

В диссертационный совет МГУ.052.1(МГУ.08.07)

Московского государственного университета

имени М.В.Ломоносова

ОТЗЫВ

официального оппонента доктора экономических наук, доцента

Моисеева Сергея Рустамовича

на диссертацию на соискание ученой степени доктора экономических

наук Гурова Ильи Николаевича

на тему: «Принятие финансовых решений в условиях неопределенности инфляционных ожиданий» по специальности 5.2.4. – Финансы, 08.00.10.

– Финансы, денежное обращение и кредит

Актуальность темы диссертационного исследования.

Эпоха ценовой стабильности прошла. За плечами у глобальной экономики двадцать лет низкой и устойчивой инфляции. С 2021 г. глобальная инфляция, включая инфляцию в экономически развитых странах, неуклонно растет. По очень скромным оценкам МВФ из-за дисбаланса совокупного спроса и предложения глобальная инфляция в 2022 г. достигнет 6,6% в странах с развитой экономикой и 9,5% в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах. Это дает основания некоторым наблюдателям говорить о том, что мир возвращается в инфляционную эпоху 1970-х гг. Можно назвать несколько причин потери ценовой стабильности. К ним относятся избыточно мягкая налогово-бюджетная политика во время пандемии COVID-19, накопленный навес денежного предложения, сформировавшийся за десятилетие утра-низких процентных ставок, ошибки прогнозирования инфляции ФРС США и Европейского центрального банка, рост цен на энергоносители и продовольствие и многие другие. Способность ведущих центральных банков верно прогнозировать инфляционную динамику и восстанавливать ценовую стабильность под вопросом. Особенно в свете того, что за два десятилетия околонулевых процентных ставок центральные

банки потеряли часть компетенции в области дезинфляционной политики. С учетом продолжительных и изменчивых лагов денежно-кредитной политики, о том, какой будет инфляция через три, пять и, тем более, десять лет говорить сложно. Оценки будущей инфляции ФРС США и Европейского центрального банка меняются ежеквартально. Это свидетельствует о наступлении непростого периода высокой инфляционной неопределенности. Таким образом, неопределенность инфляционных ожиданий делает тему диссертационного исследования Гурова И.Н. не только актуальной. Она ставит её на передний план ключевых социально-экономических проблем эпохи. По её завершении можно быть уверенным, что экономическая теория, аналитический инструментарий и практика антиинфляционных мер изменятся. Работа Гурова И.Н. позволяет заглянуть в будущее и сказать, каким должен быть и будет инструментарий анализа инфляции и инфляционных ожиданий.

Степень обоснованности и достоверность научных положений, выводов и рекомендаций, сформулированных в диссертации.

Над проблемой неопределенности инфляционных ожиданий Гуров И.Н. работает не в одиночку. Он стоит на плечах научных гигантов прошлого. С точки зрения обоснованности научных положений он опирается на работы «отцов» новой классической макроэкономики и нового кейнсианства. В качестве теоретического обоснования исследования можно встретить как Д. Мута и Р. Лукаса, так и Г. Мэнкью и Р. Реиса. На наш взгляд, Гурова И.Н. можно охарактеризовать как представителя нового неоклассического синтеза, объединяющего обе современные макроэкономические школы. Хотя Гуров И.Н. и не преподносит свой взгляд на макроэкономическую динамику в явной форме, тем не менее, в его представлении об инфляции и инфляционных ожиданиях прослеживаются характерные черты. С одной стороны, он отбирал модели с гибкими ценами новой классической макроэкономики (в которых де-факто денежно-кредитной политике отводится второстепенное место). С другой стороны, тестируются модели с номинальными жесткостями новой

кейнсианской теории (где в стабилизации делового цикла денежно-кредитной политике отводится главное место). Однако новый неоклассический синтез для автора служит лишь опорой, отправной точкой. Его большая часть интересов лежит в другой плоскости, в сфере прикладного анализа. Он не углубляется в структурные макроэкономические модели для анализа внутренней природы и причинно-следственных связей инфляции и инфляционных ожиданий. Его аналитический инструментарий состоит из неструктурных методов. С одной стороны, для типичного макроэкономиста это является скорее слабой стороной, нежели сильной. С другой стороны, для анализа привлечена группа методов, хорошо зарекомендовавших себя на финансовых рынках (ARCH, EGARCH и пр.). Таким образом, Гуров И.Н. имплементирует навыки финансового анализа в макроэкономическое исследование. Как мы увидим, это несет с собой как определенные преимущества современных техник анализа, так и недостатки, связанные с объяснением полученных результатов. Однако в целом, использованные теория и методы не вызывают сомнения в обоснованности и достоверности ключевых научных положений, сформулированных в диссертации.

Научная новизна темы диссертации исследования.

Говоря «А», нужно говорить и «Б» - автор задает дефиницию неопределенности инфляционных ожиданий, что одновременно отвечает на вопрос, как ею управлять. Неопределенность представляет для него субъективно воспринимаемую экономическими агентами неопределенность будущей инфляции, которая описывается функцией распределения ожидаемой инфляции. Определение универсальное и его можно отнести к научному результату. Оно имеет далеко идущие последствия и означает, что для управления неопределенностью инфляционных ожиданий необходимо информирование экономических агентов о риске и степени неопределенности будущих макроэкономических условий. Подобного рода взгляд близок к Банку Англии, который в 2020-х гг. развивал идею о канале неопределенности коммуникации центрального банка и влиянии на воспринимаемую дисперсию

будущих условий. Борьба с неопределенностью инфляционных ожиданий состоит в коммуникации о степени неопределенности, например, в виде сценарных прогнозов, веерных диаграмм, макроэкономических стресс-тестов, более точно настроенных опросов домохозяйств, включающих вероятность их прогноза/ожиданий. Безусловно, инструменты управления неопределенностью не оказывают влияния на экономику в краткосрочном периоде, однако они важны для долгосрочных решений. Ведь чем более отдален период прогноза, тем больше разброс возможных значений макроэкономических переменных.

Однако, когда мы говорим о практических аспектах работы Гурова И.Н., следует разделить его теоретическое представление о неопределенности и его прикладной анализ. Автор прибегает к методам оценки неопределенности на основании волатильности инфляции, на основании стандартных ошибок моделей прогнозов инфляции. Таким образом, переменной неопределенности для него служат не сами ожидания, а модельные ошибки. Конкретно говоря, автор анализирует не ожидания (которые собираются через опросы домохозяйств или профессиональных экономистов), а отклонения модельных прогнозов инфляции от фактической инфляции. В этом смысле он анализирует авторские спецификации инфляционных ожиданий, например, ошибки прогноза Филлипа Кейгана из Колумбийского университета (хотя его модель предназначалась скорее для иллюстрации, чем для анализа). Это важное отличие, которое возможно, требует переопределения научного результата.

Неструктурный анализ инфляционных ожиданий сыграл свою роль. Упущена причинно-следственная связь, которая объясняла бы источники поведения домохозяйств. У Гурова И.Н. рост неопределенности ведет к снижению стимулов к формированию сбережений. Это противоречит устоявшимся представлениям в макроэкономической теории. На практике рост инфляции и её ожиданий ведет к смещению в сторону потребления, как правило, в экономиках с очень низким уровнем дохода на душу населения. Конкретно говоря, когда сбережения домохозяйства составляют его доход за

один-два квартала. В стандартном (благополучном) обществе, где сбережения домохозяйства представляют собой многолетние, как правило, пенсионные, накопления, рост неопределенности ведет к усилению сберегательной активности. Это также находит отражение в поведении корпоративного сектора. Рост неопределенности инфляционных ожиданий, или невозможность планировать производственный/инвестиционный цикл на несколько лет вперед приводят к заморозке инвестиционных проектов и накоплению ликвидности или сокращению финансового рычага. Таким образом, как домохозяйства, так и нефинансовые организации не увеличивают своё потребление или инвестиции. В этом плане выводы о канале влияния неопределенности представляются сомнительными. Как следствие, мы не можем подтвердить количественную оценку влияния неопределенности инфляционных ожиданий на макроэкономические показатели. Позволю себе предположить, что виной тому выбранный неструктурный метод анализа, который показывает результаты, но ничего не говорит о том, что лежит в их основе.

В то же время несомненным достоинством работы Гурова И.Н. является её прикладная ориентация. Автор удачно переходит от макроэкономических изысканий к рекомендациям о том, как управлять неопределенностью инфляционных ожиданий. На наш взгляд, советы по улучшению регулярных опросов домохозяйств заслуживают внимания. В частности, приемы по устранению ошибок домохозяйств, включая определение годового периода прогноза, выделение наиболее подорожавшей группы товаров и услуг, обозначение вероятности прогноза при ответе на вопросы о наблюдаемом и будущем росте цен.

В отношении идеи корпоративных облигаций с индексируемым номиналом и государственной защитой от инфляционных рисков я бы отнес её к несбыточной мечте, поскольку автора вряд ли можно упрекнуть в наивности. Во многих странах министерство финансов выпускает облигации с индексируемым номиналом - Россия входит их число. Их объем ограничен

спросом и специфической целевой группой, которую в большинстве случаев составляют НПФ. К примеру, в России на классические облигации с фиксированной ставкой наибольший спрос предъявляли нерезиденты, а на облигации с плавающей ставкой – крупные банки. Профиль спроса зависит от пруденциальных нормативов, аппетитов к риску и доходу, структуры обязательств и трансфертного ценообразования. В этом смысле индексированные облигации подходят не для всех – они, как правило, многолетние и неликвидные. Что касается субсидирования министерством финансов корпоративных долговых обязательств, то это прямо противоречит здравому смыслу в налогово-бюджетной политике. Во-первых, субсидирование частных долгов равнозначно дополнительному фактору инфляции. Во-вторых, оно ведет к неэффективному перераспределению бюджетных средств от успешных секторов к секторам, которые не могут или не хотят управлять инфляционным риском. В-третьих, способствует снижению качества финансового менеджмента у субсидианта. В-четвертых, делает невозможным планирование бюджетных расходов и дефицита бюджета из-за волатильности неопределенности и связанной с ней выплатами, не говоря уже о том, что неконтролируемый дефицит бюджета создает основу для будущей проинфляционной политики. Можно рекомендовать ознакомиться с работами Томаса Сарджента и Кристофера Симса, которые получили премию по экономике им. А. Нобеля в 2011 г. «за эмпирическое исследование причинно-следственных связей в макроэкономике». Современная макроэкономика предполагает, что инфляция порождается как денежным предложением, так и предложением долговых обязательств. В долгосрочном плане рост бюджетных расходов может иметь даже более значительные инфляционные последствия, нежели денежная эмиссия. Экономика, обремененная долгами, не может не быть инфляционной.

По последнему пункту научного вклада о подходах к установлению целевых значений инфляции следует сделать несколько комментариев. Различаются два подхода к определению целевого ориентира по инфляции.

Один из них является долгосрочным и ориентирован на восприятие домохозяйств. Целевой ориентир приравнивается к такому незначительному темпу прироста цен, который домохозяйства не замечают. Фактически речь идет об усредненной ошибке прогноза, если бы домохозяйства придерживались рациональных ожиданий. Второй подход является среднесрочным и делает акцент на структурных изменениях в макроэкономической среде. Целевой ориентир подбирается по результатам наблюдения за деловым циклом, в ходе которого происходят структурные сдвиги. Учитывая, что деловой цикл в России составляет от 5 до 7 лет, горизонт целевого ориентира подлежит пересматривать на регулярной основе. Это никак не противоречит рекомендациям Гурова И.Н., лишь уточняет их. Ширина коридора для целевых значений инфляции зависит от ее волатильности (чем выше инфляция, тем выше волатильность) и не может быть постоянной величиной. В России она менялась по мере продвижения к ценовой стабильности. Цель по инфляции не может устанавливаться «на 10 лет и более» из-за цикла структурных сдвигов, а также структуры финансового сектора, дюрация портфеля которого заметно ниже.

В целом, на наш взгляд, с учетом редакционных улучшений следует поддержать такие достижения как введение понятия неопределенности инфляционных ожиданий как функции распределения ожидаемой инфляции, разработку (точнее, расширение) методов оценки неопределенности инфляционных ожиданий в части неструктурных методов, применение оценок модельных ошибок прогнозов инфляции, построение барометра неопределенности инфляционных ожиданий и меры по улучшению инфляционных опросов домохозяйств. Обозначенные замечания не умаляют значимости диссертационного исследования. Диссертация отвечает требованиям, установленным Московским государственным университетом имени М.В.Ломоносова к работам подобного рода. Содержание диссертации соответствует паспорту специальности 5.2.4. – Финансы, 08.00.10. – Финансы, денежное обращение и кредит (по экономическим наукам), а также критериям,

определенным пп. 2.1-2.5 Положения о присуждении ученых степеней в Московском государственном университете имени М.В.Ломоносова, а также оформлена, согласно приложениям № 5, 6 Положения о диссертационном совете Московского государственного университета имени М.В.Ломоносова.

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

Официальный оппонент:

доктор экономических наук,
советник первого заместителя Председателя
Банк России



Моисеев Сергей Рустамович

Дата: 7.09.2022 г.

Специальность, по которой официальным оппонентом
защищена диссертация:

08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит»

Адрес места работы:

107016, Россия, Москва, ул. Неглинная, 12

Банк России

Тел.: +7 (495) 315-74-91; e-mail: -

Подпись

Ведущий эксперт по
сопровождению цен
Управления кадров
Департамента кадр

