



СТ А Н О В И Щ Е

От: проф. д. ик. н. Николай Ненов Неновски
УНСС, КАТЕДРА “ФИНАНСИ“
Научна специалност: 3.8 Икономика

Относно: дисертационен труд за присъждане на образователна и научна степен **„доктор“** по *научна специалност* в УНСС.

Автор на дисертационния труд: РАДОСТИНА АСЕНОВА СТАМЕНОВА

Тема на дисертационния труд: ВЛИЯНИЕ НА ДЪРЖАВНИТЕ КРЕДИТНИ РЕЙТИНГИ ВЪРХУ МЕЖДУНАРОДНИТЕ ПОРТФЕЙЛНИ ИНВЕСТИЦИИ В СТРАНИТЕ ОТ ЕВРОПЕЙСКИЯ СЪЮЗ

Основание за представяне на становището: участие в състава на научното жури по защита на дисертационния труд съгласно Заповед № 971/06.04.2023 г. на Ректора на УНСС.

1. Информация за дисертанта

Дисертантката се е обучавала по докторска програма към катедра “Икономикс“ на УНСС по *научна специалност 3.8 Икономика* съгласно Заповед на Зам.-ректора по НИД на УНСС №953/11.04.2019 г. Обучението е осъществено в *редовна* форма през периода 2019 – 2023 г, в катедра Икономикс на УНСС.

2. Обща характеристика на представения дисертационен труд

Трудът представлява принос за изясняване на факторите, определящи движението на международните портфейлни инвестиции и техните ефекти в Европа (в различните конфигурации на групи страни, ЕС 28, ЕС 15 и ЕС 13), и в частност ролята на държавните рейтинги (редом с други обяснителни променливи). Изследването стъпва върху определени теоретични хипотези за връзката между движението на портфейлните

инвестиции (най-вече дългови ценни книжа) и рейтингите на страните (отразяващи страновия риск), които са апробирани с коинтеграционни панелни модели в третата глава (около 600 наблюдения). Обособени са две периода от 2000 г. до кризата през 2008 г., и след това до 2020 г. (авторката мотивира 2020 г. с големите ревизии на данни на платежните баланси и другите макроикономически данни).

В първата глава са изложени съответно движението на капитали и държавните кредитните рейтинги (в това число техните недостатъци, както и европейските регулации), а във втората е представен дескриптивен анализ на динамиката на портфейлните инвестиции в ЕС, както и определящите я фактори.

3. Оценка на получените научни и научно-приложни резултати

Изследването достига до интересни теоретични обобщения, които ни помагат да разберем динамиката на движението на паричните и капиталови потоци в рамките на ЕС. То има и непосредствено практическо значение за България, например, понеже показва ролята на държавния рейтинг (в това число и устойчивостта на публичните финанси) за финансирането на дълга и притока на капитали в страната. Това е особено важно при режим на Паричен съвет, където има ограничения пред паричната политика, БНБ няма право да инвестира в национални ценни книжа. В технически план, т.е. авторката показва завидна компетентност при излагането и интерпретацията на иконометричните модели.

4. Оценка на научните и научно-приложни приноси

По мое мнение приносите може да се търсят в две направления. Първото направление е в систематизирано представяне на теориите, които обясняват движението и ролята на портфейлните инвестиции, както и методологията и функциите на дълговите рейтинги.

Втората група приноси са свързани с емпиричните изследвания, т.е. с прилагането на модерни панелни модели, които дават интересни резултати. В действителност те потвърждават редица наблюдения от практиката в динамиката на капиталите в ЕС през двата разглеждани подпериода. Например, вижда се, че след 2008 еластичността на динамиката на капиталите към рейтингите намалява, поради ролята на

количествената парична политика на ЕЦБ (т.е. облекченото изкупуване на публичните дългове). В конкретен план за мен интересна беше трансформацията на рейтингите в числото изражение.

5. Оценка на публикациите по дисертацията

Представени са три публикации, които са свързани с темата на дисертацията, две публикувани в годишника на УНСС, и една в сборник от конференция. Всички статии са на добро научно равнище и имат интересни емпирични резултати.

6. Оценка на автореферата

Авторефератът представя добре съдържанието на дисертацията. Нямам забележки.

7. Критични бележки, препоръки и въпроси

Смятам, че би могло да се отдели повече внимание върху теоретичните обяснение на вътрешната, еднородната динамика на движение на капитали от центъра на ЕС към периферията, предизвикана от въвеждането на общите пари (различни равнища на инфлация и реални лихвени проценти в двете групи страни, маскиране на рисковата премия). Не е напълно ясно разграничението между еврозоната и ЕС, не е спомената ролята на спредовете по CDS на страните като алтернативен индикатор за риск. Не се отбелязва “странна“ роля на DBRS Morningstar rating agency. Има и някои детайли по самите модели, които предполагам ще се изяснят в рамките на защитата.

8. Заключение

Категорично смятам, че Радостина Асенова Стаменова може да се допусне до защита на дисертацията и да ѝ се присъди ОНС „доктор“.

8 май 2023 г. / гр. Амиен

Подпис:



Професор Николай Неновски



STATEMENT

Professor Nikolay Nenov Nenovsky
UNWE, DEPARTMENT OF FINANCE
Scientific speciality: 3.8 Economics

Subject: dissertation for the award of educational and scientific degree
"Doctor" in a *scientific specialty* at the UNWE

Author of the dissertation:
RADOSTINA ASENOVA STAMENOVA

Dissertation Topic:
THE IMPACT OF STATE CREDIT RATINGS ON INTERNATIONAL
PORTFOLIO INVESTMENT IN THE EUROPEAN UNION COUNTRIES

Reason for submitting the opinion: participation in the scientific jury for the dissertation according to the Order № 971/06.04.2023 of the Rector of the UNWE.

1. Information about the PhD student

The student was trained in the PhD program at the *Department of Economics* of the UNWE in the *scientific specialty 3.8 Economics* according to the Order of the Vice-Rector for Research of the UNWE № 953/11.04.2019.

The training was carried out in *full-time* form in the period 2019 - 2023 in the Department of Economics of the UNWE.

2. General characteristics of the submitted dissertation

The research contributes to the elucidation of the determinants of international portfolio investment movements and their effects in Europe (across different country group configurations, EU28, EU15 and EU13), and in particular the role of sovereign ratings (alongside other explanatory variables).

The study builds on theoretical hypotheses about the relationship between portfolio investment movements (mostly public debt securities) and country ratings (reflecting country risk), which are tested with cointegrating panel models in the third chapter (about 600 observations). Two time periods are distinguished, from 2000 to the 2008 crisis, and then to 2020 (the author motivates 2020 by large revisions of balance of payments and other macroeconomic data).

The first chapter outlines capital flows and sovereign credit ratings respectively (including their shortcomings as well as European regulations), while the second presents a descriptive analysis of the dynamics of portfolio investment in the EU as well as its determinants.

3. Evaluation of the scientific and applied results

The study reaches interesting theoretical generalisations that help us understand the dynamics of money and capital flows within the EU. It also has immediate practical relevance for Bulgaria, for example, as it shows the role of sovereign rating (including for the sustainability of public finances) in debt financing and capital inflows into the country. This is particularly important under a Currency board regime, where there are constraints on monetary policy; the Bulgarian National Bank is not allowed to invest in national securities. In technical terms, that is, the author shows an enviable competence in the exposition and interpretation of econometric models.

4. Evaluation of scientific and applied contributions

In my opinion, the contributions can be sought in two directions. The first strand is in a systematic survey of the theories that explain the movement and role of portfolio investment, as well as the methodology and functions of debt ratings.

The second group of contributions is related to empirical research, i.e., to the application of advanced panel models that yield interesting results. In fact, they confirm a number of observations from practice in EU capital dynamics over the two sub-periods considered.

For instance, it can be seen that after 2008 the elasticity of capital dynamics with respect to ratings declines due to the role of the ECB's quantitative

monetary policy (i.e., the easing of public debt purchases). In concrete terms, what I found interesting was the transformation of ratings into numerical terms.

5. Evaluation of the dissertation publications

Three publications related to the dissertation topic are presented, two published in the UNWE yearbook, and one in a conference proceedings. All papers are of good scientific level and have interesting empirical results.

6. Evaluation of the abstract

The abstract presents the content of the dissertation well. I have no comments.

7. Critical comments, recommendations and questions

I suppose that more attention could be paid to the theoretical explanations of the internal, homogeneous dynamics of capital movements from the centre of the EU to the periphery caused by the introduction of the common money (different inflation rates and real interest rates in the two groups of countries, hiding of the risk premium).

The distinction between the euro area and the EU is not entirely clear, no mention is made of the role of country CDS spreads as an alternative indicator of risk. The "strange" role of the DBRS Morningstar rating agency is not noted.

There are also some details on the models themselves, which I assume will become clearer within the defence.

8. Conclusion

I categorically believe that Radostina Assenova Stamenova can be admitted to the defence of her dissertation and be awarded a PhD in economics.

8 May 2023 / Amiens



Professor Nikolay Nenovsky