

В диссертационный совет Д. 002.09.02
при Федеральном государственном
бюджетном учреждении науки
Институт экономики РАН

ОТЗЫВ

официального оппонента д.э.н., профессора, заведующего кафедрой прикладной экономики МГИМО МИД России **Столбова Михаила Иосифовича** на диссертацию **Оганесян Гаяне Рубеновны** на тему **“Влияние валютного курса на показатели финансовой стабильности в России”**, представленную на соискание учёной степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.14 – Мировая экономика

Актуальность темы диссертационного исследования

Глобальный финансово-экономический кризис 2007-2009 гг. существенно повлиял на внимание регуляторов, исследователей и финансовых институтов к проблемам обеспечения финансовой стабильности. Находившаяся ранее в тени ценовой стабильности, эта составляющая мандата национальных финансовых регуляторов стала в последние годы объектом масштабных исследований в развитых, развивающихся странах и государствах с формирующимся рынком. Для последней группы стран актуальность вопросов, связанных с обеспечением стабильности финансовых систем, только усиливается, т.к. повышение их роли в мировой экономике не привело к пропорциональному снижению уязвимости перед внешними шоками. Одним из наиболее часто встречающихся проявлений финансовой нестабильности в этих странах следует считать резкое снижение курса национальных валют, которое может быть как выражением собственно валютного кризиса или кризиса платёжного баланса, так и выступать в качестве симптома банковского и/или долгового кризиса. Опыт

развёртывания финансовой нестабильности в России осенью 2008 года и в 2014-2015 гг. не является исключением.

В этом контексте взаимосвязь между особенностями курсообразования национальных валют, различными аспектами валютной политики и финансовой стабильностью заслуживает самого пристального изучения. При этом в отечественной литературе данная взаимосвязь рассматривается не столь подробно, поскольку проблемы валютной политики и финансовой стабильности позиционируются скорее как автономные исследовательские программы. Диссертационное исследование Г.Р. Оганесян направлено на восполнение указанного пробела, так как посвящено анализу комплекса актуальных вопросов на стыке валютной сферы и обеспечения национальной финансовой стабильности, на основе которого формулируется ряд выводов и рекомендаций по совершенствованию проводимых денежными властями валютной и макропруденциальной политики.

Общая характеристика диссертационного исследования

Заявленная тема работы в целом успешно раскрыта диссертантом, согласно поставленным задачам, в трёх главах исследования.

В главе 1 рассматриваются подходы к определению финансовой стабильности. Также обсуждается ряд моделей, раскрывающих механизмы влияния валютного курса на макроэкономические и финансовые индикаторы. Диссертант проводит обзор ключевых риск-факторов, подрывающих финансовую стабильность на современном этапе.

Глава 2 опирается на теоретический материал начальной главы и направлена на эмпирическую оценку взаимного влияния валютного курса и показателей финансовой стабильности в России. Данная глава основывается на применении эконометрических моделей, отбор показателей и обоснование

методологии для которых выполнены на основе авторских разработок с учётом имеющейся отечественной и зарубежной литературы.

Базируясь на полученных в главе 2 результатах моделирования, диссертант посвящает главу 3 обсуждению перспектив валютной и макропруденциальной политики в России. В частности, проанализированы ключевые вызовы на кратко- и среднесрочную перспективу, находящиеся на стыке валютной сферы и обеспечения финансовой стабильности. Для их купирования постулируется возможность проведения дискреционной валютной политики наряду с изменением текущего распределения ролей Минфина и Банка России в этом процессе. Также диссертант выступает за применение более широкого спектра инструментов макропруденциальной политики и диверсификацию международных резервов по целям использования – для поддержания стабильности валютного курса и для инвестиционной деятельности.

Научная новизна, достоверность и практическая ценность результатов

К наиболее важным результатам, полученным диссертантом, следует отнести:

- обоснование необходимости учёта волатильности валютного курса при построении моделей показателей устойчивости национальных финансовых систем (с. 23-28);
- количественную оценку влияния валютного курса рубля на обеспечение стабильности в банковском секторе (через канал кредитования и сопутствующие изменения величины просроченной задолженности) и на фондовом рынке (через динамику биржевого индекса РТС) (с. 67-77);

- выявление значимого влияния внешних риск-факторов на показатели финансовой стабильности в России – мировых биржевых индексов и зарубежных процентных ставок (с.78-89);
- обоснование расширения мер регулирования валютного курса рубля со стороны Банка России, а также внедрения инструментов контроля над трансграничным движением капитала (с. 127-130).

Совокупность полученных диссертантом результатов соответствует следующим пунктам Паспорта специальности 08.00.14 – Мировая экономика: п.6. Последствия глобализации для развитых и развивающихся стран. Взаимоотношения мирового экономического авангарда и мировой периферии; п. 7. Международная экономическая взаимозависимость. Обеспечение устойчивого развития национальной и мировой экономики. Стратегии национального экономического развития; п.12. Мировая валютная система, тенденции ее дальнейшей эволюции. Валютные зоны. Мировые резервные и региональные валюты.

Достоверность результатов исследования обеспечивается владением Г.Р. Оганесян необходимыми теоретическими знаниями в области валютной политики, моделей валютного курса, а также их эффектов для обеспечения национальной финансовой стабильности. Диссертант также демонстрирует необходимую грамотность в сборе и обработке статистических данных, а также в выборе методологии, адекватной цели и задачам исследования.

Прикладное значение диссертационного исследования состоит в возможности использования результатов при разработке и координации мер валютной, денежно-кредитной и макропруденциальной политики денежными властями России (Банком России и Министерством финансов). В академическом плане материалы диссертации представляют интерес при чтении курсов макроэкономики вводного и промежуточного уровней,

международных валютно-финансовых отношений и международных финансов.

Замечания и дискуссионные пункты исследования

Исследование Г.Р. Оганесян не свободно от ряда недостатков и недочётов, а также содержит ряд дискуссионных положений, обоснование которых диссертанту следовало бы усилить.

1. Автор работы справедливо уделяет значительное внимание аналитическим подходам к определению финансовой стабильности. Вместе с тем, подавляющее большинство исследований, на которые опирается Г.Р. Оганесян, было подготовлено до 2014 года. Означает ли это, что за последние годы не было влиятельных исследований по данной проблематике? Несколько удивительно, что в главе 1 диссертации отсутствуют ссылки на методологические работы по вопросам финансовой стабильности К. Борио (С. Borio), С. Клаессанса (S. Claessens) и других исследователей и функционеров, представляющих Банк международных расчётов в Базеле, а также видных специалистов по международной макроэкономике, имеющих влиятельные публикации по проблематике валютной политики (Б.Эйшнгрин (B. Eichengreen), Дж. Айзенмана (J. Aizenman)).
2. В главе 3 диссертант предлагает к внедрению ряд интересных регуляторных мер, направленных на упреждение нарастания финансовой нестабильности в России со стороны валютного рынка. Вместе с тем, большинство из них представлено в несколько декларативном формате, без развёрнутого обоснования. Например, предлагается введение налога на финансовые транзакции с нерезидентами, но не конкретизируется ни спектр инструментов, в отношении которых он может быть использован, ни предлагаемая ставка, ни специфика его администрирования. Аналогичное замечание

распространяется и на меры макропруденциальной политики: установление тех же буферов капитала должно быть осуществлено на основе количественной оценки степени перегрева кредитного рынка. При этом объём диссертации вполне позволял остановиться на этих вопросах подробнее.

3. Диссертант отмечает, что поддержание стабильного реального курса рубля в текущих условиях может быть более продуктивным, нежели снижение инфляции. В этой связи возникают два вопроса. Во-первых, почему автор практически не уделяет внимания реальному курсу, который известен в литературе по финансовым кризисам как довольно влиятельный предиктор нестабильности в развивающихся странах, фокусируясь в своём исследовании на номинальном. Во-вторых, следовало бы конкретизировать, какой уровень инфляции следует принять за условный “якорь” (вместо 4%), если бы денежные власти стали реализовывать на практике дискреционные меры по поддержанию курса рубля.
4. Можно только приветствовать стремление автора широко использовать количественные методы. Однако модели, приведённые в работе, вызывают некоторые технические нарекания. В частности, векторная авторегрессионная модель (VAR), результаты оценивания которой приводятся на стр. 75, согласно информационным критериям из таблицы 1, имеет порядок два, т.е. каждое уравнение должно содержать два лага эндогенных переменных, однако в таблице отражены значения коэффициентов, соответствующие только второму лагу каждой переменной. Также функции отклика на импульс, которые строит диссертант на основе оценённой VAR, имеют явно избыточное количество периодов (стр. 77). С учётом длины временных рядов, имеющих в распоряжении автора работы, можно рекомендовать

построение этих функций на 12 периодов, но не на 50. Что касается регрессионных уравнений, которые Г.Р. Оганесян строит в дополнение к VAR, то формат их представления не вполне согласуется с общепринятым: не приводится F-статистика и соответствующая ей p-value, которые определяют интегральное качество регрессии; следовало бы также привести статистику Дарбина-Уотсона, чтобы показать отсутствие проблемы автокорреляции остатков. Кроме того, можно рекомендовать построение авторегрессионных моделей с распределёнными лагами (ARDL) в качестве альтернативы стандартным моделям множественной регрессии.

5. В качестве внешнего фактора, влияющего на стабильность российского фондового рынка, приводится динамика индекса Лондонской фондовой биржи FTSE100. Почему данный индикатор оказался предпочтительнее, скажем, S&P 500 или MSCI World index? Также возникает вопрос, почему диссертант не включает в регрессионные модели ряд других глобальных индикаторов, о которых упоминает, проводя обзор литературы, – индекс VIX или глобальный индикатор неопределённости экономической политики.

Общий вывод по диссертации

Вместе с тем, высказанные замечания не влияют существенно на общее благоприятное впечатление, которое производит диссертация. Она представляет самостоятельное исследование, сочетающее важные теоретические подходы к актуальным для российской экономики проблемам и методы эмпирического анализа. Результаты данного исследования доступны научной общественности через публикации автора в отечественных академических изданиях.

Подводя итог, можно утверждать, что диссертация отвечает требованиям пп. 9–14 Положения о присуждении ученых степеней, утвержденного Постановлением Правительства РФ от 24.09.2013 № 842, а ее автор, Оганесян Гаяне Рубеновна, заслуживает присуждения искомой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.14 – Мировая экономика.

Официальный оппонент

доктор экономических наук (08.00.01),

профессор, заведующий кафедрой

прикладной экономики

МГИМО МИД России


М.И. Столбов

Контактные данные:

119454 Москва, проспект Вернадского, 76

Тел.: +7(495) 234-84-99

Электронная почта: stolbov.m@my.mgimo.ru

Подпись гр. М.И. Столбова заверяю
Ученый Секретарь

О.В. Шишкина

