

ОТЗЫВ

на диссертацию на соискание учёной степени кандидата наук
Павлова Анастасия Владимировна по теме «Управление международными
резервами в условиях трансформации мировой валютно-финансовой системы»
доктора экономических наук, Навой Антона Викентьевича, включённого в
списочный состав совета по защите диссертаций
на соискание ученой степени кандидата наук,
на соискание ученой степени доктора наук Д 505.001.103

Павлова Анастасия Владимировна представила диссертацию на тему: «Управление международными резервами в условиях трансформации мировой валютно-финансовой системы» на соискание учёной степени кандидата экономических наук к публичному рассмотрению и защите по научной специальности 5.2.5 – мировая экономика.

Считаю, что содержание диссертации соответствует паспорту научной специальности 5.2.5 - «Мировая экономика» (экономические науки): п. 16 «Мировая финансовая архитектура. Международные валютно-финансовые организации и их роль в регулировании мировой экономики», что позволяет допустить соискателя учёной степени к защите диссертации.

Диссертация Павловой А.В. является практико-ориентированным исследованием, направленным на решение актуальной научной задачи, имеющей важное экономическое значение – теоретическое обоснование новых подходов к управлению международными резервами с учетом формирования многополярной мировой валютно-финансовой системы в условиях геополитической напряженности и реализации санкционных рисков, а также разработка практических рекомендаций по управлению международными резервами Банка России. В рамках поставленной задачи автором проанализировать взаимосвязь трансформации МВФС и подходов к управлению международными резервами в политике центральных банков; исследованы процессы формирования и распределения международных резервов в глобальной экономике с учетом особенностей современной МВФС; разработать возможные сценарии трансформации МВФС и определить их влияние на политику управления международными резервами; разработать систему критериев отбора резервных активов с учетом геополитических рисков.

Отмечаю, что:

1) соискатель учёной степени Павлова А.В. предложила значимые для науки и практики результаты исследования.

2) соискатель учёной степени Павлова А.В. ввела в научный оборот следующие новые научные результаты: расширила знания о подходах к формированию портфеля резервных активов с учетом возможных сценариев трансформации мировой валютно-финансовой системы; обосновала необходимость расширения номенклатуры резервных активов и предложила критерии для отбора инструментов в международные резервы с учетом возросших геополитических рисков.

В практическом плане разработаны рекомендации по оптимизации структуры резервных портфелей с учетом геополитических рисков.

3) Диссертация «Управление международными резервами в условиях трансформации мировой валютно-финансовой системы» обладает внутренним единством, обусловленным логикой исследования и структурой диссертации: в первой главе автор анализирует действующие теоретические концепции формирования и управления международными резервами и инструменты оценки их достаточности; во второй главе автором на основе теоретических подходов, изложенных в первой главе, представлен глобальный ландшафт трансформации подходов к управлению международными резервами в контексте изменений мировой валютно-финансовой системы; наконец, в третьей главе, автор останавливается на приоритетных направлениях трансформации политики управления международными резервами, в том числе международными резервами Российской Федерации.

4) Обоснованность положений и выводов диссертации «Управление международными резервами в условиях трансформации мировой валютно-финансовой системы» подтверждена статистическими сведениями международных финансовых организаций; ссылками на документы международных организаций; анализом фундаментальной литературы и научной периодики по выбранной проблематике.

Достоверность и научная обоснованность результатов, положений, выводов и рекомендаций, содержащихся в диссертационном исследовании Павлова А.В., подтверждается также их апробацией в установленном порядке.

Диссертантом практически не привлечены отчеты об управлении международными резервами отдельных центральных банков, в то время как обзоры об управлении резервными активами Банка России за разные периоды указаны в списке литературы 15 раз, не привлечены годовые отчеты центральных банков, в которых исследуются проблемы управления международными резервами.

Не привлечены профильные базы данных по динамике международных резервов и динамике золотого запаса МВФ.

5) Результаты диссертации Павловой А.В. нашли применение в практической деятельности «Газпромбанка» (Акционерное общество).

6) Диссертация содержит сведения о личном вкладе Павловой А.В. в науку, который выразился в обоснованном формулировании цели, объекта и предмета исследования, комплексном и всестороннем анализе информации по теме диссертации, систематизированном обобщении его результатов, выработке рекомендаций и предложений. Диссертант проявил необходимые системные общие теоретические знания по научной специальности 08.00.14 «Мировая экономика», успешно овладел принципами, логикой и методологией научного познания, продемонстрировал умение логично и аргументированно излагать материал о сущности, тенденциях инновационной трансформации подходов к управлению международными резервами, истории вопроса, вызовах и потенциальных рисках, связанных с управлением международными резервами,

анализировать статистическую базу по изучаемой проблематике, предлагать практические рекомендации по управлению резервными активами. Павлова А.В. овладела специальными знаниями, умениями и навыками по вопросам подготовки диссертации, доказала наличие квалификационных способностей к дальнейшей научной деятельности в решении новых научных задач экономической отрасли науки.

7) Все материалы или отдельные результаты, заимствованные Павловой А.В. из чужих текстов (работ), оформлены в тексте диссертации надлежащим образом с указанием источника заимствования. Соискатель учёной степени Павлова А.В. указала, что лично ею получены следующие результаты: расширена трактовка достаточности международных резервов путем введения понятия их функциональной адекватности; показана взаимосвязь макроэкономических показателей различных групп стран и валютной структуры их международных резервов; обоснованы подходы к управлению международными резервами Российской Федерации в случае реализации разработанных автором сценариев трансформации МВФС; обогащена система критериев для отбора резервных активов с учетом геополитических и санкционных рисков; разработаны рекомендации по совершенствованию структуры резервных активов Банка России и политики управления международными резервами.

Вместе с тем ряд положений диссертации носит спорный характер.

Концептуальные замечания

Концептуальной проблемой диссертации является непонимание автором экономической сущности понятия международная ликвидность и категории «мировые деньги». Отсутствие теоретических изысканий по этим направлениям сформировало основной научный пробел исследования.

Последние годы стали годами краха концепции международных резервов, действовавшими с эпохи Бреттон-вудских соглашений. Почему? Потому что после серийного введения США блокировок на суверенные активы других стран, в том числе на активы Российской Федерации, Ирана и др. и присоединения к таким блокировкам ЕС, мир оказался фактически лишенным квазимировых денег, роль которых долгое время худо-бедно выполняли свободно-используемые валюты. Это выдвинуло перед мировым сообществом острейшую проблему, состоящую в утрате одного из форпостов финансовой стабильности, ключевого элемента глобальных страховочных сетей – международных резервов.

Собственно, в контексте дискуссии о поиске новых форм мировых денег и следовало искать ответ на вопрос о трансформации подходов к управлению международными резервами. Тем не менее, наиболее очевидным путем решения данной проблемы автор практически не уделяет внимания.

Относительно небольшой фрагмент диссертации посвящен резкой активизации спроса на золото со стороны центральных банков в качестве спонтанного поиска альтернатив свободно-используемым валютам. Тем не менее, практически не раскрыты механизмы использования золотых активов

центральных банков в качестве элемента международных резервов, не оценено – к каким последствиям может привести полный переход формирующихся рынков на использование золота в качестве резервного актива.

Еще одно важнейшее направление решения проблемы международных резервов в контексте растущего глобального противостояния – развитие института СДР, также практически не освещено в диссертации. Автор не удосужился исследовать механизм эмиссии СДР, ограничившись замечанием, что СДР распределяется пропорционально квотам стран в МВФ. Тем не менее, за последнее десятилетие проведено несколько крупных эмиссий СДР, предпринят целый ряд шагов по активизации роли СДР, включая институт частных СДР.

Предложения автора о выключении в состав международных резервов новых валют, включая валюты развивающихся стран, выглядит достаточно наивным. Это объясняется тем, что какие бы валюты, отличные от свободно-используемых, центральные банки не включали в резервы (а эта возможность у них присутствовала всегда), это не добавляет уровня их международной ликвидности. Ибо последняя – представляет собой имманентную возможность обмена на эквивалент интернациональной стоимости на любом рынке, тогда как наличие авуаров, скажем в индийской рупии или вьетнамском донге фактически заблокирована на национальных финансовых рынках указанных стран. В итоге страна – владелец резервов не может оперативно использовать профицит текущего счета, сформированный с одними странами, для погашения дефицита текущего счета с другими странами.

Собственно, автор, предлагая включать в состав международных резервов, валюты развивающихся стран, противоречит ранее сделанным выводам, в частности выводу о том, что любая национальная валюта не вполне пригодна для использования в составе резервных активов, в том числе по причине страновых, геополитических рисков и проблем, связанных с эффектом Триффина.

Не вполне релевантной представляется и методика, используемая автором для отбора валют-потенциальных претендентов для включения в международные резервы Российской Федерации. Не проанализировав фундаментальные свойства валют в триаде ликвидность-надежность-доходность, автор ограничивается исследованием рисков, связанных с курсовыми колебаниями на валютном рынке на основе VAR – модели. В то же время такие важные характеристики потенциальных валют-претендентов, как доля на глобальном валютном рынке, глубина финансового рынка, индекс валютных ограничений практически выпали из рассмотрения. При этом в отношении непригодности валют стран ЕАЭС для включения в резервы автор делает заключение в одном параграфе текста.

Основным направлением корректировки валютной структуры резервов по мнению автора является наращивание доли юаня. Данный вывод на наш взгляд противоречит концепции диверсификации резервов, при этом данное предложение содержит те же риски, что и концентрация резервов в недружественных валютах, учитывая то, что в настоящее время уже

значительная часть резервов сосредоточена в юанях. В то же время какого-либо научного основания для увеличения доли золота до 40% в диссертации не усматривается.

Еще более футуристичным и невыполнимым является использование в качестве резервов международных счетных единиц и их прообразов – цифровых валют. Сами по себе цифровые валюты с сущностной точки зрения не отличаются от фиатных валют, содержа в себя лишь дополнительные операционные риски. На сегодняшний день мир крайне далек от введения каких-бы то ни было международных валют и тем более их цифровых образов. Использование же цифровых активов в качестве элемента международных резервов ограничено сферой их признания. Очевидно, что едва ли для всех участников международного рынка будет приемлемо использование ЦВЦБ, эмитированных внутри информационной системы отдельных государств. Кроме того, практически не проработанным остается вопрос наличия финансовых инструментов в ЦВЦБ, необходимых для их доходного использования.

Еще более проблематичным является использование стайблкоинов для использования в резервах. Надежность такого инструмента всецело зависит от воли их эмитента и авуары в нем могут быть оперативно заблокированы даже без принятия санкционных пакетов (пример USDT компании Tether).

Технические замечания

В диссертации представлены недостоверные и устаревшие статистические данные. В частности, сведения о составе международных резервов представлены только на 1 марта 2023 года (данные 2-ух летней давности, с. 90, с.72), хотя такая статистики на регулярной основе публикуется Банком России. Последние данные по внешнему долгу Российской Федерации представлены на 1 апреля 2022 года (с. 91), хотя они на регулярной основе публикуются Банком России.

Данные, представленные в таблице 3.5 не конкретизированы, не ясно – речь идет об операциях или о накопленных остатках прямых инвестиций. Кроме того, представленные страны не являлись основными партнерами в операциях прямого инвестирования.

Данные на рисунке 2.23 не соответствуют действительности в части доли золота (они представлены только с 2016 года).

Данные на рисунке 2.16 не соответствуют действительности в части доли золота (на графике оно появляется в составе резервов только в 2015-2016 гг.). Фраза «...до 2015 гг. Центральный банк не раскрывал данные о доле золота в составе международных резервов (с. 70)» не соответствует действительности, информация о составе международных резервов, включая монетарное золото доступна с 1993 г.

Данные на графике 2.11 ограничены 2022 годом и устарели.

Высказывание «С 2014 года Банк России разделил свои резервы на 2 портфеля... (с. 89) не соответствует действительности, деление активов на 2 портфеля существовало с момента принятия инвестиционных директив, состав портфелей определяется по иному принципу.

Данные по макропоказателям Российской Федерации на рисунке 2.20 не актуализированы и устарели.

Высказывание: «Во времена экономической нестабильности или геополитической неопределенности золото может застраховать страну от девальвации валюты, инфляции...» (с. 58) противоречит экономической логике и необоснованно.

Высказывание «развивающиеся страны, в основном экспорто-ориентированные, избыток экспортной выручки размещают в активах, деноминированных в долларах США...» не соответствует действительности. Большинство развивающихся стран имеют дефицит текущего счета платежного баланса и выступают чистыми заемщиками у остального мира, в то время как значительная часть развитых стран как раз имеет избыток экспортной выручки.

Методологические замечания

На наш взгляд, при исследовании модели формирования и управления международными резервами некорректным является разделение стран по уровню дохода на душу населения (высокий, верхний средний, средний и т.д.). Такая классификация стран не дает возможности рассмотреть увязать политику в области международных резервов с местом страны в международном разделении труда. Например, развитые страны, в своем большинстве (кроме Японии), придерживаются крайне консервативной модели управления резервами, практически не наращивая их и поддерживая на относительно низком уровне. Однако включение в данную группу других стран с высоким уровнем дохода на душу населения (страны Ближнего Востока, часть стран ЮВА) изменяют картину, превращая группу стран с высоким доходом в динамично растущий сегмент накопления международных резервов.

Замечания по положениям, выносимым на защиту

По первому пункту. Введенная автором категория функциональной адекватности вызывает вопросы. Центральные банки в процессе выработки стратегии управления резервами всегда ориентируются на динамику и структуру внешнеэкономических связей, состояние финансового сектора и др. С другой стороны, введенное понятие не объясняет укоренного накопления резервов крупными развивающимися странами в начале XXI века. Данное явление скорее надо связывать с эмиссионной активностью центральных банков развитых стран. Кроме того, понятие функциональной адекватности оказалось «повисшим», автор больше не возвращается к нему по ходу изложения, не пытается количество оценить количественно функциональную адекватность резервов, в том числе в отношении России.

По второму пункту.

Сделанный на основе методов корреляционно-регрессионного анализа вывод о слабой статистической зависимости объема международных резервов и долей экспорта и импорта в ВВП не представляет чего-то нового в научной мысли, в работах ученых давно отмечено слабая связь динамики резервов с показателями торговых потоков ввиду абсолютного доминирования в формировании валютного курса потоков капитала.

По четвертому пункту.

По нашему мнению, дополнительные характеристики резервных активов (геополитическая позиция страны – эмитента валюты, степень воздействия финансовых властей (ЦБ) на валютные рынки, потенциал цифровизации резервного актива), вбираются традиционными параметрами ликвидности, надежности и доходности. Не вполне ясен смысл включения в данный перечень «потенциала цифровизации резервного актива» не имеющего отношения к качествам резервных активов.

По пятому пункту.

Предложенные рекомендации по совершенствованию структуры резервных активов Банка России представляются непроработанными и слабореализуемыми ввиду неполного анализа экономических качеств предложенных инструментов и новых валют.

8) Основные научные результаты диссертации Павловой А.В. нашли отражение в 6 работах общим объемом 4,4 п.л. (весь объем авторский) в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России. Все публикации по теме диссертации.

9) Соискатель учёной степени Павловой А.В. в ходе работы над диссертацией и подготовки к публичной защите показала себя как самостоятельный научный исследователь, способный решать научную проблему.

Исходя из изложенного, полагаю, что представленная к защите диссертация Павловой А.В. соответствует заявленной научной специальности и может быть допущена к защите. Диссертация соответствует установленным критериям и требованиям.

Навой Антон Викентьевич,
доктор экономических наук, доцент

15.05.2015

научных

« 15 »

А
итета
ухова
15 г.