



## **С Т А Н О В И Щ Е**

От: **доц. д-р Стела Стоянова Ралева**  
*Университет за национално и световно стопанство;  
Научна специалност „Политическа икономия (Микроикономика и  
Макроикономика)“*

Относно: дисертационен труд за присъждане на образователна и научна степен  
**„доктор“** по *научна специалност „Политическа икономия  
(Микроикономика и Макроикономика)“* в УНСС.

Автор на дисертационния труд: **Илия Димитров Куцаров**  
Тема на дисертационния труд: **Финансова интеграция и синхронизация на бизнес  
цикъла**

**Основание** за представяне на становището: участие в състава на научното жури по защита на дисертационния труд съгласно Заповед №483/05.03.2021 г. на Заместник-ректора по научноизследователската дейност и международното сътрудничество на УНСС.

### **1. Информация за дисертанта**

Илия Куцаров е завършил Американския колеж в София през 1999 г. От октомври 1999 до април 2001 г. е студент в специалност „Международни икономически отношения“ на УНСС. През 2001 г. постъпва в университета „Йохан Волфганг фон Гьоте“ във Франкфурт на Майн - Германия, където през 2007 г. получава диплома по бизнес администрация. Има едногодишен стаж като счетоводител в търговска фирма. През 2004 г. се присъединява към Дружество за доверително управление на портфейли на институционални, корпоративни и частни инвеститори „FERI AG, Бад Хомбург“ – Германия, където към момента изпълнява длъжността директор хедж фондове. Конкретните му ангажменти са свързани със структуриране, управление и мониторинг на портфейли от хедж фондове, количествен и качествен анализ на хедж фондове, системен надзор и риск мениджмънт. Владее английски, немски, руски и полски езици. Използва статистически софтуер и програмни езици. Притежава сертификат CFA и е член на Българската CFA асоциация. Има 9 научни публикации, като повечето от тях са в престижни международни списания.

Дисертантът се е обучавал по докторска програма към катедра „Икономика“ на Общикономически факултет на УНСС по *научна специалност „Политическа икономия (Микроикономика и Макроикономика)“* съгласно Заповед на Зам.-ректора по НИД на УНСС №499/17.03.2016. Обучението е осъществено в задочна форма през периода март 2016 – март 2021 г.

## 2. Обща характеристика на представения дисертационен труд

Представеният дисертационен труд е в общ обем от 186 стр., като 162 от тях представляват основен текст. Той е структуриран в увод, три глави, заключение, приложение и списък на използваната литература. Посветен е на много актуален проблем за ЕС в контекста на последиците от Голямата рецесия, наблюдаваната след нея дългова криза и текущите предизвикателства пред Съюза, свързани с Brexit и Covid-19. Значимостта на този проблем произтича също от ролята на финансовата интеграция за успешното функциониране на валутния съюз и за ефективността на провежданата парична политика в Еврзоната, както и от наблюдаваното през последните години чувствително усилване на регулациите на финансовите пазари.

Дисертацията се характеризира с прецизно дефинирани *изходни предпоставки*. В *увода* е изяснена детайлно актуалността на изследването и са определени неговия обект и предмет. Формулирана е коректно основната цел на изследването, която е декомпозирана до шест задачи и пет изследователски въпроси. Дефинирана е експлицитно основната авторова теза и са изведени отличителните характеристики на изследването и неговите по-съществени ограничения. Описани са използваните научноизследователски методи и е очертано накратко съдържанието на отделните структурни единици.

*Структурата* на дисертацията е удачна, добре балансирана и следва типичната за съвременните дисертации триада „теория – дескрипция – иконометрия“.

*Първата глава* представя в синтезиран вид теоретико-методологичните основи на анализа. В нея се изследват същността, особеностите и формите на финансова интеграция и се описват каналите и начините на въздействието ѝ върху реалния сектор. Направен е преглед на „де юре“ и „де факто“ методите за измерване на финансовата интеграция и са изяснени предимствата и недостатъците на различните им индикатори. Операционализирани са понятията „бизнес цикъл“ и „синхронизация на бизнес цикъла“, като те са интерпретирани в светлината на различните теории за цикличността. Характеризирани са методите за измерване на синхронизацията по двойки икономики и чрез общия бизнес цикъл. Коментирано е въздействието на финансовата интеграция в посока конвергенция или дивергенция на бизнес цикъла и са осветлени неговите трансмисионни механизми. Систематизирани са методите за проверка на връзката между финансовата интеграция и синхронизацията на бизнес цикъла, открояна е ролята на моментния и панелния регресионен анализ и са представени основни резултати от съществуващи емпирични анализи.

*Втората глава* е посветена на дескриптивния анализ на финансовата интеграция и синхронизацията на икономическата активност в ЕС като цяло, по групи икономики и в България. В нея са конструирани показатели за финансова интеграция, базирани на двустранните портфейлни инвестиции и на възвръщаемостта на държавните облигации и пазарите на акции. Проследено е поведението на тези индикатори във времето и се разкрити техните особености в динамика и за различните групи страни – общо за ЕС, за старите държави-членки, за страните-членки от ЦИЕ, за страните от ядрото и периферията на Еврзоната и за България. Обоснована е собствена авторова методология за съставяне на динамична мярка на синхронизация на бизнес цикъла по двойки икономики, която е приложена към избраните групи страни. Синхронизацията на бизнес цикъла в ЕС е разгледана през призмата на общия

фактор, задвижващ отделните цикли, което е направено чрез анализ на главните компоненти на времевите редове.

В *третата глава* е извършен иконометричен анализ на влиянието на финансовата интеграция върху синхронизацията на бизнес цикъла и са характеризирани видът и силата на това влияние. За целта е мотивирано използването на панелния регресионен анализ с фиксирани индивидуални ефекти и фиксиран ефект на времето и е обосновано използването на контролна група променливи. Оценено е въздействието на капиталовите потоци върху бизнес цикъла по групи страни, във времето и по видове капиталови потоци и е проследена зависимостта между възвръщаемостта на активите на финансовите пазари и синхронизацията на бизнес цикъла. Специално внимание е отделено на влиянието на финансовата интеграция върху синхронизацията на бизнес цикъла в България и са очертани особеностите в динамика и по вид на капиталовите потоци.

В *заключението* са систематизирани основните резултати от емпиричния анализ, формулирани са две препоръки пред икономическата политика на ЕС и са набелязани основни насоки за бъдещи изследвания.

Дисертацията съдържа приложение с 6 таблици, както и списъци на таблиците, фигурите и съкращенията. Използваната литература включва 192 източника, като 17 от тях са на кирилица, а 8 са интернет сайтове с бази данни на официални институции.

Между различните части на дисертацията съществува логическа свързаност, като направените изводи произтичат непосредствено от извършения анализ.

Дисертацията се отличава с много висока информационна осигуреност. Тя показва задълбочената теоретична подготовка на дисертанта, владението на съвременна изследователска методология и възможностите му да прави убедителен и задълбочен емпиричен анализ.

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

В дисертационния труд са постигнати следните по-важни резултати:

- 1) Систематизирани са най-важните теоретични възгледи за финансовата интеграция, синхронизацията на бизнес цикъла и зависимостта между тях и са коментирани техните силни и слаби страни. Емпиричната им валидност в съвременните условия е обвързана с особеностите на съществуващите измерители на финансовата интегрираност и синхронизацията на икономическата активност, с трансмисионните механизми между тях, с особеностите на икономиките и с характеристиките на използвания научноизследователски инструментариум.
- 2) Въведена е система от индикатори за оценяване на финансовата интеграция при различна степен на агрегираност на портфейлните инвестиции, по двойки икономики и по групи страни, както и мерки за оценка на сближаването на бизнес цикъла според взаимосвързаността и интензивността на икономическите шокове и според важността на общия фактор.
- 3) Селектирана е изследователска методика за измерване на влиянието на финансовата интеграция върху синхронизацията на икономическата активност, която позволява анализ в динамика и разкриване на особеностите на това влияние в различните групи страни и при различен набор от показатели.
- 4) Доказва се, че финансовата интеграция в ЕС нараства с намаляващ темп, като разликите за Съюза като цяло намаляват, а при икономиките от ЦИЕ, старите

държави-членки и по двойки икономики в групата „ядро-периферия“ се увеличават. В същото време синхронизацията на бизнес цикъла в ЕС се проявява като нестабилна и циклична, при по-ниски нива за страните от ЦИЕ, дивергенция на Евророната и растящ принос в общата цикличност на страните от периферията.

- 5) Формулира се изводът за значително нарастване, но и за относително ниско ниво на финансовата интеграция на България, както и за високо, но колебливо сближаване на нейния бизнес цикъл, при определящо, но намаляващо във времето влияние на общия европейски фактор.
- 6) Прави се заключението, че финансовата интеграция като цяло има статистически значим отрицателен ефект върху синхронизацията на икономическата активност, което не се отнася за инвестициите в акции. В темпорален план този ефект е най-висок в годините около Голямата рецесия, като е най-силен за страните от Евророната, най-слаб при тези от ЦИЕ и статистически незначим за България.

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

Най-важните приноси на дисертацията може да се систематизират в две групи – методологични и емпирични:

*Методологичните приноси са свързани със:*

- 1) Структуриране на методите за оценяване на финансовата интеграция и синхронизацията на бизнес цикъла и разкриване на техните предимства и недостатъци при използването им за характеризиране на тези процеси в ЕС.
- 2) Обосноваване и прилагане на нов динамичен индикатор за синхронизация на бизнес цикъла по двойки икономики, който отчита степента на влияние на проектиращите се върху тях икономически шокове, посоката на това влияние и съществуващата взаимовръзка между шоковете.
- 3) Измерване на въздействието на финансовата интеграция върху синхронизацията на икономическата активност при отчитане на индивидуалните ефекти и фиксирания ефект на времето и при различния измерения на финансовата интеграция.

*Основните емпирични приноси се изразяват във:*

- 4) Идентифицираните съществени трансформации във финансовата интеграция в ЕС във времето, изразяващи се в нарастваща интегрираност на страните от ЦИЕ и задълбочаване на различията между отделните страни, и тяхното потвърждаване чрез използването на повечето индикатори за финансова интеграция.
- 5) Убедително доказаната научноизследователска теза, че финансовата интеграция в ЕС води до дивергенция на бизнес цикъла и разкриване на спецификите на тази зависимост при различните групи страни от ЕС.
- 6) Оценяването за пръв път в литературата на отражението на финансовата интеграция на България върху синхронизацията на нейния бизнес цикъл и характеризиране на неговите особености в сравнение с ЕС и другите страни от ЦИЕ.

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

Дисертантът е представил три самостоятелни публикации по темата на дисертационния труд – една статия и два доклада от научни конференции. Статията е публикувана в изданието „Научни трудове“ на УНСС, а единият от докладите е публикуван на английски език. От съдържанието на трите публикации става ясно, че те

включват значими резултати от дисертацията и тя може да се определи като достатъчно апробирана сред научната общност.

## **6. Оценка на автореферата**

Представеният автореферат е в обем от 38 страници. Той представя коректно, презизно и в необходимия обхват основните моменти от дисертационния труд. В него е представена справка с 6 претендирани от автора научни приноси, които приемам за доказани.

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

Нямам критични бележки и въпроси към дисертацията. В качеството си на научен ръководител съм отправяла конкретни бележки в хода на нейното изготвяне, като всички те бяха отчетени в крайния вариант. Дисертантът отговаряше своевременно на всички въпроси, изникващи в процеса на работата, като тези отговори са коректно отразени в текста. Всичко това ми даде основания да оценя положително неговата готовност за защита и да насоча дисертацията към процедура за предварително обсъждане в катедрата.

Към автора на дисертационния труд имам две основни *препоръки*. *Първата* от тях е да предложи някои от най-важните си резултати за публикуване в реферирани международни издания. Още повече, че тези резултати са получени в резултат на коректно използване на съвременна методология, която включва и прилагане на оригинален авторов подход за някои видове измервания. Втората ми препоръка е да продължи научните си изследвания в областта на финансовата интеграция и нейната връзка с динамиката на реалния сектор в ЕС, като включи и други измерения на финансовата интеграция, както и като проследи влиянието в посока от реалния към финансовия сектор.

## **8. Заключение**

Представената дисертация представлява мащабно, самостоятелно и задълбочено научно изследване на актуален проблем за икономическата теория и практика. Тя е разработена на професионално равнище, включва използването на модерна методология, има отчетливо изразен аналитичен характер и съдържа безспорни емпирични и методологични приноси. Тя отговаря напълно на изискванията на ЗРАСРБ, Правилника за неговото прилагане и Правилника за организацията и провеждането на конкурси за придобиване на научна степен и за заемане на академични длъжности в УНСС.

**Предвид всичко посочено по-горе давам категорична положителна оценка на рецензирания дисертационен труд на тема „Финансова интеграция и синхронизация на бизнес цикъла” и с пълна убеденост предлагам на членовете на уважаемото научното жури да присъдят на Илия Димитров Куцаров образователната и научна степен „доктор” по професионално направление 3.8. „Икономика”, научна специалност “Политическа икономия (Микроикономика и Макроикономика)”.**

07.05.2021 г.

Подпис: .....