

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

Исследования ценовых реакций на значимые рыночные события, в том числе восприятие со стороны различных рынков ожидаемых и неожиданных составляющих политики государства представляют собой важные направления финансово-экономической науки. Диссертация Банниковой В.А. посвящена анализу информационного канала денежно-кредитной трансмиссии с использованием высокочастотных данных, востребованному исследовательскому направлению в условиях растущей неопределённости экономической среды и усложнения механизмов проведения монетарной политики в России. Пожалуй, впервые на российском материале автор применяет современные методы высокочастотной идентификации монетарных и информационных шоков, выделяет информационные эффекты в реакции финансовых рынков на решения Банка России, а также предлагает модификацию моделей с учётом фактора гетероскедастичности и многомерности пространства шоков ДКП.

Работа имеет серьезную теоретическую и практическую значимость, обобщая и адаптируя международный исследовательский опыт к российским условиям, учитывая специфику доступности данных и структуру отечественного финансового рынка. В российских работах, использующих высокочастотный подход, не обсуждается вопрос о неоднородности последствий коммуникационной политики: в идентификации шоков ДКП не учитывается информационная компонента ее «сюрпризов». Из-за специфики

доступных финансовых данных использование существующих зарубежных практик для оценки монетарных сюрпризов в российском контексте по объективным причинам затруднено, что требует усовершенствования используемой идентифицирующей методики. Отказ от предпосылки «исключающего ограничения» дает возможность моделирования последствий ДКП на основе использования российских рыночных данных. Интересен в этой связи полученный результат о принципиальной предсказуемости изменений краткосрочной процентной ставки в день публикации пресс-релизов Банка России от предварительно доступной информации.

В результате исследования проведен разносторонний эмпирический анализ реакций различных финансовых инструментов с использованием высокочастотных данных, что позволяет минимизировать влияние посторонних факторов и выявить первичную реакцию рынка на решения Банка России в зависимости от степени их неожиданности. Работу отличает комплексность, поскольку автором рассматривается не только непосредственное влияние изменения ключевой ставки, но и роль коммуникационной политики регулятора, что соответствует современным теоретическим представлениям и эмпирическим результатам в отношении многомерности эффектов ДКП. Автором разработан подход к идентификации информационных и монетарных шоков, который позволяет включать в модель высокочастотные данные различной дробности, и опирается на применение инструментальных переменных, обеспечивающих более корректную оценку последствий реализации мер ДКП.

При этом обсуждаемая работа не свободна от недостатков.

Во-первых, складывается ощущение, что у автора есть любимые темы, которые с удовольствием, детально и разносторонне обсуждаются, при этом часть других, недостаточно проясненных, но при этом немаловажных для понимания вопросов неожиданно выпадает из фокуса. Мало того, что уже в самом первом регрессионном уравнении (1) появляется никак не

проинтерпретированная константа (стр. 16). Буквально через пару страниц (стр. 19) начинается обсуждение «премий за риск», но к какому риску они относятся, почему и для кого существуют, тоже может догадаться лишь читатель, кто обстоятельно изучил всю рассмотренную литературу (нельзя тут не отметить ширину и глубину погружения автора в имеющиеся теоретические и эмпирические заделы в данной области знания, что реплицировать кому бы то ни было еще было бы крайне сложно) и может самостоятельно выстроить заново ту же логическую цепочку. Ощущение подобной «недосказанности» не раз появлялось у оппонента во время прочтения работы. Кстати, почему-то остается за кадром теоретической рамки и очень близко связанный с анализируемыми тематиками аппарат теории временной структуры процентных ставок – в данном контексте как раз наиболее уместно рассуждать о форме кривой доходности, форвардных ставках, премии за риск (временной премии) и т.п.

Во-вторых, к сожалению, к ненужным деталям отнесены и другие существенные, на взгляд рецензента, вещи, связанные с финансово-экономическим содержанием рассматриваемых явлений. На стр. 22 автор вдруг заявляет: «Фьючерсы на федеральные фонды существуют, но не торгуются» и дает интернет-ссылку, причем не на Chicago Mercantile Exchange, где, как следовало бы ожидать, эти инструменты представлены и торговля ими идет, а на иной источник, где соответствующую информацию приходится разыскивать (оппонент не смог обнаружить там подтверждений высказанному тезису). В главе 2 говорится (стр. 58), что «на основе обзора литературы в первой главе наиболее подходящими инструментами для оценки монетарных сюрпризов можно считать валютные фьючерсы, процентные свопы и ОФЗ», однако никакого содержательного обсуждения этого вывода и сравнительных количественно-качественных характеристик указанных инструментов поверх цитирования предыдущих российских работ ни в первой главе, ни ниже не приводится. Скажем, если индексные облигации подходят/не подходят для анализа, то почему? Насколько отличается ликвидность рассматриваемых

рынков и каковы соответствующие метрики, которые позволяют об этом судить?

В-третьих, неаккуратность отличает и отдельные положения, приводимые в тексте, которые к тому же относятся к ключевой терминологии работы. Так, по определению на стр. 16: «монетарный сюрприз – это *неожиданное с точки зрения участников рынка изменение ДКП*» (стр. 16), или его «*рыночная оценка*» (там же) или же «*мера рыночной оценки*» (стр. 22). Очевидно, что все это – не одно и то же и с содержательной, и математической точки зрения.

В-четвертых, хотелось бы увидеть больше внимания к возможным альтернативным объяснениям наблюдаемых эффектов. В ряде случаев рыночная реакция рынка может быть обусловлена не только информационными шоками со стороны ЦБ, но и интересами участников рынка, другими макроэкономическими событиями, что требует более тщательного учета и обсуждения в эмпирической части. Например, говоря о прогнозных оценках Банка России, которые составляют основу коммуникационного сигнала, обращенного в будущее, автор не делает разницы между органическим и целевым прогнозированием. На самом деле, как представляется, рынки хорошо чувствуют данную разницу: гипотетически прогноз любого центрального банка в условиях повышенной волатильности должен отражать не несмещенную («нейтральную») оценку будущей реальности, а оценку, смещенную в сторону желаемого им исхода. Центральные банки не только наблюдают за монетарной средой, но и в меру сил и способностей ее формируют. В этом смысле интересно было бы посмотреть, насколько действительно смещенными постфактум оказываются оценки Банка России, и если данная гипотеза подтвердится, то каковы причины этого отклонения – недооценка воздействий экзогенных факторов или переоценка собственных возможностей. Также небесспорно, на взгляд рецензента, на современной стадии развития российской экономики и финансовой системы наличие значимого влияния *неожиданного изменения*

прогноза процентной ставки Банка России на каком бы то ни было временном горизонте на промышленное производство или уровень национального фондового индекса. Кстати, различная калибровка графиков импульсных откликов самой ставки и информационного сигнала может создать ложное впечатление о равновеликости реакций, что, конечно же, не так.

Наконец, сложно полностью согласиться с высказанными в работе рекомендательными позициями. В частности, центральному банку рекомендуется доносить до рынка свой прогноз вне зависимости от его валидности в любых неясных ситуациях. Очевидно, что в приводимых автором примерах проведения внеочередных заседаний Совета директоров Банка России, вызванных критическими переломными моментами в развитии экономической ситуации, у регулятора в силу высокой степени неопределенности вряд ли может быть выработан такой взгляд, донесение которого до публики сформирует у нее более четкие представления о будущем. Прогнозы центрального банка должны сохранять известную консервативность с целью поддержания доверия к ним. Асимметрия информации между центральным банком и участниками рынка, а также различные прочтения последними прогнозных данных, очевидно, неизбежны.

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:

кандидат экономических наук,
доцент кафедры макроэкономической
политики и стратегического управления
экономического факультета Федерального государственного
образовательного учреждения высшего образования «Мо
государственный университет имени М.В. Ломоносова»,
БУКЛЕМИШЕВ Олег Витальевич

Подпи

Зав. к

Фзку

Контактные данные:

тел.: 7(495) 939-29-13, e-mail: buklemishev@econ.msu.ru

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,
строение 46, Федеральное государственное бюджетное
образовательное учреждение высшего
образования «Московский государственный
университет имени М.В. Ломоносова»,
кафедра макроэкономической политики и
стратегического управления экономического факультета
Тел.: 7(495) 939-29-13, e-mail: buklemishev@econ.msu.ru