

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

ОТЗЫВ

Председателя диссертационного совета
Российской академии народного хозяйства и государственной службы
при Президенте Российской Федерации
на диссертацию Абдурахманова Мансура Илгар оглы
«Ожидания и коммуникации в системе инструментов денежно-кредитной
политики Банка России», представленную на соискание учёной степени
кандидата экономических наук по специальности 5.2.4. Финансы

Актуальность темы диссертационного исследования

Диссертация М.И. Абдурахманова посвящена одному из наиболее актуальных вопросов проведения денежно-кредитной политики (ДКП). Центральные банки все активнее используют заявления о намерениях, прогнозы и сигналы в целях управления ожиданиями участников рынка и экономических агентов. Способность центральных банков влиять на поведение агентов с помощью заявлений и прогнозов о будущей ДКП – ключевая особенность современной монетарной практики. Возникает потребность в разработке эффективных способов управления ожиданиями и совершенствовании коммуникационной политики центральных банков, которая находится в фокусе внимания всех центральных банков. Это говорит о том, что тема диссертационного исследования актуальна на глобальном уровне.

Опыт прошедших за последние 10 лет кризисов показал, насколько важными могут быть быстрые и эффективные решения Банка России. Для обеспечения ценовой и финансовой стабильности используются все возможные инструменты, которыми располагает центральный банк. Поэтому вопросы совершенствования инструментов ДКП, внедрения и использования

новых методов воздействия, в том числе нестандартных инструментов, разработки гибкой и оперативной монетарной политики, всегда будут оставаться актуальными. Высокая актуальность темы диссертационного исследования обусловлена и тем, что вопросы управления ожиданиями Банком России с помощью коммуникационной политики являются наименее разработанными как с теоретической, так и с практической сторон в научных публикациях.

Диссертация охватывает ряд крайне актуальных вопросов, которые связаны с трансформацией методов проведения ДКП в условиях современной экономики. Важно, что работа не ограничивается теоретическим анализом, а включает практическую направленность. Это делает исследование важным для развития теории и практики монетарного регулирования в России и других странах.

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

Обоснованность научных положений и выводов подтверждена логикой, теоретическими концепциями, существующими научными фактами и эмпирическими данными. Все выдвигаемые гипотезы проиллюстрированы существующими теоретическими подходами, на основании которых выстроены модели. Научные положения подтверждены результатами проведенного исследования. Достаточно ясно и аргументированно описывается выбор методов исследования. Автором указаны все используемые статистические источники, описана обработка данных.

Реальные явления и процессы, на которые влияет практика коммуникаций Банка России, являются отражением достоверности научных положений и выводов. Все данные, используемые в диссертации, получены из надежных официальных источников. Применяемые методы статистической обработки данных корректны и признаны в научной среде. Полученные

автором результаты согласуются с результатами, полученными зарубежными исследователями по данной тематике.

Многие рекомендации обоснованы и могут быть практически осуществимы. Практически все рекомендации логически объясняются и вытекают из результатов исследования. Кроме того, рекомендации подкреплены не только результатами исследования, но и существующим зарубежным опытом.

Основные положения и результаты апробированы на международных конференциях, опубликованы в ведущих научных журналах, поэтому являются точными и воспроизводимыми.

Новизна научных положений, выводов и рекомендаций

Диссертационное исследование содержит ряд положений, выводов и рекомендаций, обладающих научной новизной.

1. Сформирована схема, в которой отражены классификация и виды инструментов денежно-кредитной политики. В эту схему включены как традиционные, так и нетрадиционные инструменты, включая различные формы заявлений центральных банков, что делает ее оригинальной и полной.

2. Предложена четкая классификация заявлений о намерениях, разделяющая политику с обязательствами и политику без них. Целесообразно отмечается тот факт, что прогнозы процентных ставок без обязательств им следовать не могут отождествляться с политикой *forward guidance*.

3. В работе использована бинарная модель, чтобы показать значимость ожиданий рынка в формировании дисбалансов в экономике. Полученные оценки подтверждают, что инверсия кривой доходности, которая закладывается в качестве переменной в эту модель, может привести к рецессии в экономике. Вводится понятие «опоры на ожидания» (*Leaning on the Expectation, LOE*), которое подразумевает использование ожиданий рынка для принятия решений центральным банком в условиях неопределенности и необходимости быстрого реагирования.

4. Создана модель, которая учитывает решения Банка России по ключевой ставке и прогнозы ее траектории. Модель показала, что участники финансового рынка реагируют на прогнозную траекторию ключевой ставки, но их инфляционные ожидания более устойчивы. При этом неожиданные решения Банка России сильно влияют на ожидания участников рынка. Если использовать более узкое окно (в течение 20 минут после решений и прогнозов Банка России) для исследования реакций, то обнаруживается отсутствие реакции рынка на сигналы Банка России, хотя неожиданные решения в этом окне свое влияние сохраняют.

5. Впервые оценивается информационное преимущество Банка России в прогнозировании ключевой ставки. Для этого разработана линейная модель и использована для нее кусочно-линейная форма, чтобы учесть срыв линейных тенденций. Совместно с этим делаются расчеты ошибок прогнозов ключевой ставки и сравниваются с аналогичными расчетами для профессиональных аналитиков. Полученные результаты всех используемых подходов согласуются между собой и свидетельствуют о наличии у Банка России информационного преимущества в прогнозировании. В этом блоке также производится оценка предсказуемости решений Банка России. Для этой цели собраны опросные, прогнозные данные профессиональных аналитиков из открытых источников, проведены расчеты, а также разработана модель, позволяющая показать значимость влияния решений Банка России на волатильность цен активов. Результаты в рамках этих подходов также согласуются – предсказуемость решений Банка России по ключевой ставке в рассматриваемом периоде относительно слабая. Сделаны выводы о необходимости сохранения доверия к ДКП при часто ошибочных прогнозах и повышения предсказуемости решений.

6. Разработаны предложения по улучшению управления рыночными ожиданиями, включая обеспечение согласованности прогнозов и сигналов, озвучивание прогнозной траектории, публикацию детального обсуждения процесса принятия решений с учетом альтернативных вариантов и

аргументов, а также адаптацию коммуникации для разных целевых групп. Часть изложенных в диссертации рекомендаций уже внедрена в практику Банка России.

7. Для оценки перспектив использования Банком России нестандартных инструментов используется спецификация векторной авторегрессии, оцениваемой на данных США. Особенностью данной модели является учет такой переменной как объем активов на балансе ФРС США. Результаты показали, что программы покупки активов способствуют росту производства и инфляции. Нельзя допустить рост инфляции в условиях высокой инфляции и инфляционных ожиданий, поэтому сделан вывод о нецелесообразности использования Банком России большинства нестандартных инструментов ДКП, использование которых призвано смягчать денежно-кредитные условия.

Кроме зафиксированных положений, выводов и рекомендаций, имеющих научную новизну, в диссертации впервые рассчитаны доходности российских государственных облигаций с использованием высокочастотных данных в пределах 30 минут.

Теоретическая и практическая значимость исследования

Теоретическая значимость исследования не вызывает сомнений. Диссертационное исследование развивает современную теорию в области ДКП и ее инструментов. Значимые теоретические нововведения (новая классификация инструментов ДКП, разделение *forward guidance* на два типа, введение понятия *Leaning on the Expectations*, разработанные для разных целей модели, объяснение связи процентного канала с каналом ожиданий) могут быть использованы в процессе обучения на экономических, финансовых направлениях подготовки кадров. Полученные в диссертации результаты также имеют теоретическую ценность. Они устанавливают причинно-следственные связи, вносят вклад в разработку теории по ДКП.

Практическая значимость исследования выражается прежде всего в полученных результатах и разработанных рекомендациях, которые могут быть

использованы при проведении ДКП. Как отмечается в работе, значительная часть изложенных рекомендаций уже внедрена в практику коммуникаций Банка России. Практическую значимость носят и разработанные рекомендации по улучшению коммуникационных стратегий для сглаживания чрезмерных колебаний на финансовых рынках, а также по улучшению стратегий публичных заявлений и прогнозов. Понимание влияния коммуникаций Банка России на ожидания участников рынка может помочь в разработке более точных и эффективных методов управления инфляционными ожиданиями.

Дискуссионные вопросы, замечания и рекомендации

Несмотря на общую положительную оценку выполненного М.И. Абдурахмановым диссертационного исследования, существует ряд дискуссионных вопросов, которые требуют пояснения.

1. В частности, в разделе 2.1 автор рассматривает влияние инверсии кривой доходности государственных облигаций на вероятность наступления рецессии. Такая постановка вопроса имеет фундаментальное теоретическое обоснование, и гипотеза о таком влиянии нашла свидетельства в свою пользу в многочисленных исследованиях, в первую очередь – для экономики США. Однако теоретическое обоснование такой связи лежит в предположении о наличии в экономике внутреннего циклического развития, связанного с инвестиционным и потребительским циклами, что справедливо, для экономики США. Для России практически все кейсы рецессии на протяжении 2000-х годов связаны с внешними шоками, которые происходили явно неожиданного для внутренних экономических агентов, и механизм предвосхищающей рецессию инверсии кривой доходности, например, в случае падения цен на нефть на мировом рынке, остается не понятным. В этой связи хотелось бы получить больше аргументов со стороны автора о том, что обнаруженная зависимость не является случайным результатом, а может быть вызвана реальными экономическими процессами.

2. При анализе предсказуемости решений ЦБ РФ по ключевой ставке (стр. 78-84) автор отмечает слабую предсказуемость решений на внеочередных заседаниях советов директоров. Однако остается не ясным вопрос – являются ли неожиданными решения по изменению ставки на них, либо сам факт проведения внеочередных заседаний? В последнем случае, очевидно, ожидания не могут отражать принятые решения, так как экономические агенты не закладывали в свои ожидания факт проведения заседаний с принятием решений по изменению ключевой ставки.

3. В качестве дискуссионного момента можно также отметить предположение автора о том, что Банк России обладает информационным преимуществом в прогнозировании ключевой ставки (стр. 84-87). Альтернативной интерпретацией полученных результатов может служить предположение о том, что ЦБ РФ обладает более совершенным и развитым комплексом моделей для прогнозирования ДКП и ключевой ставки, чем опрашиваемые аналитики, поскольку в последние годы Банк России проделал большую работу по привлечению в аналитический блок высокообразованных кадров с хорошими навыками моделирования.

Данные замечания и вопросы дискуссионного характера касаются отдельных деталей, не являются критичными и существенными, а также не ставят под сомнение полученные результаты в диссертационном исследовании в целом.

Диссертация М.И. Абдурахманова представляет собой самостоятельную и завершенную работу высокого качества, в которой представлены обоснованные и достоверные научные результаты проведенного автором исследования, имеющие теоретическую ценность и практическую значимость. Научные работы автора, выполненные единолично, опубликованы в высокорейтинговых журналах и в полной мере отражают основное содержание диссертационной работы.

Диссертационную работу Абдурахманова Мансура Илгар оглы целесообразно допустить к защите на заседании диссертационного совета.

Вывод. 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.

Председатель диссертационного совета РАНХиГС,
доктор экономических наук, доцент,
заместитель директора по науке, Институт
прикладных экономических исследований
ФГБОУ ВО «Российская академия
народного хозяйства и
государственной службы
при Президенте Российской Федерации»



С.М. Дробышевский

«23» декабря 2024 г.

*Подпись Дробышевского С.М.
удостоверяю.*

*Руководитель группы
отчетности и архива
Касумбекова Н.С.*

119571, г. Москва, проспект Вернадского, 82
тел. 8 (499) 956-95-50, dsm@ranepa.ru

