



**Банк России**

Центральный банк Российской Федерации

**Влияние налогово-бюджетного  
маневра на рост ВВП: оценка  
краткосрочных эффектов с  
использованием фискальных  
мультипликаторов**

**Аналитическая записка  
Департамента исследований  
и прогнозирования  
Банка России**

Ноябрь 2018

© Центральный банк Российской Федерации, 2018

**Адрес** 107016, Москва, ул. Неглинная, 12  
**Телефоны** +7 495 771-91-00, +7 495 621-64-65 (факс)  
**Сайт** [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)

Все права защищены. Содержание настоящей записки выражает личную позицию автора и может не совпадать с официальной позицией Банка России. Банк России не несет ответственности за содержание записки. Любое воспроизведение представленных материалов допускается только с разрешения автора.

*Записка посвящена анализу фискальных мультипликаторов в российской экономике, а также оценке эффекта на ВВП от бюджетно-налогового маневра, начинающегося в 2019 году. Фискальные мультипликаторы в российской экономике оказались невысоки, в том числе из-за «утечек» по каналу импорта и относительно низкой эффективности использования бюджетных средств. По нашим оценкам, мультипликатор совокупных доходов бюджета России составляет -0,75, а расходов – +0,28. Таким образом, эффект от изменения доходов бюджета на рост ВВП выше эффекта сопоставимого по величине изменения расходов. Однако изменение доходов переносится в рост ВВП медленнее, чем изменение расходов.*

*Наш анализ компонентов совокупных расходов на основе российского и международного опыта показывает, что в разрезе функциональной классификации расходов наибольшим является фискальный мультипликатор расходов на экономику, за которыми следуют расходы на силовой блок и социальные расходы. Расходы по разделу «Общегосударственные вопросы» имеют отрицательный мультипликатор. Анализ расходов в разрезе экономической классификации показал, что наибольший мультипликатор у инвестиций. Он более чем в два раза превышает мультипликаторы остальных компонентов.*

*Оценка последствий бюджетно-налогового маневра с помощью фискальных мультипликаторов позволяет ожидать, что в среднесрочном периоде маневр добавит примерно 0,2–0,3 п.п. к росту ВВП в среднем за год. При этом фактический эффект может оказаться существенно выше расчетного в случае эффективного использования средств (например, качественного отбора инвестиционных проектов), а также при активном сокращении издержек и повышении производительности налогоплательщиками НДС. Тогда фискальный мультипликатор расходов повысится, а доходов – понизится. Кроме того, фискальные мультипликаторы показывают краткосрочный эффект бюджетной политики на рост ВВП и не позволяют оценить влияние на потенциальный рост, которое также должно оказаться положительным. Сдерживающим фактором может стать сложившаяся в экономике ситуация близости к полному использованию ресурсов, снижающая эффективность их использования.*

## Теоретическое представление о фискальных мультипликаторах

Фискальные мультипликаторы показывают влияние дискреционного (вызванного решениями правительства) изменения основных бюджетных показателей (совокупных доходов/расходов или их компонентов –  $\Delta FI$ ) в периоде  $t$  на изменение ВВП ( $\Delta Y$ ) на горизонте  $i$ .

$$\text{Фискальный мультипликатор на горизонте } i = \frac{\Delta Y(t+i)}{\Delta FI(t)}.$$

Фискальные мультипликаторы важны для макроэкономического прогнозирования. Знание мультипликаторов доходов и расходов и их компонентов способствует выбору оптимальной политики. При этом фискальные мультипликаторы показывают *прямой* эффект бюджетной политики на рост ВВП и не позволяют оценить влияние бюджетных показателей на потенциальный рост экономики, например, в связи с благоприятным эффектом инвестиций в непроемкую инфраструктуру на рост деловой активности.

Зарубежный опыт показывает, что в работах присутствует большой разброс оценок фискальных мультипликаторов и отсутствуют эталонные значения. Это объясняется как различиями в методике оценки и работе с данными, так и различием в детерминантах величины фискальных мультипликаторов, определяемых страновыми характеристиками, проводимой политикой и состоянием экономики. Так, более высокой величине фискальных мультипликаторов способствуют более жесткие контракты на рынке труда, меньшая склонность к импорту и более низкий уровень развития финансовых рынков. Кроме того, положительное воздействие на величину фискальных мультипликаторов имеют более высокая эффективность бюджетных расходов и большая устойчивость государственных финансов, а также скоординированная с бюджетными мерами денежно-кредитная политика. Наконец, как правило, фискальные мультипликаторы выше на фазе экономического спада, чем на фазе подъема.

Исследования показывают, что фискальные мультипликаторы в развитых странах превышают аналогичные мультипликаторы в странах с переходной экономикой и странах с низким уровнем дохода, что можно объяснить лучшим соотношением вышеупомянутых факторов (Batini et al., 2014).

В России большинство представленных выше детерминантов оказывают скорее негативное влияние на величину фискальных мультипликаторов, что позволяет ожидать невысокой величины мультипликаторов для состояния нормального роста. Так, достаточно высокие «утечки» предположительно происходят по каналу импорта<sup>1</sup>, а также в силу относительно низкой эффективности использования бюджетных средств, в том числе ввиду высокой доли теневой экономики<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Импорт представляет собой вычет из ВВП.

<sup>2</sup> Подробнее о факторах величины фискальных мультипликаторов, в том числе для российской экономики, см. Власов, Дерюгина (2018).

## Оценки фискальных мультипликаторов совокупных доходов и расходов для российской экономики

Наши оценки фискальных мультипликаторов совокупных доходов и расходов бюджета для российской экономики с использованием структурной байесовской авторегрессионной модели (SBVAR)<sup>3</sup> составили -0,75 и 0,28 соответственно. Это означает, что дискреционное увеличение государственных доходов (расходов) на 1% ВВП при прочих равных ведет к снижению (росту) выпуска на 0,75% (0,28%)<sup>4</sup>. Реакция ВВП на изменение расходов достигает пика уже в следующем квартале, а в случае с доходами последовательно растет и достигает пика через восемь кварталов после изменения доходов (Таблица 1). Таким образом, эффект от изменения доходов выше эффекта сопоставимого по величине изменения расходов. При этом он медленнее переносится в рост ВВП (2/3 в среднем за первый год).

**Таблица 1. Оценки фискальных мультипликаторов на разных временных горизонтах**

|         | Число кварталов после изменения показателя |             |       |       |              |       |
|---------|--|-------------|-------|-------|--------------|-------|
|         | 0  | 1           | 2     | 4     | 8            | 12    |
| Доходы  | -0,33                                      | -0,48       | -0,59 | -0,69 | <b>-0,75</b> | -0,75 |
| Расходы | 0,25                                       | <b>0,28</b> | 0,29  | 0,28  | 0,28         | 0,27  |

Значения пиковых мультипликаторов выделены жирным шрифтом, статистически незначимые значения – курсивом.

Источник: Власов, Дерюгина (2018).

Соотношение между собой величин мультипликаторов государственных доходов и расходов для российской экономики, вероятно, является результатом относительно низкой эффективности бюджетных расходов, повышение которой является одним из важных приоритетов правительства (Минфин России, 2018). Исследования для стран с переходной экономикой позволяют предполагать, что увеличение относительного размера государственного бюджета может привести к уменьшению эффективности использования бюджетных средств<sup>5</sup>.

Проводимая в последние годы бюджетная политика направлена на сокращение расходов относительно ВВП (при их росте в номинальном выражении) в целях обеспечения долгосрочной устойчивости бюджета. Согласно оценкам фискальных мультипликаторов, сдерживающий эффект такой политики на рост ВВП в годы снижения расходов небольшой.

<sup>3</sup> Подробнее о методике оценки см. Власов, Дерюгина (2018). Используются доходы и расходы для консолидированного бюджета и бюджетов государственных внебюджетных фондов (квартальные данные за 2000–2015 годы).

<sup>4</sup> Мы определяем значение фискальных мультипликаторов как максимальный размер отклика ВВП на изменение соответствующей переменной среди статистически значимых величин (пиковые мультипликаторы).

<sup>5</sup> Кривая Армея показывает, что рост государственных расходов свыше определенной величины ведет к снижению их эффективности и положительного влияния на рост экономики. Исследования показывают, что в среднем наиболее высокий оптимальный размер государственных расходов в развитых странах, а в странах с переходной экономикой составляет от 15 до 30% ВВП (см., например: Asimakopoulou, Karavias (2015), Altunc, Aydin (2013), Gunalp, Dincer (2005), Rezk (2005)). Величина государственных расходов в России составляет около 35% ВВП.

## Факторы отклонения фискальных мультипликаторов от оценок

Полученные нами статистические оценки фискальных мультипликаторов для российской экономики представляют собой некий «средний» для рассмотренного периода отклик ВВП на изменение бюджетной политики. Поэтому необходимо аккуратно интерпретировать полученные оценки. Так, наши расчеты не принимают во внимание возможную реакцию экономических агентов на меры дискреционной политики после их объявления, но до фактической реализации. Большой временной лаг между этими событиями при повышении налогов и расходов может снизить негативный эффект на ВВП со стороны доходов за счет подстройки агентов к изменившимся условиям (например, посредством снижения своих издержек). Кроме того, положительный эффект расходов может увеличиться благодаря более качественному отбору финансируемых проектов и улучшению адресности расходования средств.

Также на величину фискальных мультипликаторов оказывают влияние меняющиеся во времени условия проведения политики и структура доходной и расходной частей бюджета. Так, сокращение доли теневой экономики может снизить величину фискального мультипликатора доходов за счет включения в число плательщиков предположительно менее эффективных агентов и повысить величину фискального мультипликатора расходов за счет улучшения эффективности расходования средств. Изменение структуры доходов и расходов в пользу компонентов с более высоким фискальным мультипликатором ведет к повышению совокупных мультипликаторов. Среди компонентов расходов наибольший мультипликатор имеют те, которые оказывают непосредственное влияние на совокупный спрос (государственные инвестиции и потребление), а наименьший – неадресные (*untargeted*) трансферты (Coenen et al., 2010, Ilzetki et al, 2013). По мультипликаторам компонентов налогов консенсус отсутствует: оценки, полученные с использованием векторных авторегрессионных моделей (VAR), показывают, что наибольшим (по модулю) является мультипликатор налогов на потребление, далее следуют налоги на труд, а наименьшим – мультипликатор налогов на доходы корпораций, в то время как динамические стохастические модели общего равновесия (DSGE) показывают обратное соотношение (Batini et al., 2014).

Кроме того, необходимо различать динамику основных бюджетных показателей, вызванную непосредственно решениями правительства (структурная компонента), и действием автоматических стабилизаторов (циклическая компонента), зависящих от изменения экономической активности (разрыва выпуска). Последние в период экономического подъема (спада) автоматически увеличивают (уменьшают) налоговую нагрузку на экономику и снижают (повышают) бюджетные расходы. К ним относится основная часть бюджетных доходов, а также небольшая часть расходов, например, пособия по безработице. Автоматические стабилизаторы в России в целом ниже, чем в большинстве других стран, прежде всего из-за отсутствия прогрессивных ставок налогообложения. При этом более ранние оценки показывали, что их величина в отдельные годы может вносить значительный, до 1 п.п. ВВП, вклад в из-

менение бюджетного баланса (Vlasov, 2011). Фискальные мультипликаторы показывают эффект на ВВП от решений правительства, а сопоставимое по величине изменение автоматических стабилизаторов может иметь другой эффект.

Наконец, фискальные мультипликаторы различаются по величине в зависимости от фазы экономического цикла: на фазе спада они выше, чем на фазе подъема, причем это справедливо как для эпизодов бюджетного стимулирования, так и бюджетной консолидации (Auerbach, Gorodnichenko, 2012). По оценкам Ивановой, Каменских (2011), величина фискального мультипликатора расходов в России в кризисный период 2009–2010 годов была почти в два раза выше, чем в период 2000–2008 годов. Одним из основных объяснений этого может служить перераспределение бюджетных ресурсов в пользу низкодоходных домохозяйств с более высокой склонностью к потреблению и более высокой долей потребления отечественных товаров, что снижает «утечку» средств, в частности по каналу импорта. Напротив, в условиях полной загрузки ресурсов эффективность их использования снижается.

Несмотря на рассмотренные ограничения, мы полагаем возможным использовать полученные нами оценки фискальных мультипликаторов, в том числе соотношение мультипликаторов доходов и расходов, для анализа влияния бюджетной политики на ВВП для отчетных и прогнозных периодов.

### Фискальные мультипликаторы компонентов расходов бюджета

Основываясь на нашей оценке фискального мультипликатора совокупных расходов и имеющемся международном опыте, далее мы оцениваем фискальные мультипликаторы компонентов бюджетных расходов России. Они показывают эффект бюджетной политики на текущий ВВП, но не позволяют оценить влияние на потенциальный рост экономики.

Существует немного оценок фискальных мультипликаторов для российской экономики и лишь несколько исследований, в которых даны оценки мультипликаторов компонентов расходов в соответствии с функциональной классификацией<sup>6</sup>: Иванова, Каменских (2011) и Кудрин, Кнобель (2017). Используя оцененные в этих двух работах соотношения фискальных мультипликаторов совокупных расходов и их отдельных компонентов, мы рассчитали ориентировочные величины фискальных мультипликаторов компонентов расходов для нашего мультипликатора совокупных расходов (0,28). Наибольшим фискальным мультипликатором предположительно обладают расходы экономического блока – 0,70 (Таблица 2). Фискальные мультипликаторы силового и социального блоков значительно ниже – 0,32 и 0,28 соответственно<sup>7</sup>. Направления расходов с более высокими мультипликаторами характеризуются большей долей производительных расходов. Отрицательный фискальный мультипликатор -0,73

<sup>6</sup> Группировка расходов по основным направлениям деятельности государства.

<sup>7</sup> *Силовой блок* включает разделы функциональной классификации «Национальная оборона» и «Национальная безопасность и правоохранительная деятельность». *Экономический блок* включает разделы «Национальная экономика», «Жилищно-коммунальное хозяйство» и «Охрана окружающей среды». *Социальный блок* включает разделы «Образование», «Культура, кинематография», «Здравоохранение», «Социальная политика», «Физическая культура и спорт» и «Средства массовой информации».

имеют расходы по направлению общегосударственных вопросов, т.е. увеличение этих расходов негативно влияет на ВВП.

**Таблица 2. Оценки компонентов бюджетных расходов в России**

| Показатель                                   | Фискальный мультипликатор |
|--|---------------------------|
| Совокупные расходы                           | 0,28                      |
| <i>Функциональная классификация расходов</i> |                           |
| Экономический блок                           | 0,70                      |
| Силовой блок                                 | 0,32                      |
| Социальный блок                              | 0,28                      |
| Общегосударственные вопросы                  | -0,73                     |
| <i>Экономическая классификация расходов</i>  |                           |
| Инвестиции                                   | 0,75                      |
| Трансферты                                   | 0,21                      |
| в т.ч. нерикарданским д/х*                   | 0,43                      |
| в т.ч. прочие трансферты                     | 0,15                      |
| Конечное потребление                         | 0,37                      |

\* Домохозяйства с высокой склонностью к потреблению.

Источники: Coenen et al. (2010), Ilzetki (2011), Ilzetki et al. (2013), Власов, Дерюгина (2018), Иванова, Каменских (2011), Кудрин, Кнобель (2017), расчеты ДИП.

По сравнению с функциональной классификацией расходов, более информативной с точки зрения использования фискальных мультипликаторов представляется экономическая классификация расходов<sup>8</sup>. Для России оценки фискальных мультипликаторов компонентов расходов по экономической классификации отсутствуют, во многом из-за недостаточной длины временных рядов данных и в связи с этим – недостаточной степени надежности оценок. Отталкиваясь от международного опыта, по оценкам Ilzetki (2011) и Ilzetki et al. (2013) для панели стран с переходной экономикой, фискальный мультипликатор совокупных расходов в среднем составляет 0,2, в то время как мультипликатор государственных инвестиций – 0,6. Аналогичные оценки Coenen et al. (2010) для панели развитых стран – 0,4 и 1,0. Это позволяет предположить, что фискальный мультипликатор государственных инвестиций примерно в 2,5–3 раза выше мультипликатора совокупных расходов и для России ориентировочно равен 0,75 (Таблица 2). Фискальный мультипликатор трансфертов является наименьшим среди основных компонентов экономической классификации. Оценки Coenen et al. (2010) показывают, что для трансфертов нерикарданским домохозяйствам, к которым относятся характеризующиеся высокой склонностью к потреблению низкодоходные слои населения, он примерно в полтора раза выше мультипликатора совокупных расходов, но для прочих трансфертов примерно в два раза ниже. К трансфертам нерикарданским домохозяйствам мы относим значительную часть пенсионных и часть прочих социальных выплат. В нашем случае фискальные мультипликаторы трансфертов нерикарданским домохозяйствам и прочих трансфертов ориентировочно составляют 0,43 и 0,15 соответственно. Отсюда, по нашим

<sup>8</sup> Группировка расходов по хозяйственным признакам или производственным элементам.



оценкам, фискальный мультипликатор совокупных трансфертов составляет примерно 0,21. Наконец, исходя из структуры бюджетных расходов в России и оценок мультипликаторов рассмотренных компонентов, мультипликатор расходов на конечное потребление ориентировочно составляет 0,37. Это сходится с нашими представлениями о величинах фискальных мультипликаторов компонентов расходов.

Подобный анализ для доходной части бюджета в силу отмеченного выше отсутствия консенсуса о соотношении величин мультипликаторов компонентов представляется нецелесообразным ввиду потенциально высокой ошибки. Для компонентов доходов (налогов на потребление, на доходы корпораций, на труд и прочие) мы используем мультипликатор совокупных доходов (-0,75).

### Оценка влияния налогово-бюджетного маневра на рост ВВП с использованием фискальных мультипликаторов

С 2019 года правительством запланирован масштабный налогово-бюджетный маневр, включающий в себя увеличение бюджетных расходов, в основном инвестиционных, которое будет профинансировано, прежде всего, за счет повышения основной ставки НДС на 2 п.п. и временного снижения первичного сальдо бюджета относительно действующего бюджетного правила. Цель маневра – ускорить рост российской экономики, в том числе вывести на более высокий уровень ее потенциальный рост (подробнее см. Минфин России, 2018). Фискальные мультипликаторы не позволяют оценить влияние бюджетных показателей на потенциальный рост экономики (мы ожидаем, что влияние будет положительным, прежде всего благодаря активизации накопления основного капитала в экономике<sup>9</sup>). Тем не менее фискальные мультипликаторы позволяют получить представление о влиянии налогово-бюджетного маневра на фактический рост ВВП.

По оценкам Минфина России, в среднесрочном периоде повышение ставки НДС увеличит ежегодные изъятия средств из экономики примерно на 0,55% ВВП, которые потом будут возвращены через бюджетные расходы, а снижение первичного сальдо бюджета позволит дополнительно профинансировать расходы на среднюю величину примерно 0,5% ВВП в год.

Использование мультипликатора совокупных доходов (-0,75) позволяет ожидать в среднесрочном периоде среднегодового сдерживающего влияния от повышения НДС на рост ВВП – около 0,4 п.п. (-0,75×0,55). Эффект от дополнительных расходов будет зависеть от их структуры. Чем выше будет доля инвестиционных расходов, имеющих наибольший мультипликатор, тем выше будет при прочих равных консолидированный фискальный мультипликатор дополнительных расходов и положительный вклад в рост ВВП. Если исходить из представленных выше мультипликаторов компонентов бюджетных расходов и предположения, что доля инвестиционных

<sup>9</sup> Всемирный банк и МВФ указывают на относительно низкий запас капитала в России и отмечают активизацию роста инвестиций как один из важных факторов ускорения потенциального роста экономики (см., например, World Bank (2016), IMF (2016)).

расходов составит 50–75%, а остальное придется на расходы на конечное потребление, то консолидированный мультипликатор составит примерно 0,55–0,65 процентного пункта. Отсюда в среднесрочном периоде совокупный среднегодовой положительный эффект на рост ВВП составит 0,6–0,7 п.п. (от  $0,55 \times 1,05$  до  $0,65 \times 1,05$ ). Таким образом, прямое использование фискальных мультипликаторов позволяет ожидать, что среднегодовой совокупный эффект налогово-бюджетного маневра на рост ВВП в среднесрочном периоде составит 0,2–0,3 процентного пункта.

Однако фактический эффект может оказаться существенно отличным от расчетного. Эффект от повышения НДС может оказать менее негативное влияние на рост ВВП благодаря подстройке экономических агентов к изменившимся условиям, в том числе ввиду существенного лага между объявлением об этой мере и ее непосредственной реализацией. Улучшение собираемости НДС, с одной стороны, увеличит изъятия средств из экономики и общий негативный эффект на рост ВВП, с другой стороны, вероятно, снизит негативный эффект в расчете на собранный рубль за счет включения в число плательщиков предположительно менее эффективных агентов. Со стороны расходов увеличение положительного вклада в рост ВВП может стать следствием более эффективного использования средств, прежде всего качественного отбора инвестиционных проектов с высоким мультипликативным эффектом и низкими «утечками» средств. Как и в случае с повышением НДС, этому может способствовать значительный временной лаг между принятием решения о повышении бюджетных расходов и непосредственной реализацией проектов. Положительное влияние предположительно также должны оказать такие факторы, как относительно низкая доля импорта при реализации инфраструктурных проектов (основная часть запланированных инвестиционных расходов), а также усилия правительства по повышению эффективности бюджетных расходов. В целом при эффективном использовании бюджетных средств общий положительный эффект на рост ВВП от реализации бюджетно-налогового маневра может оказаться значительно выше рассчитанного на основе мультипликаторов.

Отметим также, что эффект налогово-бюджетного маневра может существенно различаться по годам и по кварталам внутри года. В основном это будет определяться динамикой расходов. Социально-экономический прогноз Минэкономразвития России предполагает, что финансирование проектов в рамках налогово-бюджетного маневра начнется ближе к середине 2019 года, в то время как налогообложение по более высокой ставке НДС будет действовать уже с начала года. Это позволяет ожидать негативного эффекта на рост ВВП в первой половине 2019 года и эффекта ниже среднего по итогам 2019 года. Однако в последующие периоды налогово-бюджетный маневр должен оказывать растущее позитивное влияние на рост ВВП.

## Литература

1. *Власов С., Дерюгина Е.* (2018). Фискальные мультипликаторы в России // Серия докладов об экономических исследованиях Банка России, № 28.
2. *Иванова Н., Каменских М.* (2011). Эффективность государственных расходов в России // Экономическая политика, № 1, С. 176–192.
3. *Кудрин А., Кнобель А.* (2017). Бюджетная политика как источник экономического роста // Вопросы экономики, № 10.
4. *Минфин России* (2018). Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2019 год и на плановый период 2020 и 2021 годов.
5. *Altunc F., Aydin C.* (2013). The Relationship between Optimal Size of Government and Economic Growth: Empirical Evidence from Turkey, Romania and Bulgaria // Procedia – Social and Behavioral Sciences, Vol. 92. Pp. 66–75.
6. *Asimakopoulou S., Karavias Y.* (2015). The impact of government size on economic growth: a threshold analysis // Granger Centre Discussion Paper, No. 15 (02).
7. *Auerbach A.J., Gorodnichenko Y.* (2012). Measuring the Output Responses to Fiscal Policy // American Economic Journal: Economic Policy, Vol. 4. Pp. 1–27.
8. *Batini N., Eyraud L., Weber A.* (2014). A Simple Method to Compute Fiscal Multipliers // IMF Working Paper, № 93.
9. *Coenen G., Kilponen J., Trabandt M.* (2010). When does fiscal stimulus work? // ECB Research Bulletin, No. 10.
10. *Gunalp B., Dincer O.* (2005). The Optimal Government Size in Transition Countries / Department of Economics, Hacettepe University Beytepe, Ankara and Department of Commerce, Massey University, Auckland.
11. *Ilzetzki E.* (2011). Fiscal Policy and Debt Dynamics in Developing Countries // The World Bank Policy Research Working Paper Series, 5666.
12. *Ilzetzki E., Mendoza E.G., Végh C.A.* (2013). How Big (Small?) Are Fiscal Multipliers? // Journal of Monetary Economics, Vol. 60. Pp. 239–254.
13. *International Monetary Fund (IMF)* (2016). Staff Report for the 2016 Article IV Consultation.
14. *Rezk E.* (2005). Public Expenditure and Optimal Government Size in an Endogenous Growth Model: An Analysis of the Argentine Case / National University of La Plata.
15. *Vlasov S.* (2011). Russian fiscal framework: Past, present and future. Do we need a change? // BOFIT Online, No. 5.
16. *World Bank* (2016). Russian Federation Systematic Country Diagnostic: Pathways to Inclusive Growth.