

СТАНОВИЩЕ

към 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, при ЮЗУ “Неофит Рилски”

за придобиване на **образователна и научна степен „Доктор”** по научна специалност 05.02.05 „Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка”

Автор на становището - **доц. д-р Стефан Симеонов**,
катедра „Финанси и кредит”, при Стопанска Академия „Д. А. Ценов”
Свищов

1. Актуалност на темата

Темата, както и самото дисертационно изследване се характеризират с изразена актуалност, обособена от една страна от сериозните въпроси за размерите и обслужването на държавните дългове в еврозоната, и същевременно от дискуссионните приложения на кредитните деривати в периода около 2008 г. Единици са задълбочените в такава степен научни изследвания от български автори, както не изобилстват и такива, от чуждестранни автори, по темата за оценяването на риска чрез спреда по CDS (суап за кредитно неизпълнение). Още по-малко са амбициозните изследвания по въпросите за значимостта на финансовите и по-специално кредитните деривати. Всичко това подчертава категоричната оригиналност и значимост на настоящата дисертация.

2. Количествени характеристики

Дисертационният труд е в общ обем от 248 страници и включва всички необходими компоненти: увод, основно изложение, заключение, списък на използвана литература и приложения. Обособени са обобщения, изводи и заключение. Основните изчисления и резултати от иконометричното моделиране са представени в 15 приложения на 38

страници. Числови данни са систематизирани в 22 таблици и за онагледяване на анализите са приложени 9 фигури и 12 графики.

3. Концептуални детерминанти на дисертационното изследване

Обектът на дисертационното изследване е фокусиран върху суверенните суапи за дългово неизпълнение на единадесет държави-членки на Европейски съюз: Германия, Франция, Великобритания, Ирландия, Белгия, Испания, Португалия, Италия, Гърция, България и Румъния. В процеса на аналитичната трактовка са поставени като обективни критерии членството в ЕС и в еврозоната, в резултат на което изследваните държави са обособени в три групи. За **предмет на изследването** са определени значимостта на суапите за кредитно неизпълнение и тяхната предиктивна способност, при което логично е поставен акцент върху „... *разкриването на различия между вариациите на спредовете по суверенните CDS на държави-членки в еврозоната и такива, които не са.*”

Дефинираната **изследователска теза** представлява логично продължение на обекта и предмета, като съдържа необходимия проблемен характер и отразява сериозната методология и емпирика за нейното аргументирано потвърждаване.

Поставените **цели и задачи** съответстват на обекта и предмета, и способстват реализирането на изследователската теза.

4. Структура

Основното изложение е *структурирано* в четири глави, с което логично и балансирано се развива изпълнението на поставените задачи и научно аргументирано се потвърждава изследователската теза.

5. Методология

За реализирането на поставените теоретични и сериозните емпирични задачи са приложени различни аналитични подходи и методи, както следва: сравнителен; системно-функционален и иконометрично моделиране. За целите на иконометричното моделиране като най-подходящи са подбрани следните основни модели: Анализ на главните компоненти (PCA); МНМК с фиктивна променлива и Векторно Авторегресионен Модел (Vector Autoregressive Model).

6. Емпирика

Дисертационното изследване е основано на адекватна на целите сериозна емпирика. Събраните и ползвани статистически данни за динамиката на CDS спредовете на единадесетте изследвани държави са разделени в три панела, съобразно посоченото по-горе групиране на държавите. От друга страна в рамките на цялостния изследван период (03.03.2003 - 30.06.2016 г.) са обособени три подпериода, съответно: 1) Предкризисния ръст на световните икономики и борси; 2) Развитието на финансовата криза и 3) Последвалите икономически спад и дългова криза.

7. Ползвани литературни източници

Използваните литературни източници са 255 на брой, от които 43 на български автори и 212 на английски език. Използваните интернет източници са 19 и отразяват основно източниците на статистически данни, ползвани за емпиричното изследване. Литературните източници са ползвани коректно. Отличават се много доброто познаване на научните публикации свързани с темата, както основната част от източниците са съвсем съвременни, предвид актуалността на изследваните явления - в периода на глобалната криза от 2008 г. и последвалата я криза на суверенния дълг в еврозоната.

8. Оценка на изследователските резултати

В процеса на дисертационното си изследване докторант Мария Паскалева достига до редица значими констатации, сред които се отличават:

- Разбирането за значението на банковия сектор върху кредитния риск на България и Румъния *“... 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 ... кореспондира с редуцирана икономическа активност, увеличен държавен дълг”* (стр.144).
- Установената връзка между капиталовите пазари, стабилността на политическата система и балансираността на банковия сектор, което индикира както вероятността от дългова криза, така и възможността за нейното ограничаване.

- Статистически значимо е установено двупосочно взаимодействие между суверенната финансова стабилност и динамиката на CDS спредовете.
- Емпирично е установен механизма на внасяне на нестабилност и прехвърляне на шокове между банкова система и CDS спредовете, т.н. „кризи близнаци“, което е особено важно за българската финансова система, за която банковият сектор се явява основна детерминанта за суверенната финансова стабилност.
- Потвърдени са предиктивните възможности на CDS, при което:
 - 1) Установена е силна надеждност на предлаганата система за ранно предупреждение при държавите членки на Еврозоната с развити капиталови пазари, като последните могат да въздействат за ограничаване на суверенния риск.
 - 2) Изтъкната е възможността чрез приложението на системата за ранно предупреждение да се намали влиянието от т.нар. самосбъдващи се прогнози, т.е. да се намали вероятността предкризисните състояния да се развият в реални кризи.

9. Научни и практико-приложни приноси

Задълбочеността и научната издържаност и аргументираност на анализите в дисертационния труд позволяват открояването на следните категорично изразени приноси с практико-приложен характер:

- 1) Установено е, че въпреки сходството на динамиката на суверенните CDS спредове на държавите-членки в ЕС, съществува разграничение между изследваните дериватни пазари относно принадлежност към еврозоната и провеждането на автономна монетарна политика. Това разделение се потвърждава както по отношение влиянието на финансовата криза и връзката с макроикономическите параметри, така и по отношение разкритата прогнозтична роля на CDS като основен индикатор при изграждане на система за ранно предупреждение.
- 2) Потвърдена е връзката между нарастващата значимост на макропруденциалния подход за поддържане устойчивостта на финансовата система и динамиката на CDS, като е конкретизирана засилената взаимовръзка между динамиката на капиталовите пазари,

политическата стабилност и балансираността на банковия сектор и вероятността от дългова криза.

- 3) Котировките на CDS отразяват наличието на взаимодействие между стабилността на банковата система, икономическия растеж и вероятност от дългова криза. Тази взаимовръзка има дългосрочна устойчивост 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.
- 4) Представени са доказателства за наличие феномена „CDS парадокс”, при който кредитни деривати могат да внесат допълнителен риск във финансовата система.
- 5) Демонстрирано е, че разработването на система за ранно предупреждение, базирана основно върху котировките CDS, се характеризира с предимствата – за надеждност и намаляване на вероятността от самосбъдващи се прогнози.

10. Оценка на публикациите, свързани с дисертационния труд

Основните изследвания и резултати, свързани с дисертацията са публикувани в 2 статии в международни списания и 2 доклада от участия в международни конференции. Високата оценка за сериозните научни достижения на публикациите се потвърждава и от статута на съответните издания - реферирани списания и международни научни форуми.

11. Оценка на автореферата към дисертацията

Авторефератът отговаря на изискванията в структурно и съдържателно отношение за синтезирано представяне на дисертационния труд и коректно и точно отразява достигнатите резултати и приноси.

12. Препоръки и бележки

Съществени бележки с критичен характер не се констатират.

С характер на препоръка можем да отбележим, че за сериозността на проведеното комплексно изследване би допринесло анализирането на значимостта на отделните фактори за формирането на спреда по CDS, както и включването на факторите в изчислителните модели с различни тегла. В значимостта на отделните фактори може да се търси и различна значимост в зависимост от обособените три групи държави.

13. Заключение

На основата на посочените положителни констатации по всички критерии за дисертационния труд на тема „Управление на риска чрез суапи за дългово неизпълнение (CDS) в европейски контекст“, оценката ми за цялостното дисертационно изследване е **категорично утвърдителна и изключително висока**. Убедено препоръчвам на почитаемото Научно жури да гласува „ЗА“ присъждането на образователната и научна степен **Доктор** на **Мария Георгиева Паскалева**.

30 март 2018 г.

Свищов

.....
Доц. д-р Стефан Симеонов