

инструментов оценки вклада развития финансового сектора в динамику реальных показателей.

Вопросы макрофинансовой политики и макрофинансовых моделей в настоящее время привлекают внимание многих исследователей. В диссертации представлен обширный обзор основных работ ведущих отечественных и зарубежных ученых в этой области. Развитие таких направлений экономической теории, как теория паритетов покупательной способности, теория «внутренних» и «внешних» денег Гёрли и Шоу в приложении к современной финансово-денежной системе, современная теория воспроизводства, обеспечивают мощный базис для дальнейших обоснованных логических построений. Автор ссылается как на известных иностранных, так и на отечественных учёных, имеющих разные, иногда противоположные позиции в отношении исследуемой темы. Анализ противоположных точек зрения нередко приводит соискателя к общим выводам с формулировками границ, в которых обе точки зрения могут оказаться верными.

Полученные автором результаты, несомненно, обладают научной новизной и представляют большую теоретическую и практическую значимость. А.К. Моисеев предлагает свой подход к созданию единой системы макрофинансового регулирования, являющейся не просто средством борьбы с кризисами, но и обеспечивающей долгосрочный экономический рост.

Значимость проведенного исследования усиливает использование комплекса применяемых методов анализа и прогнозирования, в числе которых как традиционные (балансовые соотношения, методы математической статистики), так и авторские, в частности, оценка спроса на деньги со стороны предприятий и населения, оценка инвестиционного потенциала как производной от соотношения доходностей и процентных ставок, прогноз платёжного баланса. Взгляд автора на экономику базируется на современной теории воспроизводства.

Достоверность результатов и обоснованность выводов подтверждаются апробацией работы в процессе подготовки аналитических докладов (доклады ИНП РАН, доклады для экспертных советов Совета Федерации и Государственной Думы Российской Федерации), справок и отчётов для органов власти, выступлений на научных конференциях, отчётов для крупных коммерческих компаний. Основные положения диссертации изложены в многочисленных научных работах и неоднократно поддерживались грантами РГНФ.

Содержание и структура работы, которая состоит из введения, 4 обширных разделов и заключения, определяются целью и задачами исследования. Им подчинена логика изложения: от обзора существующих подходов и разработки собственных положений теории формирования макрофинансовой политики экономического роста к практическим исследованиям ключевых проблем, возникающих в финансовой и

экономической сфере в России на современном этапе и предложениям по их решению.

Раздел I открывается обзором публикаций по макрофинансовой теории. Автор приводит различные формулировки предмета и объекта макрофинансовых исследований, останавливаясь на следующем: «Общая цель исследования - нахождение рамочных значений управляемых финансовых показателей, которое бы позволяло реальному сектору развиваться в соответствии с ожиданиями, закладываемыми номинальными якорями. При этом в процессе исследования постепенно формируется система взаимозависимостей между управляемыми параметрами, которая оставляет политике не так много степеней свободы, как кажется на первый взгляд» (с. 30). Позиция автора в том, что номинальные параметры являются «якорями», к которым при разумной финансовой политике будет двигаться реальное создание продукта. Очевидно, что тем самым отрицается нейтральность денег и ставится масштабная задача по обоснованию стремления реальных показателей к номинальным «якорям».

Исследование взаимосвязей между номинальными и реальными параметрами экономики соискатель начинает с рассмотрения обменного курса валюты и связи его динамики с инфляцией. Речь идёт о соотношении внутренних и внешних цен, то есть паритете покупательной способности. На выборке из 49 стран на длинном временном промежутке демонстрируется, что существует связь между повышенной инфляцией и экономическим ростом в случае, если обменный курс был занижен (с. 61-62). Автор аккуратно формулирует эту зависимость со множеством оговорок, но результаты статистического анализа вполне явно свидетельствуют о её наличии.

Занижение обменного курса относительно паритета (в 2 и более раз) видится автором как один из вариантов стимулирования роста. Однако, при этом необходимо наращивать золотовалютные резервы, чтобы сдерживать рост курса национальной валюты – здесь соискатель ссылается на классическую «монетарную трилемму», расширяя её до «квадрилеммы» с учётом мощности резервов или возможности выпускать резервную валюту.

Что при этом будет происходить с денежной массой? С точки зрения классической монетаристской теории, она будет расти из-за тезаврации экспортных доходов, и тем самым влиять на инфляцию. Автор же подчёркивает другой фактор, связанный с наращиванием резервов, прирост внешнего долга. Он показывает, что в денежную массу превращалось не сальдо по текущему счёту, а прирост внешнего долга, называя это «зависимой» денежной политикой (с. 62-64). Определение «независимой» денежно-кредитной политики он строит на превышении денежной массой рублёвого эквивалента золотовалютных резервов.

Несбалансированная денежная политика приводит к «кэрри-трейду», торговле разницей в ставках (с. 73-74). Это явление, характерное для стран с развивающимися рынками, рассматривается автором как однозначно отрицательное. Он даже приводит расчёт динамики валютного курса, которая

бы не допустила торговли разницей в ставках на длительном временном периоде. Длинный период «кэрри-трейда» разбалансировал финансовую ситуацию в российской экономике и привёл к отягощению последствий кризиса 2014 года.

Для иллюстрации того, что текущая ситуация не является равновесной, автор соотносит процентные ставки по кредитам и депозитам с рентабельностью отраслей. Получившийся результат является фактически измерителем «жёсткости» денежной политики. Получена оценка доли предприятий, которые а) могут взять кредит на инвестиционные цели и обслуживать его, б) могут производить инвестиции из собственных средств, и в) не могут инвестировать, так как альтернативные безрисковые вложения просто выгоднее (с. 83). Смягчение и ужесточение денежной политики изменяет эти доли, что должно отражаться на динамике инвестиций и внутреннего кредита. Автор даже даёт такую оценку в численном выражении, чтобы его логику можно было верифицировать, когда соотношение ставок и рентабельности достигнет нужного уровня.

Учитывая, что увеличение внутреннего кредита будет увеличением «внутренних» денег в терминологии Гёрли и Шоу, этот рост должен отразиться в росте денежной массы, что может при определённых условиях приводить к инфляции. Изменение масштаба цен не позволит реальной динамике экономики отреагировать на смягчение денежной политики. Автор определяет условия, при которых увеличение денежной массы будет влиять на цены, через производственные мощности экономики. Если есть незагруженные мощности и прирост спроса, то в первую очередь, по его мнению, будет расширяться предложение. Автор показывает, что в посткризисной ситуации это условие выполняется и оценивает масштаб прироста внутреннего кредита, который не должен привести к росту цен по фактору спроса (с. 116).

Во втором разделе А. К. Моисеев обращается к исследованию бюджетного ограничения. В каких случаях дефицит бюджета вызывает инфляцию? Обычно считается, что дефицит бюджета – главный фактор изменения цен по фактору спроса. Однако, есть такие страны, как Япония (дефицит бюджета – до 11% ВВП при дефляции или нулевой инфляции), США, страны ЕС. Высокие дефициты бюджетов этих стран, стабильно выше темпов экономического роста, всё-таки не вызывают инфляции даже при очень мягкой денежной политике. Поэтому фактор дефицита бюджета может действовать по-другому. Автор в этом разделе рассматривает те страны с профицитом бюджета, которые создали государственные сбережения в суверенных фондах (с. 117-140). Он показывает, что существенные суммы в этих фондах часто не были фактически извлечены из экономики, но возвращались в неё через кредитные схемы.

Реальные проблемы возникали не тогда, когда приходилось финансировать дефицит бюджета, а когда расходы на оплату труда в госсекторе были устойчиво и существенно выше, чем расходы на оплату труда

в частном секторе. Анализ сравнительной оплаты труда (с. 150) проведён на ограниченном временном промежутке, но наглядно показывает разрывы, приведшие несколько стран к серьёзным проблемам с обслуживанием долга. Основной критерий корректного управления государственными сбережениями (с положительным знаком - в виде суверенных фондов; с отрицательным - в виде задолженности), таким образом, лежит в области балансирования расходов, причём вполне конкретных, связанных с удельной оплатой труда. Такой анализ приводит нас к необходимости сравнения производительности труда в секторах. Но здесь автор останавливается и не продолжает свой любопытный анализ, развивающий направление, исследующее производительность факторов в госсекторе. Потом, правда, автор возвращается к оценке вклада капитала в производительность госсектора (раздел 3, с. 156-157), но ввиду малой его доли в общих инвестициях, также не развивает этот анализ.

Третий раздел выглядит как классическая работа по прогнозированию финансовых источников инвестиций. Рассматриваются бюджетные инвестиции и банковские кредиты. Перспективным направлением выглядит развитие проектного финансирования, которое сочетает в себе государственный и частный способ финансирования. Автор подчеркивает, что роль государства в текущем регулировании проектного финансирования завышена (с.160-161), что она должна сводиться к минимизации рисков кредитора за счёт оценки проектов и гарантий такого развития экономики, которое обеспечит спрос на продукцию запущенных проектов.

Главным же стимулом для проведения инвестиций автор называет прирост конечного спроса. При отказе от роста конечного спроса со стороны государства остаётся прирост спроса населения. Маловероятно, что прирост производительности труда позволит быстро увеличивать заработную плату. Скорее, рост будет основан на кредитной экспансии. И в этом разделе соискатель приводит модель роста задолженности населения банкам (с. 183-184). Модель построена по принципу классических финансовых моделей: исходными параметрами являются доходы, ставки и средний срок кредита. Принимая разумные гипотезы относительно движения этих параметров, можно с относительной точностью прогнозировать прирост внутреннего кредита населению. Кризис повлиял на движение ставок и доходов, но при поправке базовых гипотез модель будет продолжать работать, как показывает верификация фактическими данными. Далее прирост конечного спроса должен конвертироваться в прирост инвестиций, и здесь автору надо было бы использовать методы расчёта по межотраслевому балансу.

Четвёртый раздел диссертации посвящён санкциям и их влиянию на состояние российской экономики. Автор демонстрирует влияние санкций и падения цен на нефть с помощью анализа платёжного баланса, в частности, капитального счёта. Интересны выводы относительно утечки капитала и связи динамики валютного курса со статьями платёжного баланса (импорт, баланс услуг, инвестиционные и процентные потоки) – с. 214-215. Также в тексте

встречается неожиданный вывод о том, что кредитная процентная ставка не может быть ниже уровня просроченной задолженности по банковским кредитам (с. 200).

Главный вывод четвёртого раздела – управление курсом, ставками, резервами, внутренним кредитом, конечным спросом, инфляцией, дефицитом бюджета, государственными сбережениями есть единая система управления экономикой и должна быть полностью синхронизирована.

В заключение автор усиливает аргументацию в пользу кредитно-долгового пути развития экономики, подчёркивая его безальтернативность. Сохранение стоимости обслуживания долга позволит его наращивать при падении ставок и удлинении среднего срока, а прирост долга будет конвертирован в конечный спрос и, в конечном итоге, в инвестиции. При этом акцентируется необходимость сбалансированного роста долга в целях предотвращения «надувания финансовых пузырей». Можно согласиться с автором в том, что приведённые в диссертации положения, оценки и расчёты действительно создают систему ограничений для макрофинансовой политики, стимулирующей долгосрочное экономическое развитие.

Отдельные недостатки работы связаны с ограниченным использованием математического аппарата, с дефицитом точных моделей. Также можно отметить несколько избирательный подход автора к использованию литературы и недостаточную проработку отдельных результатов. Хотелось бы уточнить позиции автора по бюджетным инвестициям, по управлению бюджетным дефицитом, по необходимой степени «мягкости» и «независимости» денежной политики.

Высказанные замечания и поставленные вопросы никак не снижают общей оценки диссертационной работы А.К.Моисеева как состоявшегося самостоятельного научного исследования, опирающегося на серьёзную теоретическую и методологическую базу и отличающегося несомненной научной и практической значимостью. Основная часть представленных в диссертации положений и выводов обладает научной новизной и является личным научным вкладом автора. Полученные результаты изложены в монографии и 23-х статьях в периодических научных изданиях, из которых 21 - в перечне рецензируемых изданий, рекомендованных ВАК.

Автореферат диссертации соответствует содержанию и выводам исследования.

Диссертант решает важную научную проблему и вносит существенный вклад в развитие теории и практики формирования макрофинансовой политики. По характеру исследованных тем и достижения поставленных целей диссертация отвечает требованиям «Положения о присуждении ученых степеней» (утв. Постановлением Правительства Российской Федерации № 842 «О порядке присуждения ученых степеней» от 24 сентября 2013 г.). Автор, Моисеев А.К., заслуживает присуждения ученой 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).

Отзыв подготовлен доктором экономических наук, профессором РАН зам. директора по научной работе Федерального государственного бюджетного учреждения науки Института проблем рынка Российской академии наук, заведующим Лабораторией макроэкономики и отраслевых рынков Логиновым Евгением Леонидовичем и кандидатом экономических наук, доцентом заведующей Лабораторией финансово-денежного регулирования национальной экономики Сайфиевой Светланой Николаевной.

Отзыв обсужден и одобрен на совместном заседании Лаборатории макроэкономики и отраслевых рынков и Лаборатории финансово-денежного регулирования национальной экономики (протокол №2 от 4 октября 2017 г.).

Председатель заседания,
заместитель директора по научной работе ИПР РАН,
заведующий Лабораторией макроэкономики
и отраслевых рынков ИПР РАН,
доктор экономических наук,
профессор РАН

Логинов Евгений Леонидович



Заведующая Лабораторией финансово-денежного
регулирования национальной экономики ИПР РАН,
кандидат экономических наук,
доцент

Сайфиева Светлана Николаевна

«Подпись * Логинова Евгения Леонидовича и Сайфиевой Светланы Николаевны удостоверяю»:

Ученый секретарь ИПР РАН,

кандидат экономических наук, доцент

Юрьева Анна Анатольевна

Сведения о ведущей организации:

Федеральное государственное бюджетное учреждение науки Институт проблем рынка Российской академии наук (ИПР РАН)

117418, Российская Федерация, г. Москва, Нахимовский просп., 47,

<http://www.ipr-ras.ru>

тел.: (499) 129-10-00, e-mail: director@ipr-ras.ru