

ОТЗЫВ ОФИЦИАЛЬНОГО ОППОНЕНТА

СОРОКИНА ДМИТРИЯ ЕВГЕНЬЕВИЧА

на диссертацию Моисеева Антона Кирилловича на тему:

«МАКРОФИНАНСОВАЯ ПОЛИТИКА ЭКОНОМИЧЕСКОГО РОСТА»,

представленную на соискание учёной степени доктора экономических наук

по специальностям 08.00.01 - Экономическая теория

и 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит

В период последних финансовых кризисов в современной экономической литературе выросло количество публикаций, посвященных проблемам макрофинансов и макрофинансовых моделей. Особое значение приобретают такие понятия как макрофинансовая стабильность и макрофинансовая неопределенность. Тема диссертационной работы А.К. Моисеева безусловно является актуальной и обоснована необходимостью разработки единой системы макрофинансового регулирования, являющейся не только средством борьбы с кризисами, но и обеспечивающей долгосрочный экономический рост.

Центральной частью исследования является понятие «макрофинансовая политика экономического роста», под которым автор понимает «систему мер, стимулов и интерпретаций, которые задают контуры финансового оборота в России». Такая система мер, стимулов и интерпретаций должна, по мнению автора, снижать риски в экономике и давать опорные точки для прогнозов будущих доходов. Автор ставит и успешно решает задачу увязывания различных методологий прогнозирования в единую систему, учитывающую адаптационную реакцию экономики и её жёсткость к структурным изменениям.

Исследуя различные аспекты макрофинансовой политики, соискатель опирается на широкий круг научной литературы отечественных и зарубежных авторов и использует обширный методологический аппарат, в т.ч. в рамках современной теории воспроизводства, теории внутренних и внешних денег, теории финансовых пузырей, а также современные методы макроэкономического прогнозирования. Автор активно использует балансовые соотношения для своих расчётов и прогнозов. Применяются и новые методы: оценка спроса на деньги,

оценка инвестиционного потенциала как производной от соотношения доходностей и процентных ставок.

Из заданной автором последовательности анализа логически вытекает структура диссертации, состоящей из введения, 4-х глав и заключения.

Первая глава посвящена разработке теоретической базы формирования макрофинансовой политики экономического роста. В начале автор пишет, что можно стимулировать экономический рост путем воздействия на отклонение валютного курса от паритета покупательной способности, то есть за счёт занижения номинального обменного курса. Оригинальность подхода автора заключается в том, что в качестве стимулятора экономического роста рассматривается движение паритета к номинальному курсу (а не наоборот) в результате снижения величины расхождения, роста доходов и цен (с. 60-62). Это новый подход, который заслуживает внимательного изучения. Зависимость здесь может быть двусторонней, так что эффект от занижения валютного курса следует обосновать более тщательно.

Далее соискатель исследует вопросы разграничения зависимой и независимой денежно-кредитной политики и приходит к заключению о необходимости активизации внутренних мер для стимулирования экономического роста (с. 62-65). Обосновывая зависимость параметров денежно-кредитной политики от рентабельностей бизнеса, автор справедливо заключает, что процентные ставки по кредитам должны варьироваться по отраслям с учетом их рентабельности (с. 80-83). Конечно, "средняя рентабельность отрасли" может не полностью отражать ситуацию, поэтому выводы автора следует подвергнуть дополнительной верификации. Кроме того, зависимость инвестиций от возможности взять кредит опосредована желанием предприятия расширяться. Поэтому данный анализ даёт одностороннюю, хотя и необходимую, оценку инвестиционного потенциала.

Также в главе 1 оценивается спрос на финансовые ресурсы, необходимые для восстановления экономического роста. Оценка автора, приведенная на с. 107, обоснована логикой предшествующих расчётов. Быстрое снижение процентных ставок в 2017 году даёт возможность верифицировать результаты и, возможно, покажет, какие дополнительные факторы следует учитывать в подобного рода

расчётах. Автор делает прогноз спроса на финансовые ресурсы для восстановления роста на с. 113-116 и оценка, приведённая им для курса рубля, характерного для 2016-2017 гг., даёт существенно меньший инвестиционный потенциал (1,3 трлн руб.), чем расчёт спроса на кредит, исходя из снижения процентных ставок (4,5-5 трлн руб.). Разница между этими цифрами, видимо, объясняется спросом на кредит для финансирования потенциальных инвестиций при повышении доступности кредита. Это интересный косвенный вывод, который стоило бы оформить как отдельный результат.

Особенности финансовой политики в кризисные моменты развития исследуются во второй главе с фокусом на возможности использования средств стабилизационных фондов (с. 117-140), а также оценку стоимости государства и изменения соотношения зарплат в государственном и частном секторах (с. 141-150). Можно согласиться с автором в том, что суверенные фонды являются не только средством сбережения бюджетных средств для формирования «подушки безопасности» на случай кризиса, но и средством перераспределения кредитных потоков. Структура их инвестиций обусловлена национальными интересами, поэтому они являются важным ресурсом поддержки компаний с невысокой доходностью, но большим значением для решения стратегически важных задач государства. Данная функция суверенных фондов используется, как показывает автор, многими государствами, что является ценным аргументом в дискуссиях о возможности использования средств Резервного фонда и ФНБ России.

Еще одна проблема, которую необходимо решить для обеспечения экономического роста – рост дефицита бюджета, по мнению автора, в значительной степени обязан завышению расходов в госсекторе (с. 145-150). Не анализируя структуру расходов бюджета в целом, автор использует сравнение уровней заработной платы в государственном и частном секторе за 1997-2007 гг. в европейских странах. Из превышения уровня оплаты часа труда в госсекторе делается вывод о необходимости роста государственных заимствований для оплаты этих завышенных расходов и, как следствие, вероятности долгового кризиса. Такая логика имеет право на существование. Это, правда, только один из факторов роста долга, и, возможно, не главный. Требуется дополнительное

обоснование того, почему именно высокие зарплаты в госсекторе приводят к росту долга.

В третьей главе основное внимание уделяется внутренним источникам финансирования. Автор рассматривает бюджетные инвестиции, кредиты населению, центральные деньги.

Не надеясь на значимость бюджетных инвестиций как ресурса развития (обосновано на с. 156-157), а также отметив проблемы системы проектного финансирования (с. 161), автор вновь приходит к необходимости использования банковского финансирования, то есть, создания денег банковским сектором. Если в предыдущих главах оценивались масштабы роста кредитования предприятий, то есть развития предложения, то в третьей главе исследуется потенциал роста кредитования населения, то есть, конечного спроса. Используется модель прироста кредита в зависимости от динамики дохода населения (с. 183-184). Темпы прироста кредита населению существенно превышают темпы роста доходов благодаря тому, что автор принял довольно радикальную гипотезу о параметрах кредита. Текущие кредиты населению характеризуются существенно меньшим сроком и более высокими ставками. Оптимистическая цель задаёт повышенные темпы роста спроса и для реального прогноза следовало бы использовать более реалистичную гипотезу. Можно согласиться с выводом о том, что финансирование конечного спроса через расширение кредитования населения приводит к устойчивому росту при сохранении уровня обслуживания долга.

Ключевые изменения, произошедшие в экономике и финансовой сфере в России в последние годы, связанные с режимом санкций, проанализированы в заключительной 4-й главе диссертации. Рассматриваются различные аспекты адаптации российской экономики к динамично меняющимся внешним условиям. В разделе анализа текущей денежно-кредитной политики (с. 198-200) делается вывод о том, что ограничения для политики процентной ставки позволяют снизить её до уровня доли просроченной задолженности на банковских балансах. Это интересный вывод, который стоило бы объяснить подробнее.

Прогноз обменного курса по платёжному балансу (с. 207-217) - классический метод фундаментального анализа, но автор дополняет его собственными разработками (например, оценкой "критического импорта", с.214,

или эмпирической привязкой баланса услуг к импорту товаров, с. 215). Такой анализ имеет собственную научную ценность.

Из рассчитанных закономерностей и соотношений автор строит систему ограничений для валютной политики: "Возможность воздействия на курс рубля для создания конкурентных преимуществ поддерживается существующими резервами, но ограничивается связыванием резервов в долгосрочных вложениях для стимулирования экономической динамики. Соответственно, описанные ограничения задают степень свободы денежных властей в управлении обменным курсом" (с. 217). Данный вывод заслуживает более тщательного рассмотрения и возможно, формализации в рамках модели.

Диссертационная работа представляет очевидный научный интерес, который дополняется её практической значимостью. Решения по интеграции различных аспектов финансовой политики государства, непосредственно влияющей на экономическое развитие, могут быть трансформированы в рекомендации для органов власти в разных фазах экономической динамики - как в период кризиса, так и в период подъёма экономики. Вклад работы в экономическую теорию также неоспорим: такие методы, как сопоставление динамики отклонения паритета покупательной способности от номинального курса с экономическим ростом, или оценка кредитного потенциала путём редукции заёмщиков по соотношению процентных ставок и рентабельностей, являются авторскими и обладают научной новизной.

Сформулированные положения и научные результаты обоснованы и достоверны, что подтверждается приведёнными ссылками на аналогичные исследования, применёнными методами анализа длинных временных рядов, ретро-верификацией моделей, всесторонним рассмотрением объекта исследования. Отдельные результаты могут быть использованы в разработке стратегических документов и прогнозов для формирования государственной политики в области финансов.

Представленные автором результаты и выводы обладают научной новизной. Работа представляет собой личный вклад автора. Ссылки на использованные источники оформлены корректно.

Соискатель опубликовал достаточное количество исследований, как самостоятельно, так и в соавторстве. Им опубликована монография с названием, совпадающим с названием диссертационной работы. Автореферат диссертации соответствует содержанию и излагает его с достаточной полнотой.

Данные об использовании результатов данной работы убедительно говорят о её востребованности в практической и научной сфере, а также в сфере образования.

Вместе с тем можно отметить ряд проблем, которые следовало бы раскрыть более полно, в том числе:

1. Теоретическая основа диссертации (с. 19-30) представлена обзором литературы, который не полностью покрывает данное поле исследований. Не представлены многие современные авторы, разрабатывающие тему финансовых пузырей, непосредственно включенную в область макрофинансов.
2. Тезис о взаимозависимости расхождения между курсом и паритетом и динамикой роста (с. 61-62) требует пояснения. Может быть, под ним скрывается очевидный факт того, что рост ВВП означает рост доходов в экономике? Тогда инфляционные процессы приводят именно к такому результату, то есть зависимость оказывается обратной. Автор уделяет мало внимания обоснованию своего тезиса.
3. Критика денежно-кредитной политики Центрального банка заслуженно занимает важное место в диссертации (с. 84-98 и далее в тексте). Однако, предложенные автором критерии проведения "разумной" и "взвешенной" денежной политики довольно ограничены: они задают рамки для движения обменного курса, процентной ставки, использования резервов, частично дефицита бюджета. Не упоминается ни банковское регулирование (Базель-III и другие нормативы), ни стимулирование кредитования экономики через бюджет (например, с помощью гарантий). Уверен ли автор в том, что такой ограниченный набор параметров может быть использован для проведения действительно эффективной политики?
4. Автор предлагает сделать денежную политику "независимой", но не объясняет, зачем. Теория "невозможной триады" говорит, что для этого необходим либо контроль над капиталом, либо неограниченный запас

валютных резервов (резервная валюта). Такой подход требует обоснования затрат на "независимость" денежной политики.

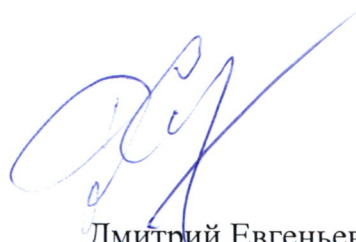
Тем не менее это не умаляет значимости проведенного исследования, которое в целом безусловно заслуживает положительной оценки.

Представленная к защите данная диссертация является научно-квалификационной работой, решающей актуальные научные проблемы, и к тому же имеющей практическую применимость. В ней изложены научно-обоснованные экономические решения, внедрение которых вносит значительный вклад в развитие страны, что соответствует требованиям "Положения о присуждении учёных степеней", утверждённым Постановлением Правительства Российской Федерации "О порядке присуждения учёных степеней" от 24.09.2013 №842, а автор заслуживает присуждения учёной степени доктора наук по специальностям 08.00.01 - Экономическая теория (специализация - Общая экономическая теория) и 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит (специализация - Денежное обращение, кредит и банковская деятельность).

Автореферат отражает положения, выносимые на защиту.

Официальный оппонент:

Научный руководитель ФГБОУ ВО
«Финансовый университет при
Правительстве Российской Федерации»,
доктор экономических наук, профессор,
член-корреспондент Российской академии
наук



Дмитрий Евгеньевич Сорокин

125993, Москва, Ленинградский пр-т, д.49, <http://www.fa.ru> Тел. (499) 943-95-46 e-mail: ds@fa.ru

Подпись Сорокина
Дмитрия Евгеньевича
ЗАВЕРЯЮ
Ученый секретарь Ученого совета
Финансового университета
Звятицкая В.В. Звятицкая
«06» октября 2018 г.

