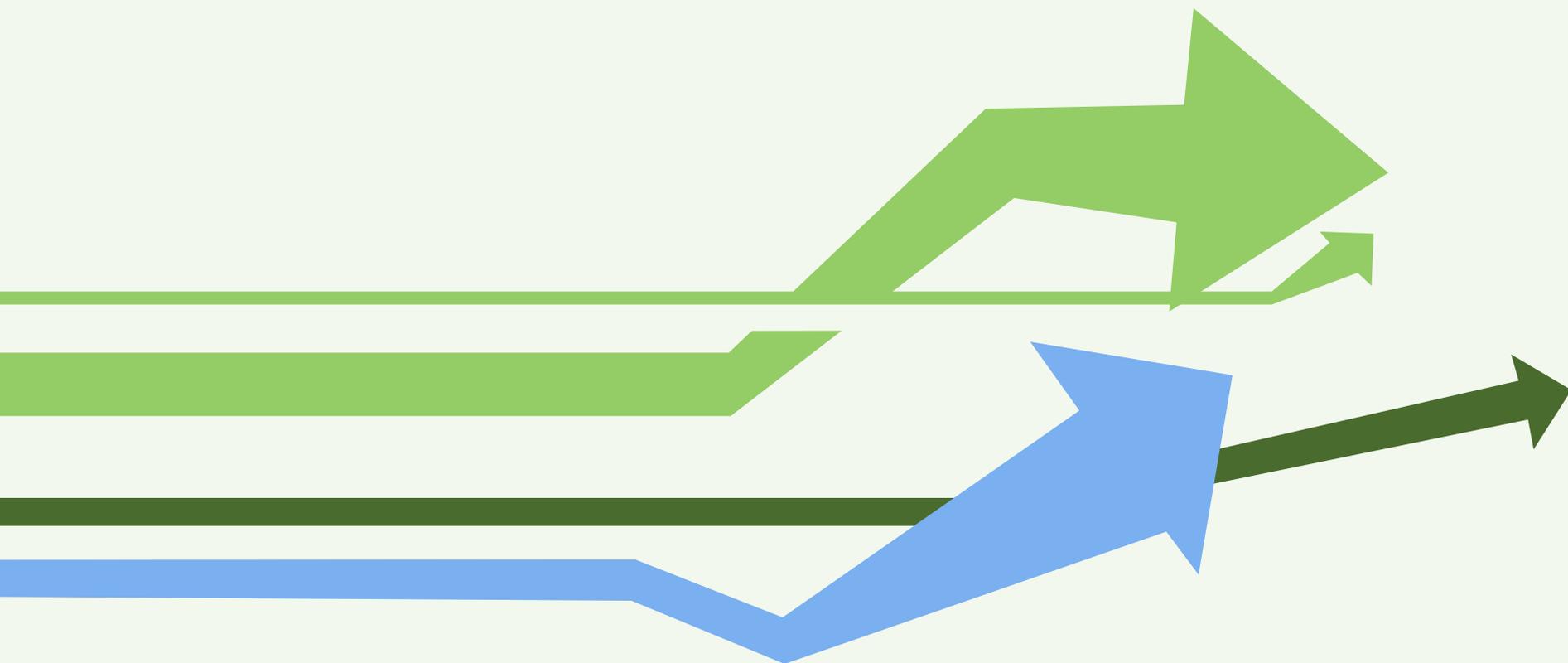


Оценка САВ



- Параметры бюджетной чувствительности η представляют маргинальное изменение уровня бюджетного сальдо ВВ в отношении изменения уровня ВВП Y , например,
$$\eta = \partial ВВ / \partial Y$$
- Соответственно, САВ приближает чистое сальдо бюджета циклических компонентов, выраженных в процентах фактического ВВП.

Расчет минимальных параметров



Расчет минимальных параметров



- Минимальный параметр соответствует циклически скорректированному бюджетному сальдо, который позволяет свободно работать автоматическим стабилизаторам в стране не рискуя нарушить 3% справочную величину ВВП при нормальных циклических условиях.

Расчет минимальных параметров

- Минимальный параметр (**MB**) рассчитывается в два этапа:
 - Первый – маржа безопасности против потолка в 3% рассчитывается путем умножения бюджетной чувствительности (η) на «репрезентативный разрыв между потенциальным и фактическим объемом производства» (**ROG**), который отражает величину разрыва между потенциальным и фактическим объемом производства, который материализуется при особенно слабых, но все-таки типичных циклических условиях.
 - На втором этапе минимальный параметр получается путем вычитания маржи безопасности из потолка, дефицита в 3%, так что $MB = -3 - \eta ROG$

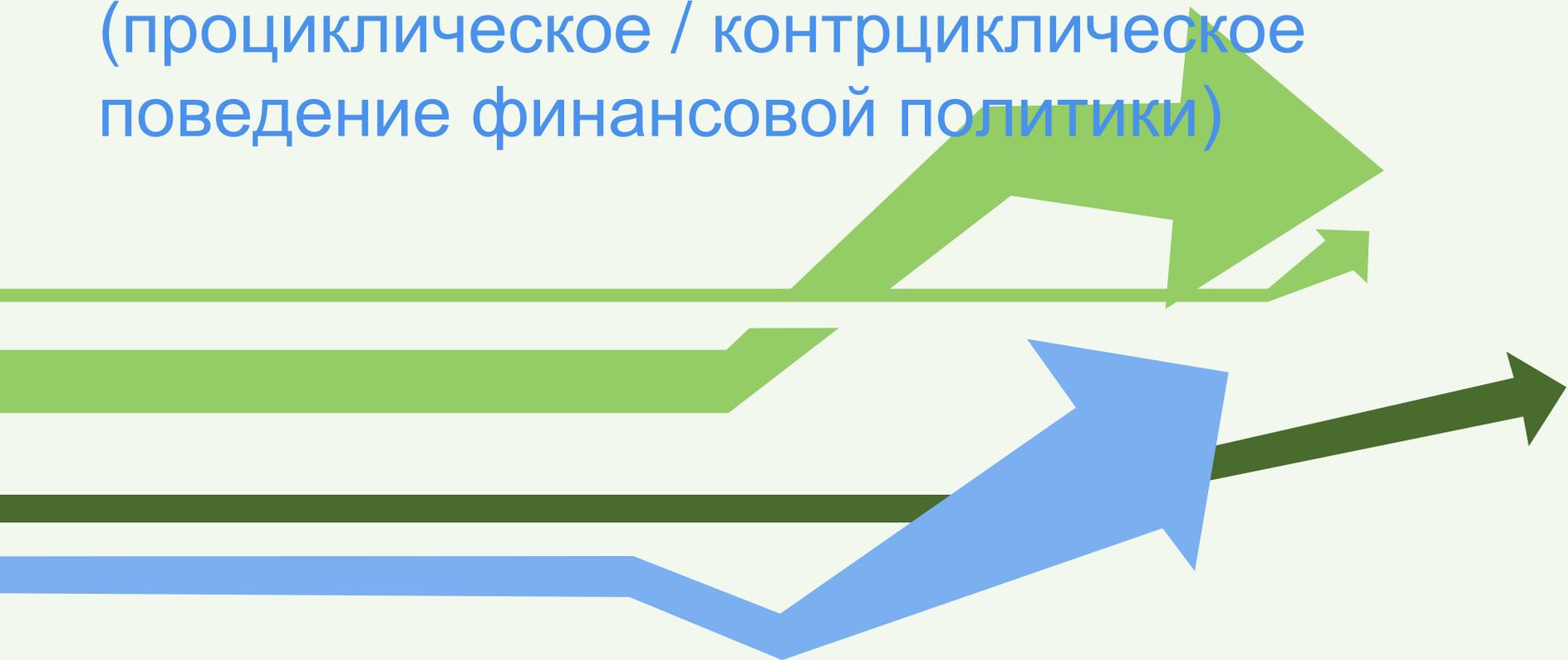
Расчет минимальных параметров



- **ROG** рассчитывается как простое среднее между самой высокой и самой низкой из трех следующих альтернатив:
 - Самый большой отрицательный разрыв между потенциальным и фактическим объемом производства наблюдавшийся у соответствующих стран членов в рассматриваемый период.
 - Невзвешенное среднее самого большого отрицательного разрыва между потенциальным и фактическим объемом производства в странах членах ЕС наблюдался в данный период.
 - Двойное стандартное отклонение разрыва между потенциальным и фактическим объемом производства принятое со знаком минус².

² Когда обычно разрыв между потенциальным и фактическим объемом производства нормально распределяется, около 95% наблюдений попадает в диапазон двойного стандартного отклонения вокруг среднего. Таким образом, так как средняя величина разрыва между потенциальным и фактическим объемом производства близка к 0, только около 2.5% наблюдений попадают ниже величины разрыва между потенциальным и фактическим объемом производства равной -2 умножено на стандартное отклонение.

Финансовое состояние на протяжении цикла (проциклическое / контрциклическое поведение финансовой политики)



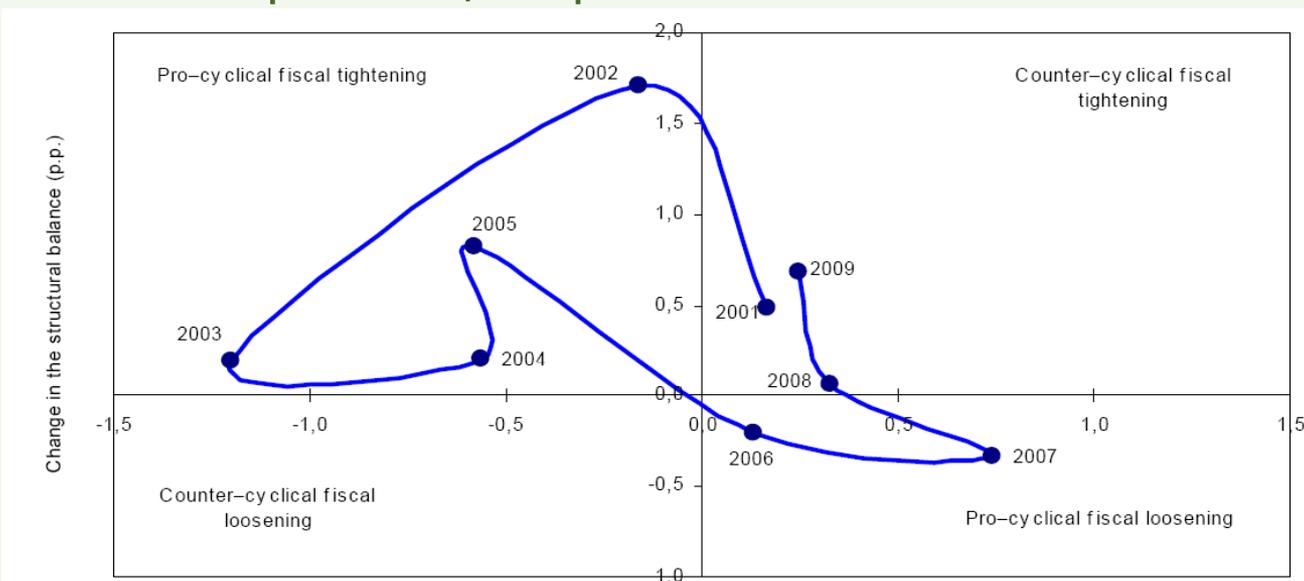
Финансовое состояние на протяжении цикла



- Изменения в первичном САВ (чистые платежи по процентным ставкам) часто используются для измерения состояния финансовой политики.
- Фактически, изменения в САВ наиболее часто используемый показатель того, активно ли правительство использует меры расширения или ограничения.
- Использование САВ как показателя финансового импульса относится ко времени, когда точка зрения Кейнеса доминировала в профессии экономиста.
- Роль финансовой политики в управлении совокупным спросом основывалась на предположении, что текущий доход был ключевым фактором движущим расходы частного потребления, а ожидания по поводу будущего не играли роли.

Финансовое состояние на протяжении цикла

- Если сравнить финансовое состояние (с аппроксимацией на изменения в САРВ) и циклические условия (с аппроксимацией по размеру разрыва между потенциальным и фактическим объемом производства) в тот же период, мы можем рассматривать цикличность / ориентацию финансовой политики.



Разрыв между потенциальным и фактическим объемом производства

Финансовое состояние на протяжении цикла



- В соответствии с изменениями в финансовом положении, мы можем разделить график на четыре квадранта, которые определяют фискальную ориентацию. :
 - Финансовая политика контрциклическая, если комбинация обоих параметров находится в первом или третьем квадранте: Это означает что финансовая политика расширенная, если рост ВВП падает ниже потенциала, и ограниченная, если рост выше потенциала.
 - Комбинация обоих параметров во втором или четвертом квадрантах показывает проциклическую финансовую политику: в этом случае финансовая политика ограничительная, когда рост ВВП ниже потенциала, и расширенная, когда ВВП выше потенциала.
- 

Финансовое состояние на протяжении цикла



- Проциклически ориентированная финансовая политика не позволяет автоматическим стабилизаторам работать путем «расходов, когда деньги приходят и сокращения, когда их нет».
 - В результате изменения в расходах, например, следуют за изменениями роста ВВП, а не от планируемого развития.
 - Поэтому, если рост ВВП выше, чем прогнозировалось, циклический доход бюджета используется для обслуживания урезаний налогов и увеличения расходов, а не сокращения дефицита.
- 
- 
- 

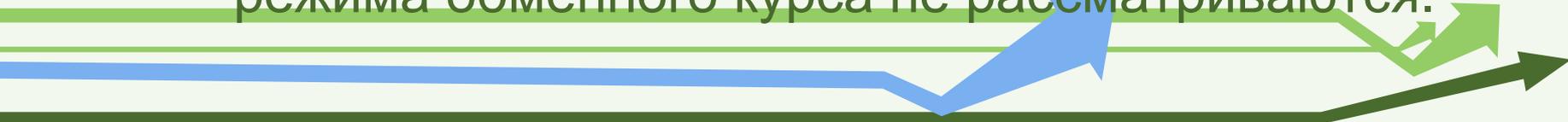
Финансовое состояние на протяжении цикла



- Измерение финансового импульса через изменения САВ наверное будет самым противоречивым применением показателя: изменения в САВ не измеряют правильно ни эффект влияния, ни окончательный эффект в финансовой политике на совокупный спрос!

Финансовое состояние на протяжении цикла



- Изменения в САВ обеспечат только несовершенную точку зрения того, как финансовая политика повлияла на совокупный спрос по следующим причинам:
 - САВ не допускает того факта, что изменения в налогах по-другому повлияют на спрос, по сравнению с изменениями в расходах.;
 - Косвенный (“утечка”) эффект не учитывается;
 - Осложнения другой монетарной политики и режима обменного курса не рассматриваются.
- 
- 

СПАСИБО!