

**Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение
высшего образования
РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА
и ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ
при ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

На правах рукописи

АБДУРАХМАНОВ МАНСУР ИЛГАР ОГЛЫ

**ОЖИДАНИЯ И КОММУНИКАЦИИ В СИСТЕМЕ ИНСТРУМЕНТОВ
ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ БАНКА РОССИИ**

Специальность 5.2.4. Финансы

АННОТАЦИЯ

диссертации на соискание учёной степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель:

Хандруев Александр Андреевич,
заведующий кафедрой «Финансы,
денежное обращение и кредит»,
д.э.н., профессор

Москва, 2024 г.

Актуальность темы исследования

Монетарная политика (денежно-кредитная политика, ДКП) во многих странах перешла на управление ожиданиями экономических агентов, участников рынка. Центральные банки стремятся воздействовать на макроэкономические показатели и денежно-кредитные условия не только через регулирование учетной ставки, но и через заявления, сигналы или прогнозы о проводимой ДКП в будущем. Это говорит о том, что в современной экономике существуют новые факторы формирования процентных ставок. Ряд центральных банков развитых стран при нулевой нижней границе (Zero Lower Bound, ZLB) прибегают к использованию нестандартных инструментов ДКП с целью стимулирования совокупного спроса. Заметна тенденция к частичному переходу центральными банками стран с формирующимися рынками на использование инструментов нестандартной ДКП, чтобы усилить воздействие на процессы в экономике через другие каналы трансмиссионного механизма (ТМ) ДКП. Возрастает роль канала ожиданий ТМ ДКП. Для эффективного функционирования этого канала необходимо совершенствовать коммуникационную политику, формировать доверие к проводимой ДКП.

Система инструментов ДКП часто нуждается в трансформации в связи с меняющимися условиями, что определяет основные направления исследования, которые связаны в первую очередь с ожиданиями на рынке ценных бумаг. Ожидания рынка отражены в кривых доходности, форвардных процентных ставках. Трансформация подходов в проведении ДКП объясняется тем, что центральные банки выполняют широкий спектр функций, связанных с мегарегулированием, обеспечением ценовой и финансовой стабильности. С помощью инструментов ДКП центральный банк стремится достичь своих целей быстро и эффективно, поддерживая здоровое состояние экономики и бесперебойное функционирование банковской системы. Актуальность подтверждается также новаторской политикой, которую проводят в настоящее время центральные банки разных стран. Новые реалии и противоречия, с которыми они сталкиваются на международных и внутренних рынках, развитие иных каналов ТМ, заставляет их пересматривать подходы к проведению ДКП, искать новые инструменты и вносить коррективы в существующие.

Опыт последних десяти лет (в особенности кризисы 2014-2015 гг., 2020 г., 2022-2023 гг.) показал высокую значимость действий Банка России и быстроту принятия решений в условиях давления на экономику из-за введения масштабных санкций и ограничительных мер. Для принятия этих решений приходилось использовать практически весь инструментарий, находящийся в распоряжении, включая намерения в проводимой ДКП и нестандартные меры, для стабилизации ситуации в российской экономике и достижения закрепленных целей.

Степень научной разработанности проблемы

В зарубежной экономической литературе уже существует большое количество исследований, посвященных связям между намерениями в проводимой ДКП и ожиданиями агентов и участников рынка. Отечественная литература не обладает аналогичной степенью разработанности в связи с тем, что Банк России не использует в чистом виде нестандартные инструменты ДКП. Ограниченная степень разработанности проявляется в отношении таких аспектов исследования как: целесообразность применения нестандартных инструментов ДКП в странах с формирующимися рынками, практике коммуникаций, ее влияния на денежно-кредитные условия, практике формирования ожиданий рынка без нарушения доверия к проводимой ДКП.

Существенный вклад в экономическую литературу, связанную с практикой использования тех или иных инструментов ДКП, внесли Adrian T., Acharya V., Ajello A., Bernanke B.S., Moessner R., Sutherland C.S., Swanson E., Woodford M., Дробышевский С., Моисеев С., Трунин П., Синельникова-Мурылева Е. и др. Роль инструментов ДКП в обеспечении ценовой и финансовой стабильности исследовалась Acharya V., Adrian T., Ajello A., Bauer M., Boissay F., Cairo I., Collard F., Cúrdia V., Goldberg J., Greenwood R., Grimm M., Jimenez G., Kashyap A., Schularick M., Siebert C., Stein J. и др.

Ожиданиями участников рынка и тем, как коммуникационная политика центральных банков, включая заявления, сигналы и прогнозы, влияет на макроэкономические и финансовые показатели занимались Ajello A., Bergstrom K., Bernanke B.S., Bongard M., Binder C., Campbell J.R., Coibion O., Ferreira L., Galati G., Gorodnichenko O., Gürkaynak R.S., Hattori M., Hubert P., Karagedikli O., Leombroni M., Moessner R., Nelson W., Sutherland C.S., Svensson L., Swanson E., Weber M., Zlobins A. и др. Определенный и значимый вклад в отечественную литературу в этой области внесли Евстигнеева А., Картаев Ф., Стырин К., Трунин П. В работах авторов, исследующих связи между ожиданиями рынка, решениями и заявлениями центральных банков, используются различные эконометрические модели (разные спецификации линейных регрессий, векторные авторегрессии) и методы исследования.

Цель и задачи исследования

Цель исследования заключается как в выявлении взаимосвязи между решениями по ключевой ставке, прогнозами ее траектории и ожиданиями рынка на основе действующей практики заявлений о намерениях при проведении ДКП, так и в оценке перспектив расширения Банком России спектра инструментов ДКП и совершенствовании процесса управления ожиданиями.

Для достижения поставленной цели были обозначены и последовательно решены следующие задачи:

- 1) систематизировать инструменты ДКП центральных банков, составить их современную классификацию с учетом особенностей развитых стран;
- 2) выявить роль инструментов ДКП в обеспечении ценовой и финансовой стабильности;
- 3) построить модель оценки реакции российских участников рынка на решения и прогнозы Банка России, которая может быть использована для анализа органами денежно-кредитного регулирования;
- 4) определить, насколько точны намерения в проводимой ДКП (точность прогнозов) и насколько точны ожидания рынка в отношении этих намерений (предсказуемость решений);
- 5) разработать рекомендации по совершенствованию управления ожиданиями рынка;
- 6) оценить целесообразность и перспективы перехода к использованию нестандартных инструментов в проведении ДКП Банком России.

Объект и предмет исследования

Объектом исследования выступают финансовые, денежно-кредитные условия и макроэкономические процессы, возникающие при проведении ДКП.

Предметом исследования является система инструментов ДКП, в частности, коммуникации и процентная политика в этой системе.

Теоретическая значимость исследования

Теоретическая значимость исследования определена комплексным подходом к рассмотрению инструментов ДКП, используемых центральными банками в настоящее время, и заключается в развитии современной теории ДКП и ее инструментов посредством определения роли ожиданий, коммуникаций, прозрачности и доверия при проведении ДКП, важности учета рисков для финансовой стабильности при принятии решений. Такой подход может быть использован для обучения в денежно-кредитной, банковской сферах. При обобщении научных исследований выявлено, что коммуникации и система заявлений о намерениях по ДКП (Forward Guidance, FG) могут влиять на долгосрочные ставки в экономике и инфляционные ожидания, что необходимо для российской экономики. В работе выявлено, что прогнозы ключевой ставки, соответствующие сигналам, влияют пока только на краткосрочные и среднесрочные доходности российских государственных облигаций.

Практическая значимость исследования

Практическая значимость исследования состоит в возможности применения и текущей реализации монетарными властями (в частности, департаментом денежно-кредитной политики Банка России, который оценивает эффективность инструментов и готовит предложения по их совершенствованию) практических рекомендаций по развитию коммуникаций и управления ожиданиями экономических агентов в механизме сопровождения решений по ДКП Банка России. Рекомендации по принятию решений по ключевой ставке в условиях шоков и

кризисных явлений в экономике могут быть использованы Банком России (в частности, департаментом денежно-кредитной политики и департаментом финансовой стабильности Банка России) в механизме принятия решений по ДКП. Большинство рекомендаций, изложенных в диссертации, а также в ходе проведения Обзора ДКП внедрены в практику коммуникаций Банка России. Некоторые из рекомендаций планируются к внедрению в практику коммуникаций, тогда как отдельные находятся в процессе обсуждения.

Материалы диссертации могут быть использованы в учебных целях при составлении и разработке на экономических специальностях программ и курсов по финансам и финансовым рынкам, макроэкономике и денежно-кредитной политике, макроэкономическому анализу и моделированию.

Методы исследования

Теоретической и методологической базой исследования являются законодательные и нормативно-правовые акты, регулирующие деятельность центральных банков, труды отечественных и зарубежных исследователей в области ДКП и ее инструментов (в частности, коммуникаций, ожиданий и процентной политики), включая доклады об экономических исследованиях, доклады о денежно-кредитной политике, основные направления единой государственной денежно-кредитной политики, рабочие документы (*working papers*) международных организаций и центральных банков, речи (*speeches*) о передовом международном опыте.

В исследовании применяются общенаучные и специальные методы исследования. К общенаучным методам относятся экономический и терминологический анализ, сравнение, контент-анализ источников литературы, экспертные оценки, систематизация и аналогии, научная критика. К специальным методам исследования относятся экономико-статистический метод и экономико-математическое моделирование. Экономико-статистический метод включает сбор и обработку экономических статистических данных, регрессионный анализ. В работе приводится анализ кейсов, отражающих влияние коммуникаций и прогнозов центральных банков на ожидания экономических агентов в развитых странах и странах с формирующимися рынками. В рамках экономико-математического и теоретического моделирования приводятся постановка и решение модели, а также эконометрическое моделирование байесовским и не байесовским методами.

Моделирование, вычисление оценок и вероятностей производятся в среде RStudio языка программирования R и в EViews. Сбор, статистическая обработка, очищение и прочие манипуляции с данными, а также анализ и графическое представление данных и результатов реализуются в RStudio и MS Office (Microsoft Excel, Microsoft Word и Microsoft PowerPoint).

Информационную базу исследования составляют открытые источники баз данных Федеральной службы государственной статистики Российской Федерации (Росстат), Банка России, ООО «инФОМ», Московский биржи, Национального бюро экономических исследований (National Bureau of Economic Research, NBER), Federal Reserve Economic Data (FRED), Федеральной резервной системы (ФРС) США, Статистической службы Европейского союза (Евростат), Европейского центрального банка (ЕЦБ), Банка Японии, Народного банка Китая, Центрального банка Турецкой Республики, Банка Англии и Международного валютного фонда (МВФ).

Положения, выносимые на защиту и имеющие научную новизну

1. Выделены виды системы заявлений о намерениях в области ДКП (коммуникационная политика FG) с учетом особенностей проведения политики FG и даны им определения. FG является нестандартным инструментом ДКП. В зарубежной и отечественной литературе, включая научные статьи, доклады о денежно-кредитной политике, доклады об экономических исследованиях и основные направления единой государственной денежно-кредитной политики обнаружено смешивание понятий сигналов и прогнозов процентной ставки с инструментом FG. Сигналы и прогнозы процентной ставки по сравнению с инструментом FG имеют принципиальное различие в их использовании центральным банком, которое не отмечается в литературе для широкого круга читателей. В работе система заявлений о намерениях в области ДКП разделена на заявления, сигналы и прогнозы, которым центральный банк обязуется следовать (Unconventional Forward Guidance, UFG) и на заявления, сигналы и прогнозы, которым центральный банк не обязуется следовать (Conventional Forward Guidance, CFG). Таким образом, характер заявлений, сигналов или прогнозов может быть принципиально разным. Если центральный банк дает сигналы о будущих решениях или прогнозирует траекторию процентной ставки, то это не означает, что он использует в полной мере инструмент FG. Сигналы и прогнозы должны рассматриваться в рамках стандартной ДКП, если центральный банк не обязуется им следовать. В этом случае признание их полноценным инструментом FG некорректно. Перечисленные различия внесены в разработанную классификационно-видовую схему в качестве инструментов ДКП. Как правило, в странах, центральные банки которых не используют нестандартные инструменты ДКП, намерения (заявления) касаются принятия решений по учетной ставке, а в странах, центральные банки которых используют нестандартные инструменты ДКП, намерения касаются не только принятия решений по ставке процента, но и дополняются заявлениями в отношении использования количественного смягчения (Quantitative Easing, QE) или других программ покупки активов с целью смягчения денежно-кредитных условий до начала их проведения.

2. На основе систематизации всех инструментов ДКП (стандартных и нестандартных) разработана классификационно-видовая схема используемых в настоящее время центральными банками инструментов ДКП. Во-первых, в схему впервые включены намерения центральных банков в разных формах (с обязательством их соблюдения и без обязательств). Во-вторых, в схеме отражены все нестандартные инструменты ДКП, которые не нашли полного отражения в существующей литературе. Наконец, разработанная схема отражает характер регулирования экономических условий (стандартный и нестандартный, рыночный и административный), а также влияние на денежно-кредитные условия (прямое, когда центральный банк сам проводит операции, и косвенное, когда регулирует условия). Схема последовательно выстроена по блокам для стандартных и нестандартных инструментов ДКП, которые можно при необходимости разделить, чтобы показать широту и цели их применения.

3. Построена бинарная модель вероятности наступления рецессии в экономике России при появлении инверсии кривой доходности как индикатора ожиданий (как правило, ужесточения ДКП), которая доказывает важную роль ожиданий рынка. Результаты оценки модели показывают значимое влияние инверсии кривой доходности на возникновение рецессии с лагом. Поскольку формирование инверсии кривой доходности, как правило, связано с дисбалансами на финансовых рынках, предложен дополнительный подход к принятию решений по ДКП, связанный с опорой на ожидания рынка в периоды шоков, ранее не встречавшийся в литературе. Поэтому введено понятие «опереться на ожидания» (Leaning On the Expectations, LOE). Центральный банк может не только управлять ожиданиями экономических агентов, но и опереться на их ожидания при принятии решений по учетной ставке. При появлении шоков, высокой неопределенности и в случаях, когда макроэкономические модели, правило Тейлора или иные методы, определяющие текущий уровень номинальной процентной ставки, могут некорректно отражать действительность, быстро и точно откалибровать или трансформировать их не представляется возможным, центральный банк может «опереться на ожидания» рынка (политика LOE) при принятии решений по учетной ставке и проведении антикризисной политики. Опора на ожидания подразумевает анализ и наблюдение за кривой процентных ставок для принятия быстрых решений, чтобы купировать риски для ценовой и финансовой стабильности. Как правило, в условиях шоков, которые приводят к формированию инверсии кривой доходности, требуется ужесточение ДКП. Если центральный банк будет следовать политике LOE, это позволит без побочных эффектов повысить процентную ставку оптимально, исходя из ожиданий рынка, в целях поддержания ценовой и финансовой стабильности. При этом в периоды шоков, когда не введены регуляторные послабления, при ужесточении ДКП могут реализоваться другие риски для финансовой стабильности – бегство вкладчиков в условиях развитых технологий, процентный риск. Поэтому необходимо дополнительно

контролировать другие риски, например, оценивать чувствительность портфелей банковского сектора к процентному риску (как основного его носителя). Это позволит предотвратить реализацию рисков в рамках политик *Leaning Against the Wind* (LAW, «движение против ветра») и LOE. Таким образом, при шоках в дополнение к ядру принятия решений (макроэкономический прогноз, реальные данные и экспертные обсуждения) добавляются ожидания, а к процессу принятия решений (голос, объяснение логики и аргументы, сведение к консенсусу) добавляется опора в качестве аргумента.

4. Ключевая ставка и коммуникации, в частности, прогнозная траектория ключевой ставки – два основных фактора формирования процентных ставок в экономике. В связи с этим разработана модель влияния решений Банка России по ключевой ставке и прогнозов ее траектории на ожидания участников рынка. Модель позволяет исследовать влияние решений по ключевой ставке и прогнозов ее траектории на денежно-кредитные условия и, в частности, на ожидания рынка, основным индикатором которых выступает кривая доходности государственных облигаций. Модель применима в странах, центральные банки которых не используют нестандартные инструменты ДКП, поскольку их использование способно в дни принятия решений по учетной ставке усилить и ускорить трансмиссию на денежно-кредитные условия и макроэкономические показатели. Модель позволяет анализировать реакцию участников рынка на действия и намерения центрального банка (например, на какие сигналы или прогнозы реакция рынка сильнее), а также иные аспекты в зависимости от специфики стран, ликвидности и развитости рынков. Результаты оценки модели на российских данных показывают, что участники финансового рынка реагируют на прогнозы ключевой ставки Банка России и сигналы, которые сопутствуют прогнозам. Участники рынка пересматривают свои ожидания на определенных сроках в дни принятия решений и публикации прогнозов ключевой ставки, как и в зарубежных странах. Результаты показывают значимость влияния решений по ключевой ставке и прогнозов ее траектории (до 2 лет) на ожидания участников рынка (преимущественно до 5 лет). При этом реакция рыночных инфляционных ожиданий на решения Банка России по ключевой ставке значимая, однако реакция на будущую траекторию ключевой ставки отсутствует. Полученные результаты с использованием высокочастотных данных также показывают сильную реакцию рынка на неожиданные решения Банка России, в то время как на прогнозы траектории ключевой ставки значимой реакции нет. Обнаружено отсутствие влияния прогнозов ключевой ставки на инфляционные ожидания и доходности в долгосрочном периоде, что позволяет сделать вывод о необходимости совершенствовать практику коммуникаций.

5. В зарубежной литературе в основном оценивается информационное преимущество центрального банка в прогнозировании экономического роста, инфляции или безработицы. В работе впервые оценивается информационное преимущество в прогнозировании ключевой

ставки. Для оценки информационного преимущества в прогнозировании ключевой ставки разработана линейная модель с включением прогнозов Банка России и профессиональных аналитиков, а также использована кусочно-линейная модель для этой спецификации. Поэтому для оценки информационного преимущества в прогнозировании ключевой ставки впервые использована кусочно-линейная модель для учета нелинейности в прогнозах. Кроме этого, для оценки информационного преимущества в прогнозировании ключевой ставки впервые в литературе рассчитаны среднеквадратические ошибки прогнозов и коэффициент сигнал-шум Банка России и профессиональных аналитиков. Для оценки предсказуемости решений Банка России по ключевой ставке также используется два подхода. Первый заключается в проведении анализа опросов, прогнозов и ожиданий профессиональных аналитиков, по итогам которых сделаны расчеты доли неожиданных и ожидаемых решений. В рамках второго подхода разработана модель влияния решений Банка России с выделением неожиданных решений на цены облигаций и волатильность доходности индекса государственных облигаций. Расчеты ошибок прогнозов ключевой ставки и результаты оценок всех спецификаций моделей (линейных и кусочно-линейных) подтверждают наличие у Банка России информационного преимущества в прогнозировании ключевой ставки. В целом обнаружена низкая точность прогнозов ключевой ставки и слабая предсказуемость решений Банка России. Расчеты по данным опросов, прогнозов и ожиданий профессиональных аналитиков показывают слабую предсказуемость решений Банка России, то есть низкую точность ожиданий рынка в отношении будущих решений по ключевой ставке. В первую очередь это связано с наличием информационного преимущества у Банка России и реализацией геополитических рисков для российской экономики в последние годы, требующих принятия оперативных решений для купирования рисков для ценовой и финансовой стабильности. По причине адаптационного спада в 2022-2023 гг. во многом связана низкая точность прогнозов Банка России по ключевой ставке и ожиданий рынка в отношении будущих решений по ключевой ставке. Слабая предсказуемость действий, низкая точность прогнозов приводят к повышенному уровню неопределенности, волатильности в дни принятия решений и публикации прогнозов ключевой ставки. Для сохранения доверия к ДКП при отклонении прогнозов ключевой ставки от фактического уровня необходимо информировать общественность о неприятии обязательств следовать прогнозам, приводить факторы (декомпозицию причин) и факты этих отклонений, которые могут быть приняты во внимание экономическими агентами и участниками рынка при формировании собственных ожиданий. Необходимым условием ускорения достижения цели по инфляции и корректировки инфляционных ожиданий является повышение предсказуемости решений по ключевой ставке и качества коммуникации с экономическими агентами и

участниками рынка, в том числе в периоды нестабильности, в целях ранней адаптации к ожидаемым решениям и финансовым условиям.

6. В целях совершенствования практики и тактики коммуникаций и повышения транспарентности при проведении ДКП разработаны следующие рекомендации, которые нашли отражение также в рамках ответов на вопросы по итогам проведения Обзора ДКП и часть из которых уже внедрена в практику коммуникаций. Во-первых, избегать противоречивости сигналов в пресс-релизах и пресс-конференциях по итогам решения по ключевой ставке и прогнозов ключевой ставки, чтобы сигналы придерживались последнего обновленного прогнозного диапазона ключевой ставки. Во-вторых, озвучивать прогнозную траекторию ключевой ставки на пресс-конференциях в количественном формате, чтобы усилить точность толкования участниками рынка сигналов. В-третьих, совершенствовать более полное раскрытие информации о деталях обсуждения при принятии решений по ключевой ставке, включая альтернативные решения, аргументы в их пользу, протоколы заседаний. В рамках раскрытия деталей обсуждения предлагается рассмотреть не поименную публикацию количества голосов за то или иное решение или доли проголосовавших от общего числа членов совета директоров Банка России. Это позволит лучше понять процесс сведения к консенсусу, уровень неопределенности в решениях и соотнести ожидания с решениями в рамках «множественности» голосов, то есть учитывать аргументацию не только в рамках «единого» голоса. Наконец, совершенствовать адаптацию коммуникаций для разных целевых аудиторий по опыту ряда зарубежных центральных банков. Не менее важной рекомендацией является публикация прогноза траектории ключевой ставки не только по итогам опорных заседаний или подтверждение актуальности предыдущего прогноза в резюме. Данная рекомендация опирается на три аргумента. Первый связан с тем, что в процессе исследования обнаружено частое изменение внутренних и внешних условий, требующих обновления среднесрочного макроэкономического прогноза. Второй связан с тем, что после принятия решений в периоды шоков происходит смещение прогнозной траектории ключевой ставки. Третий связан с необходимостью в количественной форме дублировать сигналы, которые даются Банком России после каждого заседания по ключевой ставке. Кроме совершенствования практики коммуникаций важно совершенствовать сам процесс принятия решений по ключевой ставке, в котором предметом голосования должно быть каждое аргументированное решение во избежание группового мышления. Принятые меры позволят не только повысить предсказуемость решений, но и прозрачность ДКП для экономических агентов. Помимо изложенных рекомендаций предлагается внести коммуникации в систему инструментов ДКП Банка России, закрепленных в статье 35 Федерального закона N 86-ФЗ «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)», поскольку коммуникации, как и процентная политика,

влияют на денежно-кредитные условия и способны влиять на ценовую и финансовую стабильность.

7. Чтобы оценить целесообразность и перспективы использования Банком России нестандартных инструментов ДКП, разработана модель векторной авторегрессии с включением необходимых эндогенных переменных на данных США для оценки эффектов программ покупки активов на макроэкономические показатели. Результаты показывают, что программы покупки активов в рамках QE, проводимые ФРС США, и рост денежной массы приводят к росту инфляции и объема промышленного производства. Реакция инфляции и объема производства объясняется тем, что банки получают ликвидность при продаже облигаций, которую направляют на кредитование предприятий. Рост кредитования приводит к росту деловой активности благодаря низким процентным ставкам (покупки облигаций ФРС США смягчают денежно-кредитные условия). Дополнительно сделан прогноз инфляции по российским данным, который показывает устойчиво высокий уровень инфляции на прогнозном горизонте. Таким образом, впервые системно аргументируется нецелесообразность и ограниченность регулярного использования Банком России большинства нестандартных инструментов ДКП: QE, UFG в прямой форме, прямое кредитное смягчение (Direct Credit Easing, DCE), контроль кривой доходности (Yield Curve Control, YCC), качественное смягчение (Qualitative Easing, QuaE), операция Twist (Operation Twist), политика отрицательной процентной ставки (Negative Interest Rate Policy, NIRP), «вертолетные деньги» (Helicopter Money). При этом по опыту Банка России и других центральных банков доказано, что целесообразность использования инструментов, которые в настоящее время трансформируются из нестандартных в стандартные, имеется и даже необходима: CFG, косвенное кредитное смягчение (Indirect Credit Easing, ICE), словесные (вербальные) интервенции и в отдельности UFG в непрямой форме о намерениях проводить политику обеспечения ценовой стабильности (конечной цели многих центральных банков). По опыту зарубежных центральных банков в развивающихся странах доказано, что программы покупки активов при необходимости могут быть временными и ограниченными в объемах. Ограниченность объясняется тем, что российский финансовый рынок характеризуется все еще слабой структурой и ликвидностью, несоразмерным объемом относительно стран, использующих нестандартные инструменты ДКП. Нецелесообразность объясняется высокими инфляционными ожиданиями населения, высокой инфляцией, ее прогнозом, отсутствием риска появления дефляции (приведены данные и расчеты), структурным профицитом ликвидности банковского сектора (или отсутствием стабильного структурного дефицита ликвидности), потенциальным искажением ценообразования финансовых инструментов в условиях неразвитости финансового рынка и широким пространством использования стандартных инструментов ДКП.

Степень достоверности результатов

Достоверность результатов подтверждается следующими аспектами.

1. Положения экономической теории, актуальная нормативно-правовая база и опыт зарубежной практики коммуникаций согласуются с результатами исследования. Теоретическая база состоит из исследований российских и зарубежных авторов, опубликованных в наиболее признанных и престижных изданиях, на которые делается упор.

2. В работе использованы достоверные статистические (в том числе опросные, прогнозные, биржевые) данные из открытых источников и корректно применены методы исследования этих данных.

3. Результаты исследования апробированы на международных конференциях и на выступлении перед сотрудниками Банка России, опубликованы в ведущих научных журналах по финансам и денежно-кредитной политике.

Практика коммуникаций Банка России также является отражением достоверности результатов исследования.

Соответствие исследования научной специальности

Диссертационное исследование соответствует научной специальности 5.2.4. Финансы.

Направление исследования: 32. Денежно-кредитная политика в Российской Федерации и за рубежом. Критерии и методы повышения эффективности денежно-кредитной политики.

Апробация результатов исследования

Основные положения, результаты и выводы исследования обсуждались на международной конференции студентов, аспирантов и молодых ученых «Ломоносов-2023» (г. Москва, 10-21 апреля 2023 г.), на международной конференции студентов, аспирантов и молодых ученых «Ломоносов-2024» (г. Москва, 12-26 апреля 2024 г.), а также в выступлении перед сотрудниками Банка России (г. Москва, 12 сентября 2023 г.).

Материалы исследования включены в курс для магистратуры «центральные банки в глобальной экономике». Рекомендации на основе результатов исследования, предложенные в том числе в рамках Обзора ДКП, будут и отчасти внедрены в практику коммуникаций Банка России в текущем 2024 г. Результаты исследования, в частности, модель оценки эффектов решений по ключевой ставке и прогнозов ее траектории на денежно-кредитные условия, могут использоваться Отделом стратегии и коммуникации денежно-кредитной политики и Отделом развития инструментов денежно-кредитной политики Департамента денежно-кредитной политики. Практическое применение имеет также рекомендация о необходимости повышения предсказуемости при принятии решений по ключевой ставке для снижения волатильности на финансовых рынках и роста доверия к ДКП, а также ряд рекомендаций по совершенствованию процессов управления ожиданиями и принятия решений. Научная и практическая

составляющие исследования используются в чтении лекций сотрудникам Банка России и могут быть включены в дисциплины, связанные с финансами, банками и макроэкономикой.

Основные положения, выводы и результаты исследования изложены в 3 публикациях автора объемом 4 п.л. (авторский объем 4 п.л.). Все 3 статьи опубликованы в журналах из списка рецензируемых научных изданий, рекомендованных для защиты в диссертационном совете РАНХиГС при Президенте РФ по специальности, в том числе 2 статьи в списке научных изданий, входящих в международную базу научного цитирования RSCI (2 из них в Scopus и Web of Science) и входящих в перечень изданий, утвержденный Ученым советом Академии. Все 3 статьи опубликованы в журналах, которые отнесены к категории 1 (К1) ВАК при Министерстве науки и высшего образования Российской Федерации.

Публикации в рецензируемых научных изданиях

1. Абдурахманов М. Оценка предсказуемости решений Банка России по ключевой ставке и информационного преимущества в ее прогнозировании // Вопросы экономики. – 2024. – № 4. – С. 70–91. doi: 10.32609/0042-8736-2024-4-70-91

2. Абдурахманов М. Ключевая ставка как инструмент купирования финансовой нестабильности с опорой на ожидания рынка // Финансы и кредит. – 2024. – Т. 30, № 2. – С. 308–331. doi: 10.24891/fc.30.2.308

3. Abdurakhmanov M. Modelling the Effect of Bank of Russia Key Rate Forecasts on Market Participants' Expectations // Russian Journal of Money and Finance. – 2023. – Vol. 82(2). – pp. 3–20.

Структура диссертации

Структура диссертации включает введение, три главы, заключение, список сокращений и условных обозначений, список литературы, который содержит 206 наименований (в том числе 172 источника на иностранном языке), и 6 приложений. Диссертационное исследование изложено на 144 страницах, содержит 12 таблиц и 20 рисунков.