

В Диссертационный совет ФГБОУ ВО
«Российская академия народного хозяйства и
государственной службы при Президенте
Российской Федерации»
119571, г. Москва, проспект Вернадского, д.82

ОТЗЫВ

официального оппонента

по диссертации Абдурахманова Мансура Илгар оглы

«Ожидания и коммуникации в системе инструментов денежно-кредитной политики Банка России» по специальности 5.2.4. Финансы, представленную на соискание учёной степени кандидата экономических наук, выполненную на Факультете финансов и банковского дела ФГБОУ ВО «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации»

Актуальность темы диссертационного исследования

Ожидания экономических агентов играют ключевую роль в формировании экономических процессов. В условиях, когда финансовые рынки и экономика в целом подвержены высокой неопределенности, правильная работа с ожиданиями становится важнейшей частью денежно-кредитной политики (далее – ДКП). Банк России, как и другие центральные банки, активно использует коммуникацию при проведении ДКП. Прозрачность и предсказуемость действий центрального банка помогают стабилизировать экономические ожидания и минимизировать неопределенность на рынках. Результаты исследований убедительно показывают, что не только фактические действия, но и сигналы о возможных будущих решениях (например, прогнозов ключевой ставки) играют не меньшую роль.

Управление ожиданиями стало ключевым элементом эффективной ДКП, поскольку предсказуемость и прозрачность действий центрального банка помогают снижать рыночные колебания и повышать доверие со стороны экономических агентов. В условиях высокой неопределенности,

вызванной как внутренними, так и внешними факторами, роль коммуникации между Банком России и рынками становится все более значимой, так как правильная интерпретация сигналов и заявлений позволяет лучше адаптировать экономическое поведение, предотвращая чрезмерную волатильность и неоправданные колебания курсов валют или инфляционных ожиданий.

Совершенствование стратегии коммуникаций Банка России с различными группами агентов, включая финансовые рынки и широкую общественность, в том числе через пресс-релизы, прогнозы и публичные выступления, влияет на экономическую стабильность и эффективность применения монетарных инструментов. Особо актуальна тема диссертации сегодня – в период, когда эффективность влияния ключевой ставки на инфляцию снижается из-за автономных (нечувствительных) факторов. Исследование механизмов, через которые коммуникации влияют на экономические процессы, особенно в контексте последних вызовов (санкции, перегрев экономики, дефицит трудовых ресурсов), помогает соискателю не только уточнить теоретические аспекты монетарной политики, но и выработать практические рекомендации для повышения ее эффективности.

Степень обоснованности и достоверности научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации

Научные положения и выводы обоснованы. Они опираются на анализ и результаты в наиболее престижных зарубежных изданиях, корректно использованные эконометрические методы, достоверные источники и полученные результаты. Соискатель грамотно подошел к аргументации используемых методов и изложенных рекомендаций. Используемые методы широко применяются в экономических исследованиях, что не вызывает сомнений в степени обоснованности полученных результатов.

Достоверность сформулированных в диссертации положений, выводов и рекомендаций подтверждена материалами центральных банков,

аналитическими и статистическими данными из надежных источников. Полученные результаты в части оценки реакции участников рынка на решения и прогнозы Банка России, а также в части оценки информационного преимущества и предсказуемости решений верифицируются с помощью других методов и моделей соответственно. Результаты, полученные с помощью расчетов и результаты, полученные эконометрическими методами, согласуются между собой, что подтверждает их достоверность. Практика коммуникаций Банка России также является следствием достоверности научных положений и выводов.

Рекомендации, выдвинутые в диссертации, не только теоретически обоснованы, но и применимы на практике. Основная часть рекомендаций опирается на результаты исследования.

Основные положения и результаты отражены в трех качественных научных работах автора, опубликованных в ведущих российских журналах. Апробация результатов исследования проводилась также на международных конференциях.

Новизна научных положений, выводов и рекомендаций

Диссертационное исследование включает ряд выдвигаемых и обоснованных положений, выводов и рекомендаций, имеющих новизну для экономической науки и практики.

1. Разработана классификация инструментов монетарной политики, в которую в полном составе включены традиционные и нетрадиционные инструменты. Автор справедливо отмечает, что коммуникации (заявления, сигналы, прогнозы) могут иметь стандартную и нестандартную форму, в связи с чем вносит коммуникации в зависимости от формы в структуру традиционных или нетрадиционных инструментов.

2. Намерения, которые выражаются с помощью заявлений, сигналов и прогнозов, подразделяются в работе на два типа – с обязательством им следовать (нестандартный инструмент) и без обязательств (стандартный

инструмент). Прогнозы, как и сигналы центральных банков без обязательств им следовать, не могут приравниваться к forward guidance.

3. Построена одномерная бинарная модель, с помощью которой соискатель показывает важность роли ожиданий рынка. Если в экономике образуется инверсия кривой доходности, то, согласно результатам оцененной модели, она может привести к рецессии в экономике с определенным лагом. Так как инверсия кривой доходности возникает зачастую в периоды нестабильности, когда экономические агенты ожидают рост инфляции и процентной ставки, автор вводит термин *Leaning on the Expectations* («опоры на ожидания»), который предполагает, что, если центральный банк не может точно оценить необходимый уровень процентной ставки, он может опереться на ожидания рынка в процессе принятия решений при необходимости.

4. Разработана модель влияния решений Банка России по ключевой ставке и прогнозов ее траектории на ожидания участников рынка. Она позволяет анализировать реакцию участников рынка на действия и намерения центрального банка. Согласно полученным результатам, участники рынка пересматривают свои ожидания по процентным ставкам после публикации Банком России прогнозов ключевой ставки. Инфляционные ожидания рынка в ответ на прогнозы ключевой ставки реагируют слабо, то есть менее подвержены их влиянию. При этом неожиданные решения Банка России влияют на ожидания рынка, в том числе на инфляционные, достаточно сильно – как в пределах 30 минут вокруг решений Банка России, так и в пределах дня.

5. Автором оценивается и сравнивается точность прогнозов Банка России по сравнению с точностью прогнозов профессиональных аналитиков. Для этой цели разрабатывается модель, а также рассчитываются среднеквадратические ошибки. Результаты свидетельствуют о наличии асимметричности информации при осуществлении прогнозов. Банк России точнее прогнозирует ключевую ставку, вероятно, из-за более продвинутых моделей или наличия дополнительных данных. Непредсказуемые решения

Банка России для экономических агентов также повышают ошибки в точности прогнозов. Чтобы оценить непредсказуемость, автор собирает детальные данные опросов профессиональных аналитиков и производит расчеты ожидаемых и неожиданных решений. Кроме того, составляется модель, чтобы оценить реакцию волатильности на рынке при ожидаемых и неожиданных решениях. Все результаты показывают, что предсказуемость решений Банка России по ключевой ставке остается на относительно низком уровне, что приводит автора к выводу о необходимости ее повышения.

6. Полученные результаты по итогам расчетов и оценивания моделей служат основанием предложенных в работе мероприятий по совершенствованию коммуникационной политики Банка России. В частности, соискатель рекомендует следующее: публиковать детали при принятии решений – альтернативные решения и аргументы в их пользу, совершенствовать уровневую коммуникацию, публиковать возможные варианты решений, публиковать факторы отклонений прогнозов ключевой ставки от фактических результатов в целях сохранения доверия к проводимой политике, озвучивать прогнозы ключевой ставки, обеспечивать их соответствие сигналам.

7. Оценивается целесообразность использования Банком России нетрадиционных инструментов ДКП. Все аргументы автора, которые приводятся по итогам анализа российских статистических данных, составления и оценки векторной авторегрессии на данных США, прогноза инфляции в России, позволяют сделать им вывод о том, что те нетрадиционные инструменты, которые призваны стимулировать спрос в экономике, использовать в России в условиях перегрева экономики нецелесообразно. Их использование при высоких инфляционных ожиданиях и инфляции может ускорить их рост и дестабилизировать экономическую ситуацию.

Теоретическая и практическая значимость исследования

Теоретическая значимость исследования прослеживается во всех главах. В первой главе автор развивает теорию инструментов ДКП: составляет уникальную классификацию инструментов, проводит анализ существующей литературы в части эффектов их использования, обнаруживает противоречия в литературе в понимании прогнозов и forward guidance, вносит разъяснения по использованию forward guidance, разделяя его на два типа, – с обязательством и без, а также вводит понятие «опора на ожидания» (Leaning on the Expectations). Вторая глава содержит разработанные автором модели по исследованию канала ожиданий, в рамках которых изучается реакция ожиданий рынка на решения и прогнозы Банка России. Во второй и третьей главах автор приводит результаты, которые также имеют теоретическую ценность, поскольку выявляют зависимость ожиданий участников рынка от решений и прогнозов Банка России.

Прикладной характер исследования заключается в возможности реализации изложенных автором рекомендаций по совершенствованию коммуникаций при проведении ДКП. Как отмечает автор, некоторые рекомендации уже нашли отражение в практике коммуникаций Банка России. Отдельный интерес представляют рекомендации, связанные с нестандартным монетарным стимулированием, в рамках которых даны ответы на вопрос, когда целесообразно его использовать, а когда нет. Представленные в работе модели могут использоваться при анализе эффектов от сигналов и прогнозов Банка России ex post.

Теоретические и практические положения диссертации могут использоваться при разработке и реализации ДКП, в дальнейших исследованиях, а также в процессе преподавания в ВУЗах на экономических направлениях.

Дискуссионные вопросы, замечания и рекомендации

Несмотря на общее положительное впечатление от выполненного М.И. Абдурахмановым диссертационного исследования, работа не лишена дискуссионных вопросов и замечаний не критического характера.

1. Автор пишет «Как правило, в условиях шоков, которые приводят к формированию инверсии кривой доходности, требуется ужесточение ДКП». Не ясно, как соотносится это утверждение с тем, что в ряде случаев инверсия кривой доходности сама по себе является следствием ужесточения ДКП.
2. Целесообразно аккуратнее использовать термин «доходность», в частности, пояснять, идет ли речь о реализованной доходности или об ожидаемой (требуемой) доходности. В частности, «...программы покупки ETF банком Японии увеличили доходность акций...», «Сдерживая рост доходности, эти меры оказывают полезную поддержку экономикам развивающихся стран...».
3. При расчете breakeven inflation rate на основе спреда доходностей обыкновенных облигаций и облигаций с индексируемым номиналом целесообразно подробнее рассмотреть вопрос о том, что величина этого спреда определяется не только инфляционными ожиданиями, но и размером премии за инфляционный риск.
4. При анализе фактической и ожидаемой населением инфляции целесообразно обратить внимание на устойчивость различий этих показателей, а также на наличие соответствующих различий и в развитых странах с заякоренными ожиданиями населения.
5. Следовало бы уточнить, что автор понимает под понятиями полной неопределенности и неполной определенности.
6. Формулировка «депозитный и кредитный продукты» более точно отражает их экономический смысл, чем использованная «депозитно-кредитные продукты»

7. Автор отмечает, что целесообразно совершенствовать процесс решений по ставке, в котором предметом голосования должно быть каждое аргументированное решение во избежание группового мышления. Было бы не лишним привести конкретные примеры, в которых предлагаемый подход к принятию решения позволил бы принять более эффективное решение.

Указанные замечания и вопросы дискуссионного характера не снижают общую положительную оценку диссертационного исследования М.И. Абдурахманова и не ставят под сомнение полученные в нем результаты.

Высокое качество диссертации М.И. Абдурахманова имеет научную и практическую ценность. В исследовании представлены обоснованные и достоверные научные результаты, полученные с применением различных методов, в том числе эконометрических. Научные работы автора отражают основное содержание диссертации, выполнены без соавторства и опубликованы в наиболее авторитетных научных изданиях.

Считаю целесообразным допустить к защите на заседании диссертационного совета качественное диссертационное исследование М.И. Абдурахманова.

Заключение

Диссертация Абдурахманова Мансура Илгар оглы «Ожидания и коммуникации в системе инструментов денежно-кредитной политики Банка России» является научно-квалификационной работой, в которой содержится решение задачи, имеющей важное значение для развития экономической науки и практики, что соответствует требованиям Положения о присуждении ученых степеней, утвержденного Постановлением Правительства Российской Федерации от 24 сентября 2013 года № 842 и Порядка присуждения ученой степени кандидата наук, ученой степени доктора наук в Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, утвержденного приказом ректора ФГБОУ ВО «Российская

академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации» (в редакции приказа от 28 февраля 2024 года № 02-0355), а Абдурахманов Мансур Илгар оглы заслуживает присуждения ему ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.4. Финансы.

Официальный оппонент,

доктор экономических наук, доцент,
заведующий кафедрой финансов и кредита
ФГБОУ ВО «Московский государственный университет
имени М.В. Ломоносова»



И.Н. Гуров

«26» декабря 2024 г.

119991, Москва, Ленинские горы, д. 1
+7 (495) 939-55-89, gurovin@my.msu.ru

Подпись	<u>Гуров И.Н.</u>
удостоверяю	
Зав. канцелярией экономического	
факультета МГУ <u>Свч</u>	

