

в ФГБОУ ВО «Московский  
государственный Университет  
имени М.В. Ломоносова»

Диссертационный совет  
МГУ.052.1(МГУ.08.07)

### **Отзыв на автореферат диссертации**

**Гурова Ильи Николаевича на тему: «Принятие финансовых решений в  
условиях неопределенности инфляционных ожиданий» на соискание ученой  
степени доктора экономических наук  
по специальности 5.2.4. – Финансы,  
08.00.10. – Финансы, денежное обращение и кредит**

Тема диссертации является актуальной, поскольку с одной стороны неопределенность относительно будущего уровня цен является высокой в настоящее время, а с другой стороны в научной литературе отсутствует консенсус относительно квантификации такой неопределенности, а также относительно ее влияния на реальные экономические показатели.

Результаты, выводы и рекомендации, представленные в исследовании соискателя, являются достоверными, поскольку они получены на основании анализа большого объема профильных научных исследований, корректного применения исследовательских методов, построения оценок по широкой межстрановой выборке. Основные положения диссертации опубликованы в рецензируемых научных изданиях, а также обсуждались на научных и научно-практических конференциях.

Ряд исследовательских результатов обладает научной новизной. Соискателем специфицировано и введено в научный оборот в русскоязычной литературе понятие неопределенности инфляционных ожиданий. Разработаны методы оценки такой неопределенности, а также проведена оценка ряда показателей неопределенности инфляционных ожиданий на основе выборки из 211 стран за период с 1990 по 2020 гг. Выявлены и обоснованы каналы влияния неопределенности инфляционных ожиданий на принятие финансовых решений. Соискателю удалось выявить каналы, в соответствии с которыми в ряде случаев экономические агенты ведут себя как

склонные к инфляционному риску. Однако в целом неопределенность инфляционных ожиданий ведет к снижению сбережений и темпов роста экономики. В частности, при росте на 1 стандартное отклонение по выборке развивающихся стран доля сбережений в ВВП снижается в таких странах на 0,14-0,25 п.п., среднегеометрические 5-летние темпы роста ВВП сокращаются на 0,05-0,2 п.п. И в развитых, и в развивающихся странах рост неопределенности инфляционных ожиданий на 1 п.п. на 5% уровне значимости приводит к формированию премии за инфляционный риск в структуре процентных ставок на 0,17-0,2 п.п. Соискателем предложена концепция барометра неопределенности инфляционных ожиданий, который представляет собой агрегированный уровень неопределенности инфляционных ожиданий экономических агентов в экономике. Также в исследовании обоснована целесообразность создания нового финансового инструмента – корпоративных индексируемых облигаций с государственной защитой от инфляционных рисков. На основании проведенного анализа соискателем сформулированы предложения по формированию целевых значений инфляции в целях обеспечения управляемости неопределенностью инфляционных ожиданий – предлагается устанавливать границы целевых значений инфляции в пределах 1 п.п., а сами цели по инфляции устанавливать на период 5-10 и более лет.

Несмотря на общий высокий уровень проведенного соискателем исследования есть ряд замечаний по некоторым пунктам автореферата, требующих некоторого пояснения.

1. На с. 31-32 автор указывает, что для компаний, использующих заемное финансирование, негативным является как снижение цен ниже целевых значений, так и повышение цен выше ожидаемых, так как, по мнению автора, «снижается реальная стоимость амортизационных налоговых щитов». Данное утверждение требует пояснений, т.к. далее автор указывает, что «при увеличении неопределенности инфляционных ожиданий растут затраты на капитал». Это неизбежно приводит к росту процентных ставок по заемному капиталу, и соответствующему росту эффекта налогового щита.
2. В автореферате на с. 38 автор предлагает для развития рынка капитала использовать корпоративные облигации, индексируемые в пределах

целевых значений инфляции за счет средств эмитента, а превышение сверх целевых значений субсидировать за счет средств бюджета. Предложение безусловно интересное и заслуживает внимания, но хотелось бы видеть размер ожидаемых дополнительных расходов бюджета по выплатам купонов и погашения номинала при превышении фактической инфляции целевых значений.

3. В автореферате недостаточное внимание уделяется сравнительному анализу подверженности различных инструментов финансирования (акций, облигаций) инфляционным рискам.

Указанные замечания носят в большей степени рекомендательный характер и не снижают общее высокое впечатление от представленной работы. Исследование соискателя соответствует требованиям, которые предъявляются к диссертациям на соискание ученой степени доктора экономических наук.

Считаю, что Гуров Илья Николаевич заслуживает присуждения ученой степени доктора экономических наук по специальности 5.2.4. – Финансы, 08.00.10. – Финансы, денежное обращение и кредит

Берзон Николай Иосифович  
доктор экономических наук, профессор  
научный руководитель Базовой кафедры  
инфраструктуры финансовых рынков,  
ФГАОУ ВО «Национальный исследовательский  
университет «Высшая Школа Экономики»

Дата: 13.09. 2022 г.

Контактные данные:  
тел.: +7 (495) 772-95-90; e-mail: nberzon@mail.ru

Адрес места работы:  
109028, Покровский б-р, д. 11, АУК "Покровский бульвар"