



РЕЦЕНЗИЯ

на дисертационен труд на тема:

**“УПРАВЛЕНИЕ НА РИСКА ЧРЕЗ СУАПИ ЗА ДЪЛГОВО НЕИЗПЪЛНЕНИЕ
(CDS) В ЕВРОПЕЙСКИ КОНТЕКСТ”**

С автор *Мария Георгиева Паскалева*,
редовен докторант към Катедра “Финанси и отчетност”, Стопански факултет,
ЮЗУ “Неофит Рилски”

За придобиване на образователна и научна степен „Доктор“ по научна
специалност - „Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка”

Рецензент: доц. д-р Владимир Емилов Ценков,
Катедра „Финанси и отчетност”, Стопански Факултет,
Югозападен Университет „Неофит Рилски”

I. Обща характеристика на представения дисертационен труд - актуалност, цели и изследователска концепция

Дисертационният труд е в общ обем от 250 страници и съдържа: *увод*, *четири глави*, *списък на използвана литература и приложения*. С цел подкрепа на авторските твърдения и позиции са използвани – 22 таблици, 9 фигури и 12 графики. Структурирането на дисертационния труд бихме могли да определим като удачно и даващо възможност в рамките на систематично представяне и анализ да бъдат разкрити основните характеристики на обекта и предмета на изследване. *Прегледът на дисертационния труд показва, че*



неговия обем, структуриране, оформление, илюстрираност, начин на представяне на изследователските търсения и достигнати резултати отговарят на приетите изисквания за тези научни трудове.

Актуалността на дисертационното изследване определено може да бъде определена като значима. Суапите за дългово неизпълнение могат да бъдат разглеждани безспорно като продукт на съвременните постижения на финансовия инженеринг създадени целенасочено да обхванат и количествено да оценят риска във финансовата система, както на глобално, национално, така и на ниво корпорации. Тази фундаментална за финансите тема за обхващането и моделирането на риска намери свои естествен изразител в появата на CDS, но тя предизвика и повдигането и на друг важен въпрос отвъд потенциала за практическо приложение на въпросните инструменти. А именно, дали създаването, търгуването и пазарната динамика на тези инструменти ще даде възможност за едно качествено обхващане и моделиране на финансовия риск. Имайки предвид относително скорошното приложение на тези инструменти и особено два много важни катализатора за тяхното развитие, а именно финансовата криза от 2008 г. и последвалата я европейската криза на суверенния дълг – съвсем закономерно се повдигна въпроса за това до колко тези инструменти се справят в почина им да обхванат и количествено да оценят и прогнозираят финансовите рискове. В анализа на предикативните възможности на тези инструменти се отразява не само фундаменталното търсене на финансовата наука в плоскостта “риск-възвръщаемост”, но и се намира ценна информация относно специфично проявление на риска характерен за отделните държави. Именно тук виждаме безспорната актуалност на търсенията на дисертационния труд, не само във възможността за обхващане на темата за актуалните инструменти на капиталовите пазари доразвиващи познанието за фундаменталните търсения във финансовата наука, но и възможността да се изследва характеристичното поведение на риска по отношение на отделни държави и/или групи от тях. В тази насока



темата на дисертационния труд не само е с необходимата актуалност и дисертабилност, но и съдържа безспорен потенциал за формиране на актуални научни и практико-приложни приноси.

Като **обект на дисертационното изследване** са определени суверенните суапи за дългово неизпълнение на единадесет държави- членки на Европейски съюз, а именно: *Франция, Германия, Великобритания, Белгия, България, Румъния, Гърция, Португалия, Ирландия, Италия и Испания*. Като с цел ясно диференциране на проявлението на предмета и обекта на изследване въпросните държави са разделени в следните групи:

- държави-членки в Европейския съюз (ЕС) и еврозоната, характеризиращи се с висока степен на сигурност на суверенните им пазари;
- държави-членки в ЕС и еврозоната, които могат да бъдат квалифицирани като държави с висок риск, т.е. „проблемни държави“ от еврозоната;
- държави-членки в ЕС, но не членуващи в еврозоната.

Смятаме така предложена класификация на изследваните държави обект на изследване като удачна и подпомагаща по ясното представяне на характеристикното проявление на обекта на изследване. Структура особено подпомагаща авторите търсени и тези, не само по отношение на използвания от него иконометричен инструментариум, но и залагащ основата за формиране на конкретни научно-приложни приносни моменти.

Предмет на изследване се явява значимостта на суапите за дългово неизпълнение като инструмент за управление на финансовия риск, определена от техните детерминанти и съответната им предиктивна способност. Както авторът удачно акцентира *“Анализът на така заявения предмет на изследване се извършва с оглед разкриване различия между вариациите на суверенни CDS спредове на*



държави-членки в еврозоната и такива, които не са.” Това негово заявление не само, че е намерило практическа реализация в дисертационния труд, но и представлява много удачно допълнение към теоретичните му представяния водещо до формиране на конкретни научно-приложни приноси на дисертационното изследване.

Основната цел на дисертационното изследване е посочена многомерно. Застъпваме мнение, че част от заявените цели успешно биха могли да формират съдържанието на конкретни изследователски задачи. Изхождайки от няколкото заявени от автора основни цели бихме могли да компилираме една основна, а именно: *“Основна цели на настоящия дисертационен труд е да се представят характеристиките на суверенните CDS спредове на държави от Европейския съюз”,* като на база *“емпиричните данни и статистически свойства на панелно проучване, съставено от динамиката на суверенните суапи за дългово неизпълнение и финансовите променливи, които детерминират тяхното поведение”* *“да се направят изводи и предположения за приложението им при изграждане на стратегии за управление на кредитния и суверенен риск.”* Предложеният словесен конструкт на основна изследователска цел почива изцяло върху постановки и формулировките на автора представени както поредица от цели и подцели.

Предложените *изследователски задачи* свързани с дисертационното изследване можем да определим като подходящи и точно пресъздаващи извършеното в дисертационния труд.

Застъпваната от автора *изследователска теза* бихме могли да определим като:

- Ясна и конкретна в своето съдържание и изцяло аргументирана на база конкретните емпирични и приносни моменти свързани с дисертационното изследване;



- Успешно защитена в контекста на необходимата цялост на теоретичния, иконометричен и емпиричен базис на дисертационното изследване;

Използван емпирика

Разглежданият период 03.03.2003 г.- 30.06.2016г. е разделен на три подпериода със следната продължителност: Период 1 обхваща - 03.03.2003-29.12.2006г; Период 2 - 02.01.2007-28.12.2012г. (обхваща развитието на финансовата криза - 2007-2009 г. и последвалата дългова криза - 2010-2012г); Период 3 - 03.01.2013- 30.06.2016г. Условно периодите могат да бъдат определени като предкризисен (Период 1), кризисен (Период 2), следкризисен (Период 3). Авторът успешно аргументира взетото от него решение за разделение на времевия интервал на изследване, не само на база логиката на неговите търсения и характеристичната динамика на изследваните процеси, но и на база актуалните емпирични изследвания в международен мащаб по анализираната от него материя.

Използваните статистически данни за динамиката на CDS спредовете на изследваните държави е разделена в следните панели:

1. *Панел 1* - включва Франция , Германия, Великобритания и Белгия, които са държави- членки в ЕС и Евронзоната, определени като най-сигурни по отношение на кредитно качество и ликвидност. Детерминирани са като държави с развити икономики и капиталови пазари.
2. *Панел 2* - включва България и Румъния. Това са държави- членки в ЕС, чийто средните стойности на суверенните CDS спредове ги определят като ниско рискови.
3. *Панел 3* - включва Гърция, Португалия, Ирландия, Италия и Испания (PIIGS). Те представляват държави- членки в ЕС и Евронзоната, но могат да бъдат квалифицирани на база техните CDS спредове като държави с висок риск, през целия период на изследване.



Аргументацията на автора за това разделение е закономерна на база ясното очертаване на изследователските му търсения в контекста на конкретния предмет и обект на изследване. Потвърждение за направения избор можем да намерим и в представената аргументация на база актуалните международни изследвания по въпросната материя.

Списък на литературата

Използваните литературни източници са 255 на брой, от които 43 на български автори и 212 на английски език. Представените интернет позовавания са 19 и главно покриват източниците на статистически данни използвани в рамките на проведеното иконометрично изследване. Актуалността на литературните източници покрива времевия хоризонт до 2017 г., с поставен акцент в периода 2004 – 2013 г. което е адекватно имайки предвид предмета и обекта на изследване и ясният фокус върху двата фундаментални фактора за изследването – глобалната криза от 2008 г. и последвалата я криза на суверенния дълг в еврозоната.

Обобщавайки бихме могли да заключим следното по отношение на използваните литературни източници, а именно, демонстрира се:

- Отлично познаване на специализираната проблематика;
- Професионална компетентност при трактовката на явленията;
- Прецизно ползване на специализираните понятия;



II. Оценка на изследователските резултати, приносни моменти и положителни страни на дисертационния труд

В представянето на непосредствените резултати от емпиричното си изследване авторът използва ясен и последователен изказ, удачно използване на графични и таблични форми подпомагащи категоричното и разбираемо представяне на изследователските резултати. Прави много добро впечатление ясното и целенасочено заявяване на регистрираните емпирични резултати, точното им интерпретиране, както в контекста на непосредствено регистрираното, така и в контекста на цялостното изследване.

Положително се оценява факторното декомпозиране на детерминантите оказващи пряко въздействие върху CDS, емпиричното изследване на тяхното значение за риска изразен чрез CDS спредовете, както за отделните панели от държави, така и отделните характеристични периоди- пред, кризисен и следкризисен. Прави впечатление, че авторът подлага всички непосредствени емпирични резултати от отделните използвани модели на непосредствен критичен анализ, както по отношение на собствените му позиции, така и в контекста на международните емпирични изследвания. Този факт не само му дава възможност пряко и сигурно да стъпи върху конкретния “междинен” емпиричен резултат, но и уверено да продължи към следващата стъпка в своя емпиричен анализ.

Намираме представените резултати от приложението на Vector Autoregressive (VAR) модели за много удачно допълващи емпиричните изводи от приложението на другите използвани иконометрични модели и съществено доразвиващи направените заключения за значението на изследваната материя по отношение на обекта и предмета на изследване. Акцентирането в изследователския процес на системните връзки между динамиката на CDS спредовете и променливите - *динамика на капиталови пазари, съотношението държавен консолидиран дълг/ БВП, безрисков лихвен процент, дял на необслужени кредити, ниво на инфлация, политическият и банков риск и др.* - не само внася



необходимата специфика за проявлението на влиянието на изследваните дериватни ценни книжа, но и води до формирането на значими емпирично подкрепени изводи.

Например, намираме представеното на стр.137 за изследваните развити икономики и касаещо ефекта на снежната водещ до засилване на „крехкостта“ на финансовата стабилност за важен и значим макроикономически извод в контекста на цялостното изследване. Също така, направените изводи за връзката между CDS, банковата система и политическия риск при държавите извън еврозоната, освен непосредственото си значение за България и Румъния имат и много важно значение при интерпретиране на информационните канали влияещи върху CDS като измерител на суверенния риск. Не можем да не отбележим и установената липсваща връзка между разглежданите деривати и капиталовия пазара, така изразена при изследваните развити пазари. Резултатите за България и Румъния водят до размисли особено когато се отчетат близките резултати и установени взаимозависимости с тези регистрирани с “проблемните” държави в еврозоната от групата PIIGS.

Като изключително значим намираме направения извод за значението на фактора “Дял на необслужваните кредити” за вероятността от суверенен кредитен риск на България и Румъния. Установеният положителен статистически значим коефициент на този фактор впечатлява, както с положителния си знак, така и с високата си стойност (0.915802) (стр.123). Това е важен извод, не само поради високото тегло на този фактор предполагащо и много силно влияние върху вероятността от проблеми със суверенния риск за двете държави при неблагоприятно му развитие, но и поради факта, че теглото само на този фактор неутрализира благоприятното въздействие на “свиване” на кредитния риск на България и Румъния от динамиката на факторите - безрисков лихвен процент, индекс на политически риск и динамика на борсовия индекс.

Докторантът доразвива разбирането за значението на банковия сектор за кредитния риск на България и Румъния като на база емпирично установеното



от приложението на VAR моделите заключава: “ ... *нестабилността в банковата сфера за България и Румъния кореспондира със значително влияние върху нестабилността на публичния сектор в частност вероятността държавата да изпадне в неплатежоспособност. Нестабилната банкова сфера в тези държави кореспондира с редуцирана икономическа активност, увеличен държавен дълг, като това увеличение би могло да доведе до висока вероятност от фалит и достигане до дългова криза.*” (стр.144) Намираме тези негови изводи за аргументирани в контекста на статистическите доказателства от приложеното иконометрично моделиране, но и като важни за представянето и разбирането на рисковата експозиция на суверенния риск на България и Румъния към момента.

Удачно е продължен анализ на регистрираните емпирични резултати от използването на линейните регресии и VAR моделите по отделни блокове държави в последващото в Глава Четвърта разкриване на предиктивните възможности на CDS като измерители на суверенния риск в контекста на пред, кризисен и след кризисен период. Представените емпирични резултати в тази глава препотвърждават регистрираното като резултати в предходната, като доразвиват направените заключения по отношение на изследваните инструменти и държави в контекста на отразяване на специфично проявление в условията на предкризисна, кризисна и след кризисна среда. От тази база аргументирано авторът успява да прецени предиктивните възможности за ранно предупреждение свързани с изследваните CDS спредове и държави.

Оценка на научните и практико-приложни приноси

Представените научни приноси успяват в пълна степен, и в една синтезирана форма, адекватно да отразят основните достижения на проведеното емпирично дисертационно изследване. Значимостта на техните послания би могло да се определи в две важни посоки – а). за значението на CDS като адекватен измерител на риска, вкл. и в контекста на отразеното влияние на глобалната финансова от 2008 г. и последвалите суверени кризи в Еврозоната и б). използвайки установената различна динамика на отразяване



суверенния риск от CDS спредовете да се изведат специфични детерминанти на суверенната финансова стабилност.

Направените изводи за значението на макропруденциалния подход за поддържане устойчивостта на финансовата система и динамиката на CDS имат значим приносен характер, особено когато този подход се декомпозира и специфицира спрямо отделните съставляващи фактори. Установената връзка между капиталовите пазари, стабилността на политическата система и балансираността на банковия сектор, от една страна и вероятността от дългова криза, от друга, показва не само значимостта на дадения фактор за суверенната рисковата експозиция, но и пряко посочва тези, които способстват за нейното ограничаване. В тази насока важен се явява установения общ фактор водещ до понижаване на суверенния риск в Евространата, а именно наличието на стабилни капиталови пазари. Демонстрираното от България и Румъния извежда друга водеща детерминанта на финансовата стабилност, а именно състоянието на банковата система. Установяването на това разграничение на база основен детерминиращ фактор на суверенната финансова стабилност не само, че представлява важен приносен момент пряко ангажиран с нашата държава, но и дава допълнителна възможност за анализ по отношение на финансовата стабилност в контекста на възможността за появата и развитието на т.нар. “кризи близнаци” (twin crisis). В тази връзка значимо е и установеното двупосочно взаимодействие между суверенната финансова стабилност и динамиката на CDS спредовете. Последните би трябвало да бъдат измерител на финансовата стабилност, но в условията на силна дългова задлъжнялост биха могли от измерител да се превърнат в детерминанта, която допълнително създава и внася нестабилност („CDS парадокс“). Този механизъм на внасяне на нестабилност и прехвърляне на шокове би могъл да бъде разгледан и в плоскостта банкова система - CDS спредове (“кризи близнаци”), което е особено важно за нашата държава, за която банковия сектор е основна детерминанта за суверенната финансова стабилност.



Като приносен момент с изявен практико-приложен характер можем да посочим заявения в дисертационното изследване 3-ти приносен момент. Пряко е апробирана възможността за използването на CDS като инструмент за ранно предупреждение за настъпване на суверенни дългови кризи. Доказаните от докторанта предиктивни възможности на този инструмент се отличават с две важни характеристики. Първата, установена силна надеждност на предлаганата система за ранно предупреждение по отношение на държавите членки на Евроната имащи развити капиталови пазари, които могат да действат като ограничаващ суверенния риск фактор. Второ, възможността чрез приложението на такава система за ранно предупреждение да се намали влиянието от т.нар. самосбъдващи се пророчества, т.е. да се намали вероятността предкризисните състояния да се трансформират в кризисни такива.

III. Оценка на публикациите и автореферата по дисертационния труд

Във връзка с публикационната активност свързана с резултатите от дисертационното изследване трябва да отбележим наличието на 4 публикации – 2 публикации в международни списания и 2 участия в международни конференции. Представените публикации отразяват основни моменти свързани с изследователските търсения на докторанта и покриват значимите емпирични резултати от дисертационното му изследване и основни приносни моменти. Имайки предвид тематиката на дисертационното изследване обхващаща международен аспект на анализ, прави много добро впечатление, че публикационната активност е пряко свързана с международни реферирани списания и научни форуми, което дава още една положителна атестация за качествата и значението на резултатите от емпиричното изследване свързано с дисертационния труд.



Публикации в чуждестранни списания

1. Paskaleva, M., (2017) „Credit Default Swaps characteristics and interrelations with European capital markets“, Economic processes management Iss.1;стр.5- 23; ISSN:2311-6933
2. Paskaleva, M., (2017) „Crisis measurements trade with credit default swaps against measurements of the capital trade dynamics“, International Journal of Contemporary Economics and Administrative Sciences Vol. XII, Iss.1-2, ISSN:1925-4423

Доклади от участие в международни научни конференции

1. Paskaleva, M., (2017), „How Good is Credit Default Swap Market as a Predictor of Financial Crisis at Capital Markets?“, Bulgaria and Romania: country members of the EU, Part of the Global Economy. International Scientific Conference Proceeding, стр. 249- 261; ISBN: 978-954-9313-08-6; ISBN (pdf): 978-954-9313-09-3
2. Paskaleva, M., (2017), “Determinants of European Sovereign Credit Default Swap Spreads” a publication for the XXVI International Conference for Young Scientists’ 2017, стр. 234-242, ISSN:1314- 4669;

Авторефератът към дисертационния труд е изготвен в структурно и съдържателно отношение според изискванията за коректно, точно и синтезирано представяне на дисертационния труд и неговите приноси моменти.



IV. Препоръки и бележки

Изразените препоръки и бележки не поставят под въпрос качествата на дисертационен труд, а могат да бъдат разглеждани като варианти на специализация на анализа и възможности за бъдещи изследвания:

1. Възможно е да се помисли за по-задълбочено представяне на актуалността на темата на дисертационния труд – както по отношение на обекта и предмета на изследване, така и в контекста на промененото значение и роля на CDS след глобалната финансова криза от 2008 г.
2. При анализа и интерпретацията в контекста на търсените взаимовръзки на получените регресионни коефициенти от използваните Метод на най-малките квадрати (МНК) и VAR модели се набляга преимуществено върху знакът на статистическите значимите коефициенти, а не толкова върху теглото им.
3. Влиянието на отделните фактори върху суверенния кредитен риск на отделните държави изразен чрез съответния CDS спред е статистически притеглено и анализирано, но не е представено сравнение между теглата на отделните фактори. Това не ни дава възможност да направим класация съобразно отделните тегла на дадените фактори и по този начин да се направят изводи за различната сила на влияние, не само на отделните фактори, но и за отделните групи изследвани държави. Формирането на изводи в тази насока биха удачно допълнили формираните към дисертационния труд приноси, но дори би могло да се разгледат като отделен приносен момент.
4. Тъй като де факто с емпиричните резултати от дисертационното изследване и формираните научни приноси към него е показана несъстоятелността на *Хипотезата за невъзможността* спрямо изследваните държави, би могло този резултат по категорично да се заяви.



V. Заключение

Обобщавайки бих могъл да изразя положителната си оценка за качествата на дисертационния труд на тема: **“Управление на риска чрез суапи за дългово неизпълнение (CDS) в европейски контекст”**. Убедено препоръчвам на Научното жури да подкрепи дисертационния труд на **Мария Георгиева Паскалева** като гласува за присъждането ѝ на образователно-научната степен доктор.

27.03.2018 г.

Благоевград

/ доц. д-р Владимир Ценков/