

СТАНОВИЩЕ

от проф. д-р Ганчо Тодоров Ганчев

на дисертационния труд за присъждане на образователната и научна степен „доктор“ на
Мария Георгиева Паскалева

на тема „Управление на риска чрез суапи задългово неизпълнение (cdfs) в европейски
контекст“,

Докторантката е отчислена с право на защита с решение на катедра „Финанси и отчетност“ и Заповед на ректора №346 от 07.02.2018 г за провеждане на защита въз основа на решение на ФС на Стопанския факултет при ЮЗУ «Неофит Рилски» с протокол №29 от 01.02.2018 г

1. Данни за кандидатката.

Мария Георгиева Паскалева е родена на 15-ти август 1988 година. Завършва средното си образование в Природо-математическа гимназия „Академик Сергей Корольов“, Благоевград, с профил информатика с интензивно изучаване на английски език. По-късно получава бакалавърска и магистърска степен специалност «Финанси» в Стопанския факултет към ЮЗУ «Неофит Рилски». След завършването на висшето си образование Мария Паскалева работи последователно като координатор към ЮЗУ «Неофит Рилски», като специалист и координатор в Булбанк и Американския университет-Благоевград. От 2015 г. е докторант в катедра «Финанси и отчетност», като от февруари 2015 г. е асистент към същата катедра.

2. Основни характеристики на дисертационния труд

Разглежданият дисертационен труд е структуриран в увод, четири глави, заключение, списък на използваната литература (258 източника, от които 43 на български, 215 на английски език, както и 19 интернет източника), списък на таблиците, списък на фигурите, списък на графиките, приложения и декларация за оригиналност. Общият обем на разработката е 249 стандартни страници. В основния текст са включени 22 таблици, 9 фигури и 12 графики. В приложението са поместени допълнителни 20 таблици.

Дисертационният труд е посветен на важна и актуална тема- управлението на риска чрез суапи за дългово неизпълнение. Отбелязаните суапи са единствения деривативен

финансов инструмент, приложим при управлението на финансовите рискове, свързани с България. Това беше и главният довод при избора на темата на дисертационния труд.

Обект на настоящето изследване са суверенните суапи за дългово неизпълнение на единадесет държави- членки на Европейски съюз, с акцент върху България.

Предмет на дисертационния труд е ролята на суапите за дългово неизпълнение като инструмент за управление на финансовия риск, въз основа на анализа на факторите, влияещи върху тяхната цена и съдържащата се в динамиката на техните котировки информация, позволяваща предвиждане на бъдещите състояния на съответните икономики.

Дисертационният труд е подчинен на реализирането на следните задачи:

Първо, изясняване теоретичната същност на понятието риск и разкриване механизма на неговото управление чрез CDS спредове като основен инструмент;

Второ, реализиране на преглед на литературата относно същността на кредитния и суверенния риск;

Трето, представяне на литературен обзор относно теоретичната същност на CDS като основен кредитен финансов дериват;

Четвърто, разкриване на основните детерминанти на суверенните CDS;

Пето, установяване степента на влияние на изследваните променливи върху динамиката на CDS спредовете;

Шесто, изясняване на методологията на провеждане на емпиричния анализ и начина на прилагане на Кубична Сплайн Интерполация (Cubic Spline Interpolation), Метода на анализ на основните компоненти (Principal Component Analysis), Метод на най-малките квадрати (Ordinary Least Squared), Векторно Авторегресионен Модел (Vector Autoregressive Model) и Бинарна логистична регресия (Logit model).

В частност, в глава първа е представен прегледа на основните научни изследвания, свързани с изясняване значението на суверенните суапи за дългово неизпълнение при управление на финансов риск. Главната цел на изложението в първата част на дисертационния труд е изясняването на същността на системите за ранно предупреждение, като инструменти за управление на риска и справяне с уязвимостта на конкретната държава.

Във втора глава са представени финансовите данни за панелното проучване. Извършено е обособяване на изследваните държави в три панела. Основният извод на авторката е, че динамиката на суверенните спредове може да се обясни чрез общ компонент, който детерминира над 50% от колебанията на изследвания параметър.

В трета глава е реализиран емпиричен анализ на влиянието динамиката на изследваните променл, отчитайки фактора- глобалната финансова криза. Основните изводи са пет:

Първо, за държавите членки на еврозоната степента на задлъжнялост се оказва ключов фактор за нарастваща вероятност от изпадане в неплатежоспособност на суверена;

Второ, за държавите членки на еврозоната инфлацията оказва индиректно въздействие върху суверенните суапи за дългово изпълнение като чрез връзката с държавния дълг;

Трето, и при трите изследвани групи държави е налично обратно взаимодействие между CDS и дълговите нива като трансмисията на шокове и кризисни влияния, което може да се разглежда като довод срещу надеждността на механизма на управление на кредитен и суверенен риск чрез суверенни суапи за дългово изпълнение;

Четвърто, при България и Румъния и държавите от PIIGS блок се констатира двустранна пряка взаимовръзка между банковата система и суапите за дългово изпълнение, като се реализира възможност за „кризи близнаци” и прехвърляне на кризите от фискалния към банковия сектор и обратно.

Пето, политическият риск оказва устойчиво въздействие върху суверенния риск при България и Румъния.

В четвърта глава са анализирани проблемите, свързани с разкриване значимостта на котировките за дългово изпълнение за прогнозиране състоянието на капиталовите пазари и предвиждане на финансови кризи, както и обратното- въздействието на капиталовите пазари върху котировките за дългово изпълнение. Този тип анализ е силно затруднен, тъй като става въпрос за въздействие за очаквания за бъдещо развитие при възможност за използване на политики за избягване на бъдещи кризи. Направените изводи имат важно практическо значение.

3. Приносни моменти

В дисертационния труд и справката за приносите са изведи следните приноси моменти:

Първо, установено е, че въпреки сходството на динамиката на суверенните CDS спредове на държавите-членки на Европейски съюз, съществува разграничение между изследваните дериватни пазари по линията на принадлежност към еврозоната-провеждане на автономна монетарна политика.

Второ, демонстрирана е връзка между нарастващата значимост на макропруденциалния подход за поддържане устойчивостта на финансовата система и динамиката на CDS, за разлика от предходни теоретични и емпирични изследвания е отчетена отчитаме засилена взаимовръзка между динамиката на капиталовите пазари, стабилността на политическа система и балансираността на банковия сектор, от една страна и вероятността от дългова криза, от друга; разкрит е общ за всички изследвани страни фактор, който минимизира вероятността от изпадане в неплатежеспособност на държавата и настъпване на финансова криза, а именно-наличието на стабилни капиталови пазари; представени са доказателства за наличие феномена „CDS парадокс”, а именно CDS представляват кредитен дериват, който допълнително създава, акумулира и внася риск във финансовата система.

Трето, демонстрирано е, че разработването на система за ранно предупреждение, базирана основно върху котировките CDS, притежава следните предимства: надеждност на предвижданията; избягване предстоящи неравновесия на капиталовите пазари с цел подобряване устойчивостта на финансовите системи;

Четвърто, котировките CDS отразяват наличието на взаимодействие по линията-стабилност на банковата система, икономически растеж, вероятност от фалит на държавата. Тази взаимовръзка се оказва устойчива в дългосрочен аспект и създава предпоставки за възникване на “кризи близнаци” (twin crisis) чрез пренасянето на информационни потоци и шокове от банковата система към суверенните CDS и обратно; може да се приеме, че този тип преки и обратни връзки са в основата на забавянето на икономическия растеж при държавите извън еврозоната, и в частност в България и Румъния.

Така формулираните приноси имат оригинален характер в контекста на наличните емпирични и теоретични изследвания.

4. Критични бележки

Оценяваната разработка се базира на осмисляне на огромен обем теоретична и емпирична информация.

Основните слабости са свързани с необходимостта от допълнително осмисляне на изключително сложните взаимозависимости, анализирани в дисертационния труд. Главната трудност е свързана с това, че се анализира въздействието на променливи, които потенциално оказват въздействие върху бъдещия ход на събитията, при това, в условия, когато икономическата политика може да отчете определени тенденции и да се опита да предотврати определени негативни събития.

Това затруднява разграничаването на причини и следствия и създава затруднения при интерпретацията на взаимодействията между изследваните променливи. Следователно, основната препоръка е разширяване на теоретичния анализ с оглед отчитане на по-сложен тип причинно-следствени взаимодействия, отчитащи очакванията за бъдещето като фактор за текущото състояние на икономиката и финансово-кредитната система.

5. Заключение

В последна сметка ще отбележим, че, в своята цялост, представеният от докторантката Мария Георгиева Паскалева дисертационен труд отговаря на всички критерии и изискванията на Закона за развитието на академичния състав в Република България, поради което убедително препоръчваме на уважаемото научно жури да присъди на кандидатката образователната и научна степен „доктор” в професионално направление 3.8 Икономика.

София, март 2018 г.

Проф. Г. Т. Ганчев