

ОТЗЫВ

официального оппонента

**на диссертацию на соискание ученой степени кандидата
экономических наук Банниковой Виктории Алексеевны
на тему: «Оценка работоспособности информационного канала
денежно-кредитной трансмиссии на основе высокочастотных
данных» по специальности 5.2.2. Математические, статистические
и инструментальные методы в экономике**

Диссертация Банниковой В.А. посвящена оценке влияния информационной политики Банка России на финансовые рынки с использованием высокочастотных данных, что соответствует современным вызовам в области денежно-кредитной политики (ДКП).

С переходом Банка России к инфляционному таргетированию в 2014 году коммуникации центрального банка стали критически важным инструментом управления ожиданиями экономических агентов. Информационная политика ЦБ не только дополняет традиционные инструменты, такие как регулирование ключевой ставки, но и позволяет формировать инфляционные ожидания. Однако эффективность этого канала зависит от того, насколько точно рынок интерпретирует сигналы регулятора. В работе обосновывается, что в условиях повышенной волатильности и геополитических рисков, с которыми столкнулась российская экономика в последние годы, понимание механизмов воздействия информационной политики на финансовые рынки становится ключевым для обеспечения стабильности инфляции.

Актуальность диссертационного исследования также обусловлена необходимостью разработки специальных методов, учитывающих ограниченную доступность высокочастотных данных по процентным инструментам в России. В отличие от развитых рынков, где используются внутридневные

данные по процентным фьючерсам и свопам, т.е. минутные или часовые данные, российским исследователям приходится работать с дневными данными, что требует модификации существующих подходов. В диссертации предлагаются такие инновационные решения, как учет гетероскедастичности и применение инструментальных переменных, которые позволяют преодолеть эти ограничения и повысить точность оценок.

Особую значимость работе придает анализ информационных эффектов, которые могут приводить к парадоксальным реакциям рынка, например, росту инфляционных ожиданий при ужесточении ДКП. Эти эффекты, обусловленные асимметрией информации между ЦБ и рынком, могут ослаблять традиционные каналы денежно-кредитной трансмиссии и по этой причине требуют пересмотра результатов моделирования последствий ДКП. Оценка информационных эффектов позволяет детализировать анализ работоспособности информационного канала, выявить периоды, когда информационная асимметрия между регулятором и рынком негативно сказывалась на стабилизации инфляционных ожиданий.

Автор опирается на широкий спектр научных работ, включая как классические исследования в области высокочастотной идентификации шоков ДКП, так и научные работы последних лет. Особого внимания заслуживает систематизация методов идентификации шоков денежно-кредитной политики (ДКП), которая позволила выявить ограничения распространенных подходов и предложить новые решения для российских данных. Проведен критический анализ предпосылок высокочастотной идентификации (например, исключающего ограничения и многомерности ДКП), что усиливает достоверность выводов.

Работа основана на обширном массиве данных, включая дневные показатели рыночных процентных ставок (ROISfix, ОФЗ), внутридневные биржевые данные, а также консенсус-прогнозы аналитиков. Использование инструментальных переменных и методов учета гетероскедастичности позволило нивелировать проблему эндогенности и повысить точность оценок. Вы-

воды, такие как предсказуемость изменений кратко- и среднесрочных процентных ставок в дни решений ЦБ, сделаны на основе статистических тестов, разнообразных подходов к определению шоков ДКП (в том числе с учетом многомерности ДКП), что свидетельствует в пользу устойчивости полученных результатов.

Выводы диссертационного исследования имеют важное прикладное значение. В частности, предложенный метод разделения монетарных и информационных шоков позволяет аналитикам Банка России, бизнес-сообщества более эффективно оценивать последствия проводимой коммуникационной политики ЦБ и принимать меры по повышению прозрачности ДКП. Рекомендации по учету предсказуемости рыночных реакций могут быть применены с целью корректной интерпретации парадоксальных результатов, получаемых в исследованиях с использованием высокочастотной идентификации (так называемой ценовой загадки). Кроме того, разработанные подходы адаптированы к условиям низколиквидного рынка процентных инструментов, что расширяет возможности их применения в других странах с формирующимися экономиками.

Положения, выносимые на защиту, обладают новизной, что подтверждается публикациями автора в рецензируемых журналах (WoS, Scopus). Автором апробирован метод инструментальных переменных на российских данных для корректировки оценок монетарных шоков, а также предложен подход к совместной идентификации нескольких типов шоков ДКП. Эти результаты дополняют современные представления о механизмах денежно-кредитной трансмиссии и открывают новые направления для исследований, например, изучение неоднородности информационных эффектов в периоды кризисов.

В работе достаточно широко используются статистические и эконометрические методы и модели: метод главных компонент, факторный и регрессионный анализы, обобщенный метод моментов для оценки нескольких уравнений, байесовские методы, модели структурной векторной авторегрессии.

Разработанный автором подход к оценке монетарных и информационных шоков с помощью учета гетероскедастичности изменений доходности гособлигаций позволяет сделать вывод о многомерности ДКП Банка России и обеспечивает возможность оценки последствий этих многомерных шоков.

Заслуживает внимания подход к оценке монетарного шока по дневным данным изменений краткосрочной процентной ставки, в основе которого лежит использование инструментальных переменных и двухшагового метода наименьших квадратов (2МНК).

Несмотря на указанные положительные стороны диссертационной работы, можно отметить ряд замечаний и пожеланий по следующим вопросам:

1. В главе 1 упоминается схема идентификации шоков ДКП с использованием данных по кредитным спредам, однако при оценке информационных эффектов (С.130-134) эти данные не использованы, хотя они могли бы улучшить качество результатов. Автор упоминает работу, в которой представлен способ, позволяющий учесть шок спреда, связанного с суверенными облигациями разных стран, входящих в валютный союз (С. 46-47).

В стандартных подходах на основе данных по доходностям гособлигаций и фондовому индексу трудно разделить информационный эффект ДКП от сопутствующего риска формирования доходности. Напротив, применение кредитных спредов помогает изолировать риск-компонент и более корректно выделить эффекты ДКП, в том числе информационной политики ЦБ.

2. В работе рассматривается возможность разложения изменения доходности облигаций на два фактора:
 - фактор уровня, который отражает параллельные сдвиги кривой доходности;
 - фактор траектории, который отражает изменения наклона и кривизны, а также прочие изменения, отличные от параллельного сдвига кривой доходности.

При этом термин шок траектории может вводить в заблуждение, поскольку он описывает не только динамику будущей траектории краткосрочных ставок (например, ожидания по поводу будущих изменений монетарной политики).

3. На графике изменений рублевого индикатора ставок (С. 59, Рис. 3) наблюдаются резкие скачки в декабре 2014 и 2022 годов. Обычно такие всплески интерпретируются как реакция на шоки денежно-кредитной политики, но они также могут быть связаны с сезонным ростом спроса на ликвидность в конце года, когда банки активно наращивают рублевые резервы для выполнения регуляторных требований и подготовки к годовым платежам. Если считать все резкие скачки ставок только следствием ДКП, то можно переоценить влияние монетарной политики.

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 специальности 5.2.2. Математические, статистические и инструментальные методы в экономике (по экономическим наукам), а именно ее направлениям: Разработка и развитие математических и эконометрических моделей анализа экономических процессов (в т.ч. в исторической перспективе) и их прогнозирования, Эконометрические и статистические методы анализа данных, формирования и тестирования гипотез в экономических исследованиях. Эконометрическое и экономико-статистическое моделирование, 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 требованиям Положения о совете по защите диссертаций на соискание ученой степени кандидата наук, на соискание ученой степени доктора наук Московского государственного университета имени М. В. Ломоносова.

Таким образом, соискатель Банникова Виктория Алексеевна заслуживает присуждения ученой степени кандидата экономических наук по специальности 5.2.2. Математические, статистические и инструментальные методы в экономике.

Официальный оппонент:

доктор экономических наук, профессор,
руководитель департамента статистики и
анализа данных факультета экономических наук
Федерального государственного автономного
образовательного учреждения высшего
образования «Национальный исследовательский
университет «Высшая школа экономики»

Мхитарян Владимир Сергеевич

Контактные данные:

тел.: 7(495)7729590, e-mail: vmkhitarian@hse.ru

Специальность, по которой официальным оппонентом
защищена диссертация:

08.00.12 – Бухгалтерский учет, статистика

Адрес места работы:

109028, г. Москва, Покровский б-р, д. 11,
Федеральное государственное автономное
образовательное учреждение высшего образования
«Национальный исследовательский университет
«Высшая школа экономики», Департамент статистики
и анализа данных Факультета экономических наук
Тел.: 7(495)7729590; e-mail: vmkhitarian@hse.ru