

**ВІДГУК**  
**офіційного опонента**  
**на дисертацію Голуб Роксолани Ростиславівни**  
**«Формування та підходи до прогнозування валютного курсу в Україні»,**  
**представлену на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук**  
**за спеціальністю – 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит**

**Актуальність теми дисертаційного дослідження**

Враховуючи всезростаючу взаємозалежність економік різних країн, формування та прогнозування валютного курсу набуває ключового значення у перебігу господарських процесів та розбудови ефективного ринкового механізму в Україні. Світовий досвід засвідчує, що неправильний вибір режиму валютного курсу завдає значної шкоди економіці країни. Тому валютно-курсова політика центрального банку, повинна включати усі необхідні інструменти впливу на валютні відносини та бути одним із найважливіших елементів у системі заходів щодо підтримання макроекономічної і фінансової стабільності в країні, стимулювання економічного зростання та підвищення добробуту населення.

Незважаючи на значну кількість наукових досліджень за даним напрямом, сьогодні продовжує залишатися потреба у поліпшенні концептуального та методологічного підходів щодо формування та прогнозування валютного курсу з позицій забезпечення стійкого економічного зростання, особливо у період активізації трансформаційних процесів.

Отже, потреба у наукових дослідженнях, розробках теоретико-методологічних та практичних рекомендацій щодо формування та прогнозування валютного курсу в Україні визначає актуальність обраної теми дисертаційної роботи, її теоретичне і практичне значення.



## **Обґрунтованість та достовірність положень, висновків і рекомендацій, сформульованих у дисертації**

Наукові положення, висновки та рекомендації, що містяться у дисертації і винесені на захист, є достатньо обґрунтованими. Це підтверджено проведеним автором глибоким дослідженням за допомогою логічного аналізу та узагальнення значного обсягу законодавчих і нормативних актів з питань формування та прогнозування валютного курсу.. Зміст дисертації відповідає визначеній меті, поставлені автором наукові завдання вирішено, мету дослідження досягнуто.

Вагомим науковим внеском роботи є власний підхід до визначення валютного курсу. В наш час валютний курс став загально вживаним поняттям, сутність і значення якого а ргіогі сприймається, як поняття, що не потребує доказів. Однак дисертанту вдалося нестандартно підійти до тлумачення і врахувати у визначенні валютного курсу сукупність чинників валютного курсоутворення (с. 17-18).

Заслужують на увагу підходи дисертанта до систематизації режимів валютного курсу, які на відміну від існуючих, полягають у розробці консенсус-класифікації режимів валютного курсу, яка поєднує існуючі де-юре і де-факто режими, а також визначає взаємозв'язки із найбільш повною сьогодні де-факто класифікацією (с. 44, 230-231).

Слід відзначити науковий підхід дисертанта до обґрунтування вибору об'єкта таргетування, який ґрунтується на критичному аналізі режиму таргетування інфляції та передбачає зміну вибору об'єкта таргетування з інфляції на валютний курс і навпаки залежно від фаз глобального ділового циклу. Обґрунтовуючи це тим, що вибір валютного курсу як об'єкта таргетування дозволяє враховувати вплив неконтрольованих зовнішніх цінових шоків та значної частки внутрішньої інфляції, яка має немонетарний характер та пояснюється неефективністю управління немонетарними джерелами інфляції за допомогою монетарних методів (с. 94, 98, 104)

Заслужує на увагу, доволі повний та критичний аналіз еволюції

курсоутворення в Україні (с. 99-107) на основі якого автору вдалося сформулювати власну концепцію формування монетарного режиму в Україні.

В роботі аналізується як вплив курсового режиму на широкий спектр змінних (грошово-кредитної політики, фіскально-бюджетної політики, зовнішньої торгівлі, потоків капіталу), так і чинники валютного курсоутворення (с. 81-84, 91-93, 149-151). Особливо слід відмітити дослідження взаємозв'язку фундаментальних, поведінкових та комунікаційних чинників у формуванні довгострокових циклів валютного курсу, на основі якого дисертантом сформульовано вихідне положення про те, що роль фундаментальних чинників валютного курсоутворення посилюється у точках розвороту низхідного чи висхідного тренду (с. 135-136).

Слід відзначити, що на основі систематизації та врахування зовнішніх, внутрішніх та комбінованих чинників валютного курсу гривні, дисертантом розроблена модель прогнозування валютного курсу національної грошової одиниці (с. 151-153). Дисертантом також запропоновано підхід до прогнозування валютного курсу гривні в контексті цінової конкурентоспроможності України на ринках товарів, послуг та фінансових активів, що передбачає розраховувати інфляційний та відсотковий диференціали, а також облігаційний спред між країнами, грошові одиниці яких формують валютну пару (с. 174-184).

Таким чином, наукові положення, висновки та рекомендації дисертаційної роботи не лише науково обґрунтовані, але й у сукупності є вагомими для розвитку теорії та практики формування та прогнозування валютного курсу.

### **Наукова новизна результатів дисертаційного дослідження**

До результатів дисертаційного дослідження Голуб Р.Р., які відрізняються науковою новизною, належать такі положення:

– визначення валютного курсу як зовнішньої обмінної вартості національної валюти, складовими якої виступають купівельна спроможність

(внутрішня фундаментальна вартість) та зовнішня корисність (зумовлена чинниками зовнішнього попиту на національну грошову одиницю);

–підходи до систематизації режимів валютного курсу, які, на відміну від існуючих, полягають у розробці, на основі аналізу і синтезу їхніх істотних властивостей, консенсус-класифікації (групування) режимів валютного курсу, яка поєднує існуючі де-юре і де-факто режими, а також визначає взаємозв'язки із найбільш повною сьогодні де-факто класифікацією Кармен Рейнхарт і Кеннета Рогоффа;

–науковий підхід до обґрунтування вибору об'єкта таргетування, який ґрунтується на критичному аналізі режиму таргетування інфляції та передбачає заміну (зміну) вибору об'єкта таргетування з інфляції на валютний курс і навпаки залежно від фаз глобального ділового циклу;

–науково-методичний підхід до розробки моделі прогнозування валютного курсу національної грошової одиниці з урахуванням дії зовнішніх, внутрішніх та комбінованих (у т.ч. поведінкових) чинників, який, на відміну від існуючих, базується на твердженні, що динаміка валютного курсу апроксимується динамікою нормального розподілу і корелюється з динамікою фундаментальних показників розвитку різних секторів національної економіки, яка також є нормально розподіленою та передбачає врахування того, що у будь-який період часу національні фундаментальні індикатори можуть: не залежати від зміни глобальної кон'юнктури, залежати від неї повністю або ж частково;

–методичні підходи до системного прогнозування фундаментальної вартості національної валюти, які, на відміну від існуючих, ґрунтуються на використанні інтегрального (синтетичного) рівняння множинної регресії, складовими якого є найбільш суттєві змінні (макроекономічні індикатори) кожної функціональної групи, визначені на основі групування сукупності фундаментальних макроекономічних індикаторів, встановлення тісноти зв'язку між індикаторами кожної окремої групи та курсом національної грошової одиниці, побудови рівняння множинної регресії у розрізі кожної із відповідних груп;

–обґрунтування передумов вибору та особливостей функціонування біполярних режимів валютного курсу національної валюти, які, на відміну від існуючих, ґрунтуються на основі виявлення взаємозв'язку і залежності між валютним курсом грошової одиниці та рівнем інфляції, що дало змогу розкрити процеси розгортання девальваційно-інфляційної та ревальваційно-інфляційної спіралі;

–обґрунтування особливостей вибору режиму валютного курсу національної валюти з урахуванням ситуаційного підходу, який передбачає запровадження гібридного режиму валютного курсу у країнах з відкритою економікою та недиверсифікованою структурою експорту;

–напрями удосконалення комунікаційної стратегії центрального банку, які ґрунтуються на використанні вербальних інтервенцій НБУ в контексті валютного курсоутворення для згладжування надмірної циклічної волатильності валютного курсу гривні та забезпеченні оптимальності такої стратегії, критерієм якої визначено зростання коефіцієнта «інформаційний сигнал / інформаційний шум», а основним завданням – постійне інформування учасників національного валютного ринку щодо фундаментально обґрунтованого рівня валютного курсу та рівня відхилення фактичного валютного курсу національної грошової одиниці від її фундаментально-рівноважного рівня станом на певний момент часу;

–підходи до прогнозування валютного курсу національної валюти в контексті цінової конкурентоспроможності країни на ринках товарів, послуг та фінансових активів, які, на відміну від існуючих, ґрунтуються на аналізі паритету купівельної спроможності реального валютного курсу, облігаційних спредів та відсоткових диференціалів, і дають змогу простежувати зв'язки номінального валютного курсу з фундаментальними економічними умовами та оцінювати спекулятивну (короткострокову) й інвестиційну (довгострокову) складові в динаміці валютного ринку.

В цілому, результати дослідження свідчать про наукову новизну дисертаційної роботи. Більшість з них знайшла відображення у наукових працях.

#### **Зв'язок дисертації з науковими програмами, планами та темами**

Дисертаційна робота виконана у межах науково-дослідної теми кафедри фінансів та фінансово-економічної безпеки Львівського навчально-наукового інституту ДВНЗ «Університет банківської справи» «Сучасні напрями та механізми модернізації фінансової системи України» (номер державної реєстрації 0115U002173»), в рамках якої автором досліджено три групи чинників формування зовнішнього обмінного курсу гривні (зовнішні/загальні, внутрішні/специфічні та комбіновані/у т.ч. поведінкові) та розроблено рекомендації щодо впровадження в Україні гібридного режиму валютного курсу шляхом поєднання де-юре плаваючого режиму з де-факто повзучою прив'язкою гривні до кошика валют, який має формуватися з урахуванням експортного товарного стандарту.

#### **Теоретичне та практичне значення отриманих результатів**

Дисертаційна робота Голуб Р.Р. є вагомим внеском у розвиток теорії і практики формування та прогнозування валютного курсу в умовах трансформації валютних відносин в Україні. Наукова цінність результатів дослідження полягає у поглибленні теоретичних положень та обґрунтуванні підходів щодо формування та прогнозування валютного курсу. На думку дисертанта, модель прогнозування валютного курсу національної грошової одиниці, повинна передбачати урахування дії зовнішніх, внутрішніх та комбінованих (у т.ч. поведінкових) чинників;

Основні теоретичні і методичні підходи дисертації використовуються у навчальному процесі Львівського навчально-наукового інституту Університету банківської справи при викладанні таких навчальних дисциплін: «Гроші та кредит», «Центральний банк та грошово-кредитна політика», «Біржовий Інтернет-трейдинг», «Управління інвестиційним портфелем» та

«Аналіз системи національних рахунків» (довідка про впровадження № 02-20-015/107 від 10.03.2016р.).

Практичне значення результатів дослідження полягає у можливості їх застосування в напрямку вдосконалення підходів до прогнозування валютного залежно від стану економіки країни. Зокрема, результати дослідження щодо: формування передумов для повного зняття обмежень на рух капіталу в Україні; дослідження напрямів впливу прямих, портфельних та інших інвестиційних потоків на формування валютного курсу національної грошової одиниці; ролі розвитку фондового ринку, підвищення його ліквідності та збільшення кількості і якості фінансових інструментів у знятті девальваційного тиску на національну валюту, впроваджені у Західному територіальному управлінні НКЦПФР (довідка про впровадження № 04-1/128 від 18.02.2016р.).

Також, певні рекомендації щодо реформування обмежень на рух капіталу, які є додатковим чинником корупції та зростаючої корупційної ренти, мінімізації чинників тінізації вітчизняного валютного ринку, стрімких темпів вилучення доларових і гривневих депозитів із банківської системи України та їхнього перетікання у тіньові канали обігу; детінізації транскордонних трансфертів валютних цінностей, впровадженні у Державному навчальному закладі післядипломної освіти Державної служби фінансового моніторингу України (довідка про впровадження № 237/9110-05 від 24.02.2016р.).

### **Повнота викладу наукових положень, висновків і рекомендацій в опублікованих працях**

Основні результати наукового дослідження, висновки і рекомендації Голуб Р.Р. опубліковано у 13 наукових працях, з яких 6,72 друк. арк. належить особисто авторові, у тому числі 7 – у наукових фахових виданнях, з яких 3 - у фахових виданнях, зареєстрованих в наукометричних базах, 1 - у зарубіжному науковому виданні, а також 5 – у інших виданнях.

Автореферат та публікації повною мірою розкривають основні положення дисертації. Автореферат ідентичний за змістом основним

положенням дисертації і дає повну уяву про виконану роботу. Він розкриває зміст наукових положень, висновків та рекомендацій які виносяться на захист, вичерпно характеризує мету, завдання, об'єкт і предмет дослідження.

### **Дискусійні положення та зауваження щодо змісту та оформлення дисертації**

Відзначаючи загальний високий рівень обґрунтованості теоретичних і методичних положень дисертаційної роботи, її цілісність та логіку викладення матеріалу, варто виділити певні дискусійні положення та зауваження:

1. Дискусійною є позиція автора щодо здійснення класифікації видів валютного курсу: за способом купівлі/продажу валютні курси поділяються на готівковий, безготівковий, роздрібний, гуртовий (с. 20). Серед критеріїв доцільно було б виокремити ще один критерій – за формою, і віднести до нього готівковий та безготівковий валютні курси.

2. У роботі, автор відмічає значення показника недовіри НБУ до Уряду, через визначення відсоткового прогнозного диференціалу (с. 93-94). Втім, у контексті дослідження, варто було б також акцентувати увагу на показнику недовіри до самого НБУ, особливо при дослідженні комунікаційної політики центрального банку.

3. Критичні зауваження виникають при розгляді автором позитивного впливу курсової прив'язки на інфляцію, що на перший погляд може виглядати як протиріччя, однак позитивний ефект дійсно є і досягається він довірою до центрального банку, що взяв зобов'язання підтримувати курс, а не лише проводити інтервенції. Тому пропозиція автора щодо де-юре вільного плавання, а де-факто прив'язки (с. 107), може не дати бажаного ефекту, саме через «підрив» довіри до політики центрального банку, крім того і сам автор відмічає негативні наслідки такої практики НБУ (с. 103).

4. У роботі, цілком справедливо, акцентовано увагу на впливі потоків капіталу на формування валютного курсу і відмічено, що саме інвестиційні потоки фінансового рахунку у поєднанні із режимом плаваючого валютного



курсу, а не міжнародні резерви виконують роль амортизатора девальваційного тиску на національну валюту (с.109). Крім того, автор пропонує використовувати фінансовий рахунок платіжного балансу у якості інтегрального відображення очікувань економічних агентів щодо динаміки валютного курсу гривні (с. 134). У контексті цього, при формуванні валютного курсу гривні, варто було б враховувати не лише легальні капітальні потоки, але й нелегальні, особливо зважаючи на їх масштаби.

5. Незважаючи на практичну цінність, запропонованого дисертантом підходу до вдосконалення інформаційного забезпечення прогнозування валютного курсу в Україні на основі системи фундаментальних індикаторів США, яка дійсно може бути використана при побудові національної системи індикаторів (с. 154, 156-157, 173, 239), доцільно було б адаптувати дану систему індикаторів до вітчизняних умов, що значно посилює практичне значення дисертаційної роботи.

Слід зазначити, що наведені зауваження в переважно мають рекомендаційний характер, можуть служити підставою для дискусії та їх врахування в подальших наукових дослідженнях.

### **Загальний висновок**

Дисертація Голуб Роксолани Ростиславівни на тему «Формування та підходи до прогнозування валютного курсу в Україні» є ґрунтовним науковим дослідженням, у якому вирішено актуальне науково-прикладне завдання щодо формування і прогнозування валютного курсу та виявлення його впливу на економічні процеси в Україні.

Тематика дисертаційного дослідження є актуальною і відповідає пріоритетним напрямкам монетарної політики України. Дисертація є самостійно виконаною роботою, в якій викладено авторський підхід до формування та прогнозування валютного курсу та надано рекомендації щодо застосування світового досвіду у вітчизняній практиці. Тема та зміст дисертаційної роботи відповідають паспорту спеціальності 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

Оцінюючи роботу загалом, можна зробити висновок, що дисертація є завершеним самостійним науковим дослідженням, в якому автору вдалося вирішити поставлені завдання, розкрити наукову новизну і практичну цінність. Основні положення дисертаційної роботи відображені у публікаціях та апробовані на наукових конференціях.

Робота відповідає вимогам, які висуваються до дисертацій на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук, зокрема – пп. 9, 11, 12 «Порядку присудження наукових ступенів», затвердженого Постановою Кабінету Міністрів України № 567 від 24 липня 2013 року, а її автор – Голуб Роксолана Ростиславівна – заслуговує на присудження наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

Офіційний опонент,

кандидат економічних наук,

доцент кафедри менеджменту

банківської діяльності

ДВНЗ "Київський національний економічний  
університет імені Вадима Гетьмана"



Боришкевич О.В

