

**ОТЗЫВ официального оппонента**  
**на диссертацию на соискание ученой степени**  
**кандидата экономических наук Гребенкиной Алины Михайловны**  
**на тему: «Валютный канал денежной трансмиссии:**  
**зарубежный и российский опыт»**  
**по специальности 5.2.5. – «Мировая экономика»**  
**08.00.14 – «Мировая экономика»**

Диссертационная работа Гребенкиной А.М. посвящена вопросу определения с учетом релевантного опыта зарубежных стран влияния работы валютного канала денежной трансмиссии на монетарную политику России. Помимо развернутого определения и раскрытия механизма данного трансмиссионного канала автор определяет место России среди группы аналогичных стран по степени воздействия на курс национальной валюты различных внешних факторов (мирового товарного и финансового рынков) и национальной экономики, а также передачи импульсов к внутренним экономическим параметрам до и после перехода к режиму инфляционного таргетирования.

Тема исследования является весьма **актуальной**, поскольку в условиях инфляционного таргетирования постоянно возникает дискуссия о границах свободного плавания рубля и роли валютного фактора в развитии инфляционных процессов в России. Кроме того, данное обсуждение имеет немаловажное международное измерение в части выбора эффективной политики различными странами в зависимости от основных характеристик их экономик и условий институциональной среды. Особенно важным результатом представляется построенная автором комплексная картина функционирования валютного канала денежной трансмиссии, его зависимости от различных факторов.

По **структуре** работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы и приложений. Изложение в целом носит связный и логичный,

стилистически и грамматически выдержанный характер. **Обоснованность научных положений, выводов и рекомендаций** достигается за счет грамотного сочетания теоретико-модельного и эмпирического подходов, задействования при анализе значительного массива разнообразных статистических данных, цитирования релевантных отечественных и зарубежных источников. Автор демонстрирует знание реалий российской экономики, ее основных характеристик и особенностей экономической политики.

Главная идея, **новизна** исследования – разделение работы валютного канала трансмиссии на две стадии – внешнюю (экзогенные глобальные процессы) и политическую (их трансляция на внутреннюю экономику) позволяет рассмотреть широкий спектр ситуаций и факторов, задействованных в определении набора параметров национальной экономической политики и трансляции рыночных сигналов на экономических игроков через обменный курс национальной валюты. В работе проведен теоретический и эмпирический анализ действия валютного трансмиссионного канала, что представляет собой непростую задачу с учетом экзогенных факторов и денежно-кредитных мер, оказывающих влияние на валютный курс, а через него – на другие экономические параметры. Причем если в развитых странах обнаруживается более высокая чувствительность курса к фактору национальной денежно-кредитной политики, то в развивающихся и переходных странах - более высокая чувствительность к факторам мирового товарного и финансового рынка (стр. 90). Автор подробно рассматривает аналогичные исследования и основательно аргументирует выбор конкретных методов и приемов эконометрического анализа. В завершение работы сформулированы рекомендации по совершенствованию действующего в России режима валютного курса, которые потенциально способны улучшить механизмы денежно-кредитной трансмиссии.

**При этом работа не лишена недостатков, из которых можно, в частности, выделить следующее:**

- возможно, определение второй стадии работы валютного канала денежной трансмиссии лучше было бы сформулировать не в терминах номинальных изменений обменного курса (наиболее значительное влияние на экономику эти изменения могут оказывать, будучи как раз нулевыми, скажем, при фиксированном обменном курсе валюты), а через степень искажения ожидаемого рыночного результата после первой стадии;

- в тексте работы лишь один раз, причем лишь в историческом контексте, упоминается так называемая «финансовая трилемма», связываемая с именем Р. Манделла. Между тем рассмотрение автором страновой типологии через призму трех факторов – режимов денежно-кредитной политики и обменного курса, а также действующих ограничений капитального контроля – по сути, представляет собой как раз подход на основе трилеммы. Представляется, что изложение могло бы быть более последовательным, если бы оно было сформулировано в логике трилеммы;

- основная сложность выбранной автором тематики заключается в том, что номинальный обменный курс национальной валюты – лишь частично объективный феномен, соответственно, валютные котировки отчасти отражают действие рыночных сил, а отчасти – результаты денежно-кредитной политики или волевых решений. В рамках режимов валютной политики, которые автор называет «нелиберальными», курс валюты оказывается намеренно манипулируемым, что приводит к «искаженным» рыночным результатам, которые анализируются в диссертации *bona fide*. Так, в работе отмечено, что меньшая стабильность валют стран, не являющихся развитыми, объясняет выбор менее либерального режима валютного курса. Не может ли данный факт означать ровно обратное: к этому приводит управление обменным курсом в рамках «менее либеральных режимов» - в основном в направлении его ослабления/девальвации? Если в части выбора режимов денежно-кредитной политики в связи с инфляционной динамикой предлагаемое автором объяснение оправдано, то в отношении валютных режимов это требует дополнительных обоснований;

- В работе отмечается некоторая избыточность изложения и охватываемых тематик. В частности, усреднение значений счета текущих операций по режимам ДКП и валютным курсам, а также группам стран (раздел 2.1.2) не дает внятного результата и в дальнейшем изложении никак не используется. Очевидно, что состояние счета текущих операций – сложный феномен, на который оказывает влияние и специфика динамики финансового счета (включая желаемый уровень резервов), и наличие у национальной валюты резервного статуса, и объясняющееся структурными и историческими факторами положение конкретной экономики в глобальных цепочках добавленной стоимости. Экономика вовсе не универсально предопределяет выбор политики; более того, существуют случаи, когда дело обстоит ровно обратным образом;

Другой пример того же рода - крайне разношерстный раздел 2.5, где рассматриваются «кейсы» качественного влияния валютного канала трансмиссии – тоже мало что добавляет к основной линии работы. Кроме того, представляется неполным анализ «валютного манипулирования», а также явно устаревшая политическая констатация, что Китай – наибольший манипулятор (стр. 94). Стремление сглаживать краткосрочные валютные колебания, рассматриваемое в пункте 2 раздела 2.5, – это еще не манипуляция даже в рамках расширительных определений, а содержательно отделить друг от друга практики, описанные в данном пункте и пункте 4, крайне сложно;

- предположение автора, что раз покупки валюты в рамках бюджетного правила носят стерилизующий характер и не ставят целью воздействия на номинальный обменный курс валюты, то, стало быть, и не влияют (сноска 59, стр. 140), на наш взгляд, вряд ли обосновано. Следующее ниже эмпирическое опровержение данного предположения, на наш взгляд, не должно удивлять; скорее оно подтверждает валидность авторской модели.

**Заключение о соответствии диссертации критериям, установленным Положением о присуждении ученых степеней**

Вместе с тем указанные 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 5.2.5. – «Мировая экономика» 08.00.14 – «Мировая экономика» (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 Гребенкина Алина Михайловна заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.5. – «Мировая экономика» 08.00.14 – «Мировая экономика».

Официальный оппонент:

кандидат экономических наук, доцент,  
доцент кафедры макроэкономической  
политики и стратегического управления  
экономического факультета ФГБОУ В  
«Московский государственный  
Университет имени М.В. Ломоносова»  
Буклемишев Олег Витальевич

Контактные данные:

тел.: 7 (985) 924 08 20, e-mail: [o.buklemishev@gmail.com](mailto:o.buklemishev@gmail.com)

Специальность, по которой официальным оппонентом  
защищена диссертация:

08.00.13 – «Математические и инструментальные методы экономики»

Адрес места работы:

119991, г. Москва, Ленинские горы, д. 1, стр. 46

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение  
высшего образования «Московский государственный университет имени  
М.В.Ломоносова», экономический факультет

тел.: 7 (495) 939 34 95; e-mail: [macro@econ.msu.ru](mailto:macro@econ.msu.ru)

Подпись сотрудника Федерального государственного бюджетного  
образовательного учреждения высшего образования «Московский  
государственный университет имени М.В. Ломоносова»

О.В. Буклемишева удостоверяю:

---

«30» мая 2022 г.