

# СТАНОВИЩЕ

**От:** доц. д-р Григор Сарийски, Институт за икономически изследвания на БАН, секция „Макроикономика“

**Относно:** Дисертационен труд за присъждане на образователна и научна степен „доктор“ по професионално направление 3.8 Икономика (Политическа икономия)

**Автор на дисертационния труд:** Мартина Иванова Макариева, задочен докторант, катедра „Икономика“, Стопански факултет, СУ „Св. Климент Охридски“

**Тема на дисертационния труд:** *„Оценка за въздействието на макроикономическите и фискални шокове върху устойчивостта и цената на публичния дълг“*

**Научен ръководител:** доц. д-р Мариела Андонова Ненова-Амар, катедра „Икономика“, Стопански факултет, СУ „Св. Климент Охридски“

**Основание за представяне на становището:** участие в състава на научно жури по публична защита на дисертационния труд съгласно Заповед РД 38-133/04.03.2021 г. на Ректора на СУ „Св. Климент Охридски“.

## I. Информация за докторанта

Мартина Макариева е завършила магистърска степен в Софийски университет “Св. Климент Охридски” със специалност „Финанси и Банково Дело“ през 2013 г. От 2011 до 2019 г. заема различни позиции в Българската народна банка, а след това продължава професионалното си развитие в консултантския сектор. Характерът на работата и естеството на изпълняваните функции позволяват натрупването на богат опит в емпиричния икономически анализ и дава добра основа за задълбочаване на теоретичните познания в областта на икономическия растеж, паричната и фискалната политика.

## II. Обща характеристика на представения дисертационен труд

Дисертационният труд е с общ обем от 190 стандартни страници, включващи увод, пет глави, заключение, списък на съкращенията, цитирана литература и пет приложения. Части от текста са нагледно илюстрирани с помощта на 22 таблици и 23 графики. Библиографията включва 110 източници.

Изследването е насочено към тема, която едва ли може да изгуби своята актуалност, на фона на постоянното нарастване на публичния дълг в световен мащаб и ограничения потенциал за генериране на устойчив икономически

растеж. Засилването на изследователския интерес към въпросите, свързани с въздействието на макроикономическите и фискалните шокове върху устойчивостта на нивата и формирането на цената на дълга през последните години е напълно закономерно и наред с другите фактори произтича от тежките щети, които нанесоха глобалните кризи от все още неприключилата първа четвърт на века върху стабилността на дълговите пазари. Трудното възстановяване на доверието на инвеститорите и възникналите пазарни деформации постоянно извеждат на преден план необходимостта от преразглеждане на моделите, използвани при управлението на публичните финанси, с цел да се получи по-адекватно обяснение на протичащите процеси, както и с цел предотвратяване на подобни сътресения в бъдеще. От съществено значение за постигането на тази цел е да се обособят детерминантите, определящи поведението на основните характеристики на публичния дълг (а именно неговото равнище, изразено чрез съотношението дълг на сектор „Държавно управление“ към БВП, неговата цена, чиито измерител е изчисления лихвен процент по ДЦК с нулев купон, както и наклона на кривата на доходност, възприет в качеството на базова характеристика за структурата на цените) но също така и да се формализират функционалните взаимовръзки между тези детерминанти и споменатите дългови характеристики.

Подобна е и поставената от дисертанта цел в началото на представеното изследване, а именно да обособи и да формализира взаимовръзките между промяната в макроикономическите и фискалните условия (като например икономически растеж, първичен дефицит, лихви по финансиране на дълга и инфлация) и устойчивостта на публичните финанси, определена най-общо като способността на една държава да обслужва задълженията си във всеки един момент във времето.

Авторските тези са ясно формулирани и постулират възможността за провеждане на изследването изобщо, доколкото от една страна те допускат наличието на взаимовръзка между макроикономическите индикатори и характеристиките на еталонната крива на доходност на ДЦК, а от друга страна – наличието на възможност за моделиране на устойчивостта на публичния дълг като зависеща от параметрите на средата.

Дисертантът е подходил сериозно и отговорно към разработването на темата. Използван е богат набор от литературни източници, сред които изпъкват научни публикации от утвърдени изследователи в избраната област, но също така присъстват и заглавия на доклади от авторитетни институции, като например Европейската централна банка, Световната банка и Международния валутен фонд. Добро впечатление прави обстоятелството, че в библиографията присъстват както нови публикации, така и на по-ранни изследвания по темата, които спомагат за по-добрата обосновка на изложените тези.

Представената справка по чл. 26 от ЗРАСРБ удостоверява, че Марина Макариева изпълнява минималните държавни изисквания за присъждане на образователната и научна степен „доктор“ в ПН 3.8 Икономика.

### **III. Оценка на получените научни и научно-приложни резултати**

Оценявам като важни следните научни и научно-приложни резултати от дисертационния труд:

- На база на променливите, изграждащи т. нар. счетоводно уравнение на дълга е направена симулация, която позволява да се проследят ефектите от различни макроикономически и фискални шокове върху нивото на дълга във всеки един период. На база на анализа на полученото разминаване между действителната и симулираната стойност на дълга са формулирани полезни изводи относно избора на променлива;

- Изведени са латентните фактори на кривата на доходност за България (ниво, наклон, кривина) което от своя страна позволява изграждането на ясна картина по отношение на формата и динамиката на кривата на доходност при наличие на различни макроикономически шокове;

- Анализирани са ефектите на макроикономическите шокове върху динамиката на латентните фактори, определящи формата и позицията на кривата на доходност, посредством Nelson-Siegel-Svensson VAR модел;

- На база на наличните данни за котировките на седем избрани емисии еврооблигации (емитирани през 2014-2016 г.) на международните капиталови пазари е изградена еталонна крива на доходността на българските ДЦК;

- Направена е количествена оценка на влиянието на шокове в промишленото производство, инфлацията и първичното салдо върху формата и позицията на кривата на доходност;

- Посредством функция на реакция на съотношението дълг към БВП при въздействието на шокове (изразяващи се в рязко изменение на темпа на растеж, инфлацията и първичното салдо) е направена оценка на въздействието върху динамиката и устойчивостта на публичния дълг. На база на получените резултати са формулирани интересни изводи относно въздействието на времевия лаг между обявяване и въвеждане на бюджетните мерки, влиянието на доверието на потребителите и на частния сектор върху механизма на трансфер на фискалните шокове върху реалната икономика и др.

### **IV. Оценка на научните и научно-приложни приноси**

Приносите на дисертационния труд са формулирани надлежно и коректно в увода на дисертационния труд и в автореферата, както следва:

- Направен е критичен преглед на литературата, в която се дефинира устойчивостта на публичния дълг, както и на подходите за оценка на устойчивостта. Разгледани са както практиките на международни институции, изготвящи периодична оценка на устойчивостта на дълга, така и изводите в

теоретичните разработки в тази област, в резултат на което са открити спорните моменти при дефиниране и оценка на устойчивостта (като например необходимостта от включване на хипотезата за вероятни бъдещи събития, влияещи върху размера на паричните потоци, наличието на субективно влияние върху поведението на правителството, особено в случай че ползите от неизпълнението на задълженията надвишат разходите по редовното им обслужване и пр.);

- Систематизирани са теориите, обясняващи срочната структура на лихвите, като на тази база са изведени основните принципи, определящи поведението на емитентите и инвеститорите;

- Моделите за изчисляване на еталонната крива на доходността са категоризирани и подложени на задълбочен анализ, в резултат от който са очертани основните предимства и недостатъци при използване на всяка от обособените категории. Направена е оценка на съпоставимостта на методологиите за изчисляване на кривата на доходност, използвани от централни банки на Япония, Канада, САЩ, Швейцария и част от страните членки на Евронзоната;

- Направена е оценка на устойчивостта на дълга на сектор „Държавно управление“ за периода 2000 – 2019 г. при наличие на различни макроикономически и фискални условия, в резултат на което са формулирани интересни изводи (като например за ефекта от изолираните стимули, насочени към повишение на краткосрочната икономическа активност, без да оказват влияние върху „потенциалния“ растеж), както и адекватни препоръки за водене на фискална политики, насочени към постигане и запазване на устойчивостта на публичния дълг;

- Изследвано е влиянието на макроикономическите и фискалните шокове (изразяващи се в резки промени на темпа на икономически растеж, инфлацията и излишъка по бюджетното салдо) върху нивото и устойчивостта на публичния дълг, както и върху функциите на реакция на латентните фактори на кривата на доходност. Получените резултати са изведени и систематизирани в обособени части от текста ;

Накратко може да се обобщи, че така очертаните научни приноси позволяват окачествяването на представения дисертационен труд като един добър и стойностен принос в изследването на проблемите на фискалната устойчивост.

## **V. Оценка на публикациите по дисертацията**

В автореферата (на с. 40), са посочени три публикации, свързани с темата на дисертацията труд, от които две са под печат и за които са представени съответните служебни бележки. В публикациите са представени основните научни и приложни резултати от дисертационния труд – развива се концепцията за устойчивост на дълга, представя се опита за моделиране на кривата на доходност в неразвит и неликвиден финансов пазар с помощта на параметричния модел Nelson-Siegel-Svensson, илюстрира се използването на този модел за изграждане на консистентна рамка за прогнозиране на кривата на доходност при различни макроикономически сценарии, които могат да бъдат използвани за симулации за провеждане на различни политики. Съдържанието на посочените публикации позволява да се обобщи, че резултатите от изследването са добре популяризирани.

## **VI. Оценка на автореферата**

Авторефератът отразява логиката на научното изследване. В него са добре представени най-важните резултати от проведеното изследване. Приносите са формулирани коректно и точно.

## **VII. Критични бележки, препоръки и въпроси**

Препоръчвам на Мартина Макариева да бъде по-прецизна при оформяне на своите публикации. В представеното изследване прави впечатление например, че форматът на цитиранията не е унифициран, че един и същ източник се изписва по няколко различни начина, в това число и с грешки (като например „Сmmission, E.“, „Commisson, E.“, „European Commission“) което от своя страна води до разместването им при сортиране по азбучен ред. Източниците на български език следва да бъдат обособени, а изписването им – във вида на оригиналната публикация. Неясно защо в представения текст заглавието на публикацията *„Брейди одисеята на България“* от 2005 г. е коректно изписано на български, а името на автора и издателя са изписани на латиница. Пропуск в надписването на фигура б (на с. 81) е довел до изместване и неправилно номериране на всички останали фигури. Така номерацията на фигури 7-23 от списъка след съдържанието не кореспондира с номерацията в изложението. В текста се срещат правописни грешки, като например „инфлациата“ (на с. 8 и с. 9), „фисклана“ (на с. 55), „фисклани“ (на с. 140), „преподлага“ (на с. 156) и др., но също и непознати думи (като например „изместеност“).

Бих помолил Мартина Макариева да очертае ефекта от по-значимите фискални стимули, приложени през 2020 г. и да разграничи онези от тях, които водят само до повишение на краткосрочната икономическа активност и останалите (ако има такива) водещи до увеличение на „потенциалния“ БВП.

#### **IV. Заключение**

Считам, че представеният дисертационен труд е самостоятелно, задълбочено и комплексно научно изследване по избраната проблематика, базирано на прилагането на съвременни методологични подходи и техники за количествен анализ, в което има ясно изразени авторски приноси и напълно и отговаря на разпоредбите на чл. 6 от Закона за развитие на академичния състав, както и на изискванията, регламентирани в чл. 27 от правилника за прилагане на закона за развитие на академичния състав. Качествата на представеното изследване демонстрират наличието на задълбочени знания за естеството на икономическите процеси и тяхното моделиране, като в същото време са показателни за уменията на докторанта да разбира и адаптира общи модели за анализ към специфичните условия на българската икономика. В тази връзка давам положителна оценка на постигнатите резултати и предлагам на членовете на Научното жури да вземат решение за присвояването на образователната и научна степен „доктор“ по професионално направление 3.8 Икономика, научна специалност „Политическа икономия“ на Мартина Иванова Макариева.

15 март 2021 г.

Подпис

(доц. д-р Григор Сарийски)