

ОТЗЫВ

на диссертацию на соискание учёной степени кандидата наук
Павловой Анастасии Владимировны
по теме «Управление международными резервами в условиях трансформации
мировой валютно-финансовой системы»
доктора экономических наук, доцента
Саввиной Оксаны Владимировны,
включённой в списочный состав диссертационного совета
Финансового университета Д 505.001.103 по защите диссертаций
на соискание ученой степени кандидата наук,
на соискание ученой степени доктора наук

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.

Содержание диссертации полностью соответствует паспорту научной специальности 5.2.5. Мировая экономика (экономические науки) (п. 15 «Валютные курсы. Мировая валютная система. Международные валютные рынки» и п. 16 «Мировая финансовая архитектура. Международные валютно-финансовые организации и их роль в регулировании мировой экономики») и профилю научной специальности 5.2.5. Мировая экономика (экономические науки) – Мировые финансы, установленному в Финансовом университете.

Полагаю возможным допустить соискателя учёной степени к защите диссертации.

Отмечаю, что:

1) соискатель учёной степени Павлова Анастасия Владимировна предложила значимые для науки и практики научные положения о развитии теоретико-методических подходов к управлению международными резервами центральных банков развивающихся стран в условиях формирования многополярной мировой валютно-финансовой системы.

2) соискатель учёной степени Павлова Анастасия Владимировна ввела в научный оборот следующие новые научные результаты:

теоретические:

- расширено определение достаточности международных резервов путем введения понятия их функциональной адекватности как соответствия их объема и структуры целям финансового регулятора и особенностям внешнеэкономических связей государства;

практические:

- предложены критерии отбора активов для включения в международные резервы Российской Федерации, учитывающие как стандартные характеристики активов (ликвидность, доходность, риск), так и новые параметры (геополитическая позиция страны – эмитента валюты, степень воздействия финансовых регуляторов на валютные рынки, потенциал цифровизации актива);

- на основе построения эконометрических моделей, с применением предложенных критериев отбора активов разработаны рекомендации по совершенствованию структуры резервных активов Банка России и его политики управления международными резервами в условиях санкционных ограничений.

3) диссертация «Управление международными резервами в условиях трансформации мировой валютно-финансовой системы» обладает внутренним единством, что отражено в логике исследования и структуре изложения материала работы. Диссертация имеет традиционную структуру, очевидны сущностные связи между главами и параграфами при сохранении единой концептуальной научной идеи.

4) обоснованность положений и выводов диссертации «Управление международными резервами в условиях трансформации мировой валютно-финансовой системы» подтверждена следующими аргументами:

- положение о расширенной трактовке достаточности международных резервов путем введения понятия их функциональной адекватности *обосновано* и опирается на обобщение концептуальных подходов к их формированию, использованию, структурированию, сравнительный анализ практических подходов и моделей оценки достаточности международных резервов, оценку достаточности международных резервов ряда стран с использованием рассмотренных моделей (с. 29 – 49);

- положение о взаимосвязи макроэкономических показателей различных групп стран, направлений международного использования валют и валютной структуры их международных резервов считаем *необоснованным*, поскольку на указанных автором страницах 54 – 56 диссертации данная зависимость не представлена, а содержатся фрагменты проведенного в параграфе 2.1 анализа международных резервов (динамика совокупных глобальных валютных резервов в % мирового ВВП, обоснование использования классификации стран по ВНД на душу населения Всемирного банка, распределение международных резервов по группам стран); далее на рис. 2.11 и 2.12 показаны динамика реального эффективного курса валют ведущих стран и выявленная автором зависимость между долей доллара США в международных резервах и его реальным эффективным курсом; положение о влиянии макроэкономических показателей стран, сгруппированных по уровню дохода на душу населения, на параметры их

международных резервов в контексте приоритетных направлений их использования считаем *необоснованным*, поскольку автором не показано влияние, а представлены только анализ усредненных макропоказателей (экспорт, импорт, резервы, внешний долг по отношению к ВВП) по группам стран, сравнение достаточности резервов по этим группам и показателя «резервы/внешний долг» по тем же группам (с. 74 – 79); вместе с тем для всех стран определены факторы, влияющие на формирование международных резервов – макроэкономические (темп прироста номинального ВВП, инфляция, доля экспорта и импорта в ВВП, соотношение сальдо торгового баланса и ВВП) и внешнеэкономические (отношение внешнего долга к ВВП), сформулированы гипотезы об их влиянии на международные резервы, некоторые из которых подтвердились по результатам корреляционно-регрессионного анализа (с. 80 – 84);

- положение об обоснованном подходе к управлению международными резервами Российской Федерации для наиболее вероятного сценария (фрагментации мировой валютно-финансовой системы на геополитические блоки) *обосновано*. Оно опирается на выводы, полученные в параграфе 1.1, характеристику предложенных известными экономистами сценариев трансформации мировой валютно-финансовой системы, оценку факторов, определяющих политику управления международными резервами в развитых и развивающихся странах в будущем (с. 15 – 29, 86 – 95, 97 – 104);

- положение о разработанной системе критериев для отбора резервных активов Банка России *достаточно обоснованно* и опирается на: оценку рисков колебаний и корреляции основных мировых валют и российского рубля; анализ факторов, определяющих выбор новой структуры международных резервов (наличие тесных торговых связей со страной-эмитентом валюты, ПИИ, ликвидность и доступность активов на мировом финансовом рынке, их доходность и риски); оценку возможностей использования альтернативных активов для размещения международных резервов РФ (дружественные и нейтральные валюты, драгоценные металлы, цифровые валюты) (с. 105 – 132, 134 – 138);

- положение о разработанных рекомендациях по совершенствованию структуры резервных активов Банка России и политики управления международными резервами *аргументировано*. Оно базируется на использовании предложенных критериев отбора резервных активов, учитывает направления трансформации мировой валютно-финансовой системы, санкционные ограничения, геополитические риски, результаты анализа характеристик фактических и потенциальных резервных валют. Представлены рекомендуемая автором структура портфеля резервных активов Банка России и сравнительный анализ возможных инструментов размещения международных резервов с точки зрения влияния различных факторов (с. 133 – 141, 183 – 184).

Достоверность результатов, полученных Павловой Анастасией Владимировной, обусловлена сопоставимостью авторских данных и данных, полученных ранее по рассматриваемой тематике российскими и зарубежными учеными (научные публикации указаны в списке литературы), известных проверяемых фактологических и статистических данных (базы данных, доклады, аналитические отчеты, исследования Банка международных расчетов, Международного валютного фонда, Европейского центрального банка, Банка России, управляющих международными резервами других стран).

5) результаты диссертации Павловой Анастасии Владимировны применяются в практической деятельности АО «Газпромбанк». В частности, методика оценки мировых и альтернативных валют для включения в портфель валютных активов позволяет снизить последствия внешних ограничений и повысить эффективность деятельности Банка в текущих условиях.

6) диссертация содержит сведения о личном вкладе Павловой Анастасии Владимировны в науку, который выразился в использовании общих системных теоретических знаний по специальности 5.2.5. Мировая экономика при формулировании темы, цели, задач, определении предметной области исследования, выборе методов исследования, непосредственном участии автора в поиске информации и данных для проведения анализа, личном участии в апробации полученных результатов исследования, а также подготовке публикаций по выполненной работе.

7) все материалы или отдельные результаты, заимствованные Павловой Анастасией Владимировной из чужих работ, оформлены в тексте диссертации надлежащим образом с указанием источников заимствования.

Соискатель учёной степени Павлова Анастасия Владимировна указала, что лично ею получены следующие результаты:

- Расширена трактовка достаточности международных резервов путем введения понятия их функциональной адекватности, под которой понимается соответствие объема и структуры международных резервов тем целям, которые ставит перед собой регулятор и которые обусловлены спецификой внешнеэкономических связей, структуры экономики и финансового сектора, степенью их развития в данной стране;

- На основе анализа динамики и структуры международных резервов на глобальном уровне и по группам стран с использованием методов эконометрического анализа показана взаимосвязь макроэкономических показателей различных групп стран, направлений международного использования валют и валютной структуры их международных резервов, что позволило выявить влияние изменения соотношения сил на распределение совокупных резервов. Если ранее авторы особое внимание уделяли изучению параметров международных

резервов группы стран с низкими доходами, то в нашем исследовании на основе более широкого подхода показано влияние макроэкономических показателей стран, сгруппированных по уровню дохода на душу населения, на параметры их международных резервов в контексте приоритетных направлений их использования. С помощью методов корреляционно-регрессионного анализа выявлена слабая статистически значимая прямая зависимость объема международных резервов и долей экспорта и импорта в ВВП;

- Обоснован подход к управлению международными резервами Российской Федерации для наиболее вероятного сценария: фрагментации мировой валютно-финансовой системы на геополитические блоки. Фрагментация определила разные подходы стран Западного и Восточного блоков при формировании международных резервов: страны Западного блока сохраняют традиционные принципы формирования резервных портфелей, а страны Восточного блока будут активно замещать традиционные резервные валюты, прежде всего, доллар США, увеличивая золотую составляющую международных резервов и расширяя использование альтернативных валют, отражая изменение валютной структуры своих международных расчетов. Снижение доверия к основным резервным валютам обуславливает большую диверсификацию валютного портфеля и, что важнее, диверсификацию в направлении новых классов резервных активов;

- Разработана система критериев для отбора резервных активов Банка России с учётом геополитических и санкционных рисков, включающая, помимо известных параметров ликвидности, доходности и рискованности, такие характеристики резервных активов, как геополитическая позиция страны – эмитента валюты, степень воздействия финансовых властей (ЦБ) на валютные рынки, потенциал цифровизации резервного актива. Доказано, что в существующих геополитических условиях неизбежно снижение инвестиционных качеств резервных активов, причем не только для подсанкционных государств, вследствие усиления рисков размещения резервов как в традиционные резервные валюты (из-за возможности блокировок и снижения суверенных рейтингов вследствие усугубления внутренних проблем соответствующих стран), так и в альтернативные активы (из-за более низких параметров надежности и ликвидности);

- На основе параметрического и непараметрического методов и построения эконометрических моделей с применением предложенных критериев разработаны рекомендации по совершенствованию структуры резервных активов Банка России и политики управления международными резервами, которые обеспечивают необходимые направления их использования с учетом санкционных ограничений.

Отметим некоторые замечания и дискуссионные вопросы по диссертации:

- во введении диссертации не следовало делать ссылки на работы ученых;

- формулировка практической значимости исследования требует корректировки (уточнения) в части указания конкретных положений;

- в главе 3 очевиден перекос по объему в сторону параграфа 3.2.

8) основные научные результаты диссертации опубликованы в 11 научных работах общим объемом 6,51 п.л. (авторский объем – 6,46 п.л.), в том числе в 6 научных статьях авторским объёмом 4,4 п.л. в рецензируемых научных изданиях, определённых ВАК при Минобрнауки России.

9) соискатель учёной степени Павлова Анастасия Владимировна в ходе работы над диссертацией и подготовки к публичной защите показала себя самостоятельным исследователем, продемонстрировала общие необходимые теоретические знания по научной специальности 5.2.5. Мировая экономика, овладела принципами и логикой научного познания, доказала наличие квалификационных способностей к дальнейшей научной деятельности в решении новых научных задач экономической отрасли науки.

Исходя из изложенного, полагаю, что представленная к защите диссертация:

1) соответствует заявленной научной специальности и может быть допущена к защите;

2) соответствует установленным критериям и требованиям.

Саввина Оксана Владимировна
доктор экономических наук, доцент

15.05.2025

В.

тетета
'хова
*5*г.

ЭГ
Л.
Б.