

РЕЦЕНЗИЯ

От: **проф. д-р Стефан Христов Петранов**, заемащ длъжността “професор” в Стопанския факултет на СУ “Св. Климент Охридски”

Относно: дисертационен труд за присъждане на научната и образователна степен **„доктор“** по професионално направление 3.8 Икономика (Политическа икономия) в СУ „Св. Климент Охридски“.

Автор на дисертационния труд: **Таня Цветанова Карамишева**

Тема на дисертационния труд: **КРЕДИТНИЯТ И ФИНАНСОВ ЦИКЪЛ В БЪЛГАРИЯ, ВРЪЗКАТА МУ С БИЗНЕС ЦИКЪЛА И МАКРОПРУДЕНЦИАЛНАТА ПОЛИТИКА**

Основание за представяне на рецензията: участие в състава на научното жури по защита на дисертационния труд съгласно Заповед РД 38-211/28.04.2021 г. на Ректора на СУ Св. Климент Охридски.

1. Информация за дисертанта

Таня Карамишева понастоящем е главен експерт в Дирекция „Икономически изследвания и прогнози“, отдел „Монетарни и финансови изследвания“ на Българската Народна Банка. Преките и отговорности включват анализи и прогнози за паричните и кредитните агрегати, лихвените проценти, развитието на банковия сектор, както и участия в периодичните публикации на Банката. Преди да постъпи на работа в БНБ, тя има стаж и в търговска банка „Алианц България“.

В качеството си на служител в БНБ, Таня Карамишева е преминала редица специализации и квалификационни курсове в реномирани институции като Международния валутен фонд, централните банки на Италия, Украйна, Франция и Великобритания и др. През периода 2015 - 2019г. е участвала в десет международни конференции, организиран от Европейската централна банка и от централните банки на Швейцария, Франция, Турция, Белгия и др.

Таня Карамишева има бакалавърска степен по специалност Икономика на индустрията от УНСС. Тя има също бакалавърска и магистърска степен със специалност Стопанско управление от Юлиус-Максимилиан Университет във Вюрцбург, Германия.

2. Преценка за структурата и съдържанието на проекта за дисертация

Като цяло разглежданият проект има необходимите характеристики на дисертация по отношение на обем и структура на изложението. Същевременно актуалността на избраната тема на дисертационния труд също е налице, защото въпросите за оценка на параметрите на финансовия цикъл и бизнес цикъла са винаги в дневния ред на макроикономическите анализи. Освен това, в разглеждания труд се прави връзка на тези цикли с макропруденциалната политика, което е особено актуално след финансовата и икономическа криза от 2008-2009г., както и в условията на сегашната COVID19-криза.

Предложеният проект за дисертация представлява завършено и задълбочено научно изследване. Изложението е последователно и логически свързано между отделните части, резултатите са открити ясно и прецизно. Всяка глава завършва с отделен раздел резюмиращ основните резултати и изводи, което улеснява възприемането им и е добра практика за такива трудове. Представена е декларация за оригиналност и протоколи от проведени тестове за евентуално плагиатство с отрицателен резултат. Представена е и справка за изпълнение на минималните национални изисквания по чл. 26 от ЗРАСРБ.

Обект на изследването в представеният проект са цикличните колебания във финансовата система на България за периода 1999-2019г., измерени чрез отклонението на набор от финансови и макроикономически показатели от дългосрочния им тренд, както и взаимовръзката между тях и цикличните колебанията на реалния Брутен вътрешен продукт. А предмет на изследването са възможностите за използване на оценката на финансовия цикъл при вземането на решенията относно макропруденциалната политика.

Основната теза на дисертацията е, че „...агрегирането на информацията от различни макроикономически и финансови променливи и извеждането на съвкупен измерител на финансовия цикъл превъзхожда използването на отклонението на съотношението на кредит към БВП от дългосрочния му тренд и може да даде навременни и надеждни сигнали за натрупването на циклични

рискове във финансовата система. Акумулирането на тези рискове и наличието на неразривна връзка между финансовия цикъл и бизнес цикъла изисква предприемането на навременни мерки от страна на централната банка с цел натрупването на буфери по време на възходящата фаза на цикъла, които да гарантират по-голяма стабилност и устойчивост на финансовата система при преход от възходяща към низходяща фаза на цикъла“.

Следвайки обичайната структура на дисертационните трудове, глави Първа и Втора са въвеждащи. В Първа глава се прави подробен преглед на научната литература, описваща зависимостите между кредитиране и икономическа активност, както и на литературата засягаща оценяването на кредитния, финансовия и бизнес циклите. Тук авторката демонстрира задълбочени познания за теоретичните постановки, върху които се основават изследваните зависимости. Използвани са и са цитирани многобройни източници от специализирана литература, което показва висока ерудиция по темата на дисертацията.

Във Втора глава се анализира динамиката на размера на кредита за частния сектор, както и политиката на БНБ през разглеждания период. Текстът е информативен и полезен в исторически план за поставяне на разглежданите въпроси в контекста на българската икономическа реалност.

Главите от Трета до Пета са сърцевината на дисертационния труд, като те представят по същество извършеното от авторката изследване. В Глава Трета се идентифицират факторите за динамиката на кредита в България, както на макро, така и на микро ниво. За факторите на микро ниво са използвани индивидуални данни от Анкетата за кредитната активност на банките, което доколкото ми е известно, се прави за първи път в България.

Глава Четвърта е посветена на оценката на характеристиките на кредитния цикъл и на бизнес цикъла в България. Финансовият цикъл се оценява на базата на два различни подхода - чрез измерване на отклонението на съотношението на кредит към БВП от дългосрочния му тренд и чрез агрегиране на информацията от широк набор от макроикономически и финансови показатели. За оценка на бизнес цикъла в България е използван структурен модел с ненаблюдаеми компоненти, базиращ се на използването на метода на максималното правдоподобие и на Калман филтър за декомпозиране на набор от наблюдаеми променливи на тренд и цикличен компонент. Впоследствие е изследвана, също така и връзката и степента на синхронизация между финансовия цикъл и бизнес цикъла.

Глава Пета синтезира резултатите от предходните две глави. В нея, въз основа на резултатите и изводите от глави Трета и Четвърта, се дават препоръки за макропруденциалната политика на БНБ. Предлага се подход, при

който решенията за размера на антицикличния капиталов буфер на банките да се взимат въз основа на резултатите от оценяването на интегрален показател за фазите на финансовия цикъл, а не на базата на отклоненията на съотношението Кредит/БВП от дългосрочния му тренд.

Като цяло, може да се заключи, че дисертационният труд предлага научно-приложно решение, насочено към механизма на макропруденциалната политика. В предложения труд са демонстрирани възможностите на докторантката за систематизиране, за осмисляне и познаване на съществуващите теории и модели в областта на дисертационния труд. Конструираният апарат за изследване на финансовия цикъл и извършените анализи показват способностите на докторантката да провежда самостоятелни изследвания и да интерпретира резултатите от тях.

Получените резултати са полезни за макропруденциалната политика и могат да имат конкретно практическо приложение. Много добро впечатление оставя демонстрираното владение на нелек иконометричен аналитичен апарат. Авторката борави задълбочено с него, което показва, че притежава сериозна фундаментална иконометрична подготовка.

Добро впечатление прави и начинът на представяне на данните и резултатите. Резултатите са повтаряеми, авторефератът коректно представя съдържанието на проекто-дисертацията.

3. Идентифициране и преценяване на научните и приложните приноси

Предложеният труд има преди всичко научно-приложни приноси. Според мен, по-важните от тях са следните:

- Разработена е и е реализирана методика за извеждането на съвкупен измерител на финансовия цикъл. Резултатът е един от първите опити за оценка на финансовия цикъл в България, стремящ се да преодолее ограниченията на използването на отклонението на съотношението на Кредит/БВП от дългосрочния му тренд.
- Въз основа на разработената методика са оценени фазите на финансовия цикъл в България. Динамиката на този цикъл е съпоставена с динамиката на бизнес цикъла, получен с помощта на модел с ненаблюдаеми компоненти.
- Предложени са анализи и препоръки за водене на макропруденциална политика, свързана с решенията относно нивата на антицикличния капиталов буфер. Това става възможно, защото познаването на фазата на финансовия цикъл, в която се намира икономиката, дава

възможност за идентифицирането на най-подходящите моменти за натрупването или освобождаването на капиталови буфери с цел стабилизиране на финансовата система.

- Конструиран е иконометричен модел и на негова база са изследвани факторите за динамиката на кредита в България, както на макро ниво чрез използване на агрегатни макроикономически показатели, така и на микро ниво чрез използване на индивидуални данни по банки.

При преценката за приносите на дисертационния труд следва да се отчетат и публикациите на авторката, които са свързани с отделни части на дисертацията. Представеният списък включва пет публикации, от които една в съавторство. Всичките са в авторитетни специализирани издания.

4. Критични бележки и препоръки

Единствената ми принципна бележка към представения изследователски труд е свързана с хетерогенния характер на данните от динамичните редове, които се анализират. Разглежданият период е сравнително къс, но по-важното е, че в него настъпват съществени структурни изменения.

Авторката си дава сметка за този проблем и го коментира във Въведението като едно от ограниченията на получените конкретни резултати по отношение на оценките за дължина и амплитуда на финансовия цикъл. Но този проблем се проявява и при изчисляването и интерпретирането на дългосрочния тренд на съотношението Кредит/БВП. В този случай имплицитно е прието, че дългосрочният тренд е този, който се получава на базата на данните за съотношението за целия разглеждан период. Според мен, това не е удачно, защото периодът е много нехомогенен. В началото на периода, през 1999г. финансовата система все още изпитва инерцията на най-голямата криза в историята на българската икономика (1997г.), свързана с хиперинфлация, затворени банки и загубени депозити. Предстои приватизация на държавните банки и на практически целия реален сектор, няма външно кредитиране, а инвестиционната активност е на много ниско ниво. Всичко това рефлектира в много ниско търсене на кредити, т.е. съотношението Кредит/БВП тръгва от много ниска база, която е нетипична и не характеризира дългосрочната траектория на икономиката. Включването на данните от този начален период в изчисленията за дългосрочния тренд на показателя Кредит/БВП изкривява неговата теоретична динамика и може да

компрометираща ползността на този индикатор за взимането на информирани решения.

Тази бележка не омаловажава постигнатото от докторантката по отношение на разработената методика за оценяване на фазите на финансовия цикъл. Бележката трябва да се схваща по-скоро като препоръка за бъдеща работа. Ако докторантката продължи изследванията си в тази област, считам че ще бъде полезно при анализа и интерпретацията на съотношението Кредит/БВП да се отчита тази особеност.

5. Въпроси към докторанта

За по-доброто изясняване на получените резултати, ще предложа докторантката да коментира Таблица 3.2. На нея е показано, че всички променливи, участващи в регресионното уравнение, са от първи ред на интегриране. Макар този извод да се основава на разширения тест на Dickey-Fuller и на теста на Phillips-Perron, все пак, според мен, техническият извод противоречи на икономическата теория за някои от променливите. Например, за реалния БВП се счита, че в дългосрочен план нараства с постоянен темп. Това означава, че в дългосрочен план първите разлики на тази променлива нарастват, а не са стационарни, както би било, ако променливата е интегрирана от първи ред. На какво може да се дължи това противоречие?

6. Заключение

На базата на изложените по-горе аргументи, считам че предложеният дисертационен труд излага резултатите от завършено научно изследване и отговаря на критериите и изискванията, залегнали в чл. 64 от Правилника за условията и реда за придобиване на научни степени и заемане на академични длъжности в СУ „Св. Климент Охридски“. С настоящата рецензия изразявам моето **положително мнение** за присъждането научната и образователна степен “доктор” на **Таня Цветанова Карамешева**.

28.06.2021

Проф. д-р С. Петранов: