

ОТЗЫВ

официального оппонента на диссертацию Гурова И.Н. на тему:
«Управление инфляционными ожиданиями как метод развития долгосрочного
финансирования нефинансовых компаний в России»,
представленную на соискание ученой степени кандидата экономических наук по
специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Инвестиции в основной капитал являются основным фактором экономического развития любой страны. Экономические агенты принимают инвестиционные решения, сравнивая ожидаемую отдачу от вложенного капитала с издержками на его привлечение. При этом уровень инфляции, ожидаемой в процессе реализации инвестиционного проекта и его окупаемости, оказывает существенное влияние на экономический эффект инвестиций. Высокая ожидаемая инфляция снижает стимулы к осуществлению сбережений, которые формируют инвестиционные ресурсы, а также делает привлечение кредитных средств более дорогим. Кроме того, значительная инфляция, как правило, является более волатильной, что формирует дополнительные риски в инвестиционном процессе. Несмотря на значительные успехи в снижении инфляции, достигнутые в России 2000-х по сравнению с последним десятилетием XX века, она по-прежнему остается высокой по меркам не только развитых, но и развивающихся стран. Более того, за последние пять лет существенно увеличилась волатильность инфляции, которая колебалась от менее 4% до почти 17% в годовом выражении. При этом Банк России после перехода к режиму инфляционного таргетирования назвал достижение низкой инфляции основной целью проводимой им денежно-кредитной политики, что подразумевает в том числе снижение инфляционных ожиданий экономических агентов. В этой связи представленная диссертация, посвященная проблемам управления инфляционными ожиданиями в целях развития долгосрочного финансирования нефинансовых компаний в РФ, несомненно, является актуальной.

Диссертация состоит из трех глав, введения, заключения и приложений.

В первой главе содержится обширный анализ долгосрочного финансирования нефинансовых компаний. Автор проводит достаточно масштабное исследование

факторов спроса и предложения долгосрочных финансовых ресурсов, таких как уровень развития финансовых рынков, макроэкономическая стабильность, институциональная среда и др., рассматривает роль государства и внешнего сектора. Следует отметить полноту представленной информации, ее тщательный анализ и критический подход к ней. Проведенный анализ позволил сформулировать и обосновать вывод о недостаточном объеме финансирования долгосрочных инвестиций нефинансовых компаний в РФ.

Важной частью первой главы является оценка автором отраслевой потребности в долгосрочном финансировании. Анализ финансовой отчетности крупнейших компаний основных отраслей экономики РФ дал автору возможность рассчитать показатели долгосрочности активов и пассивов как в отраслевом разрезе, так и в целом по экономике. Проведенный анализ позволил подтвердить вывод о том, что компании нефтегазовой и металлургической отрасли, тяжелой промышленности и машиностроения, транспорта и энергетики, а также объекты жилищно-коммунального хозяйства нуждаются в значительном объеме долгосрочных инвестиций, необходимых для обеспечения устойчивых темпов экономического роста России.

Вторая глава диссертации посвящена оценке влияния инфляционных ожиданий на долгосрочное финансирование нефинансовых компаний. Автор предпринял подробное исследование процесса формирования инфляционных ожиданий экономических агентов, а также влияния неопределенности относительно будущей инфляции на формирование долгосрочных финансовых ресурсов и деятельность нефинансовых компаний. При этом проявлено не только достаточно глубокое понимание экономических процессов, но и подробно проанализированы их последствия для формирования инфляционных ожиданий.

В качестве еще одного достижения этой главы можно отметить анализ причин высокой неопределенности относительно будущей инфляции в РФ. Так, проведенный в диссертации анализ позволяет заключить, что в России неопределенность относительно будущей инфляции является значительной вследствие большой волатильности инфляции прошлых периодов, несоответствия между официальными прогнозами инфляции, зависимости инфляции от внешних шоков.

В третьей главе диссертации автор рассматривает развитие долгосрочного финансирования нефинансовых компаний в условиях неопределенности относительно будущей инфляции. При этом делается логичный вывод о том, что неопределенность относительно будущей инфляции негативно влияет на формирование финансовых ресурсов и финансовую активность нефинансовых компаний. Кроме того, автор оценивает премию за риск инфляции в структуре процентных ставок РФ, которая оказывается значительной на уровне 1,24%-1,36%, а в сумме с инфляционными ожиданиями составляет 7–7,5% годовых и разрабатывает предложения по управлению инфляционными ожиданиями с целью снижения уровня инфляции в РФ, а также ее волатильности.

В целом диссертация представляет собой законченное научное исследование, выполненное на высоком теоретическом уровне, и имеющее большое практическое значение. В качестве основных, по мнению оппонента, позиций новизны можно отметить следующие:

- 1) С помощью анализа финансовой отчетности компаний основных секторов экономики РФ показано, что данные компании нуждаются в значительном объеме долгосрочных финансовых ресурсов для осуществления инвестиций. При этом полученные автором оценки говорят о том, что рост неопределенности относительно будущей инфляции снижает показатели долгосрочного финансирования компаний реального сектора.
- 2) Автором проанализированы особенности проведения государственной макроэкономической политики в РФ и выявлены факторы, препятствующие эффективному управлению инфляционными ожиданиями, среди которых можно выделить несогласованность официальных прогнозов и целевых значений инфляции, а также отсутствие четких долгосрочных ориентиров и доверительных интервалов для целевых значений инфляции.
- 3) Предложены и обоснованы меры по управлению инфляционными ожиданиями, направленные на снижении премии за инфляционный риск.

Результаты проведенного исследования имеют большое практическое значение, так как позволяют скорректировать политику российских органов государственной власти с учетом полученных результатов. Это особенно важно в

связи с продолжающимся процессом поиска ЦБ РФ нового режима денежно-кредитной политики в условиях неблагоприятной внешнеэкономической конъюнктуры и финансовой нестабильности.

К сожалению, выполненное диссертационное исследование не свободно от некоторых недостатков.

Во-первых, рассуждая о соотношении сбережений и инвестиций в РФ (стр. 29), автор, по мнению оппонента, не уделяет должного внимания тому факту, что существенная доля сбережений осуществляется российскими гражданами в иностранной валюте, причем зачастую в наличной форме. Причем привлекательности валютных сбережений способствует в том числе высокая и волатильная инфляция в России. Поэтому снижение темпов роста цен в РФ будет способствовать дедолларизации сбережений, что создаст дополнительные ресурсы для экономического роста.

Во-вторых, на стр. 76 говорится о роли индексации бюджетных выплат (зарплат, пенсий и пр.) в инерционности инфляции. При этом необходимо отметить, что не менее важным фактором устойчивости инфляционных процессов в России является ежегодная индексация тарифов на услуги ЖКХ в соответствии с инфляцией прошлых периодов.

В-третьих, на стр. 82 автор утверждает, что в 2010-2013 гг. отклонение фактической инфляции от целевых значений снизилось до 0,35-0,7 п.п. с 2,2-3,2 п.п. в 2000-2009 гг. Однако, необходимо вспомнить о том, что абсолютный уровень инфляции на этих двух временных промежутках также существенно различался. В итоге относительная величина отклонения фактической инфляции от целевых значений снизилась значительно меньше.

В-четвертых, в разделе 2.3 автор проводит корреляционный анализ между показателями изменчивости инфляции и доли долгосрочного заемного финансирования нефинансовых компаний. При этом на стр. 116 делается вывод о том, что «рост неопределенности относительно будущей инфляции будет приводить к снижению доли долгосрочной финансовой задолженности компаний из указанных отраслей в общем объеме пассивов». Однако даже если не учитывать малое число наблюдений анализ коэффициентов корреляции может быть использован только в иллюстративных целях, и уж тем более он мало что может сказать о направлении

связи между показателями, для выявления которой необходимо проводить статистические тесты на причинно-следственную зависимость либо оценить комплексные модели общего равновесия.

В-пятых, большие вопросы вызывают модели зависимости доли инвестиций в ВВП от инфляции и ее волатильности, приведенные в разделе 3.1, а также модель зависимости темпов роста выпуска от номинальных процентных ставок в разделе 3.2. Оцененные парные регрессионные модели могут использоваться в иллюстративных целях, но очевидно, что они являются неполными, то есть не учитывают все основные факторы, влияющие на зависимые переменные. На стр. 127 автор сам говорит о возможности возникновения ложной зависимости, при этом исключение лишь общего уровня развития экономики в качестве третьей переменной, влияющей на обе рассматриваемые, не дает оснований говорить о том, что ложная зависимость не возникает.

Наконец, оппонент считает, что предлагаемая автором «инфляционная цензура», состоящая в активном освещении успехов в борьбе с инфляцией через средства массовой информации и минимизация информации о возможных рисках увеличения инфляции, несет в себе серьезные риски снижения доверия к органам денежно-кредитного регулирования, так как экономические агенты в любом случае имеют возможность оценить фактический уровень субъективной инфляции. При этом расхождение собственных оценок и официальных может привести к снижению возможностей органов государственной власти по управлению инфляционными ожиданиями.

Несмотря на отмеченные недостатки, работа оставляет очень хорошее впечатление. Это подробное, цельное, интересное и полезное исследование, написанное хорошим русским языком. Квалификация автора проявлена в достаточно широком диапазоне. Диссертация и автореферат грамотно оформлены, автореферат отражает содержание диссертации, опубликованные работы содержат основные результаты диссертации.

Полученные результаты обоснованы, достоверны и обладают достаточными позициями новизны.

Диссертация выполнена в соответствии с паспортом специальности ВАК 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит; предмет исследования

диссертации находится в областях - 8.12. Теоретические основы исследования инфляционных процессов в экономике, роста реальных и денежных доходов, сбережений и других социально-экономических факторов, 1.9. Финансовое обеспечение потребностей расширенного воспроизводства, 3.3. Закономерности функционирования финансовых ресурсов хозяйствующих субъектов.

Считаю, что диссертация Гурова И.Н. соответствует всем требованиям п.9 «Положения о присуждении ученых степеней», утвержденного постановлением Правительства Российской Федерации от 24.09.2013 г. №842, предъявляемым к диссертациям на соискание ученой степени кандидата экономических наук, а ее автор Гуров И.Н. заслуживает присуждения искомой ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит.

Официальный оппонент:

ведущий научный сотрудник

Центра изучения проблем центральных банков

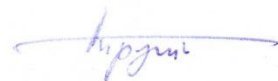
Института прикладных экономических исследований

ФГБОУ ВПО «Российская академия народного хозяйства

и государственной службы при

Президенте Российской Федерации»,

кандидат экономических наук



Трунин П.В.

Трунин Павел Вячеславович

Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего профессионального образования «Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации»

119571, г. Москва, проспект Вернадского, 84, к.9, ауд. 2202

Телефон: +7(495)6298231

Адрес электронной почты: pt@ranepa.ru

23 сентября 2015г.



ЗАВЕДУЮЩИЙ
УЧЕБНО-НАУЧНОМ
СЕКРЕТАРЬ
РОССИЙСКОЙ АКАДЕМИИ НАРОДНОГО
ХОЗЯЙСТВА И ГОСУДАРСТВЕННОЙ
СЛУЖБЫ ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РФ
К. Э. Н. К. К. БОНДАРЕВ