

ЮГОЗАПАДЕН УНИВЕРСИТЕТ „НЕОФИТ РИЛСКИ“

СТОПАНСКИ ФАКУЛТЕТ

Катедра Финанси и отчетност

АВТОРЕФЕРАТ

към дисертационен труд на тема:

**ВЪЗДЕЙСТВИЕ НА КРИЗИСНИТЕ СЪСТОЯНИЯ ВЪРХУ
ОСНОВНИ ПОКАЗАТЕЛИ ЗА ДЕЙНОСТТА НА БАНКОВАТА
СИСТЕМА НА РЕПУБЛИКА СЕВЕРНА МАКЕДОНИЯ**

Докторант: Биляна Ташева

Научен ръководител: Проф. д-р Елена Ставрова

Благоевград, 2024г

Съдържание на Автореферата:

1.Обем и структура на дисертационния труд

Докторската дисертация има текст от 209 страници, от които 198 страници за основен текст, а останалите 11 страници за библиография. Докторската дисертация не съдържа допълнителни приложения.

2.Обща характеристика на дисертационния труд

2.1 Актуалност на темата

Банковият сектор е неразделна част от икономиката. Следователно този сектор играе важна роля за благосъстоянието на икономиката. Слабият банков сектор не само застрашава дългосрочната устойчивост на икономиката, но може също да бъде отключващ фактор за финансова криза, която да доведе до икономически кризи.

Банките изпълняват няколко ключови функции в икономиката на страната. Както пишат Allen и Gale (2000) банките подобряват разпределението на капиталовия дефицит, като отпускат заеми там, където биха били най-продуктивни, и позволяват на домакинствата да планират своето потребление във времето, като им дават възможност да спестяват и да вземат заеми. Освен това банките осигуряват ликвидност на икономиката чрез финансиране на неликвидни активи с ликвидни пасиви (Diamond and Dybvig, 1983). Чрез това те помагат на спестителите да управляват своя ликвиден риск, като в същото време позволяват дългосрочни инвестиции.

Чрез това те помагат на спестителите да управляват своя ликвиден риск, като в същото време позволяват дългосрочни инвестиции. Ролята на банките в икономиката привлича вниманието от 18 век (Smith, 1776; Bagehot, 1873; Schumpeter, 1912; Schumpeter, 1934 (2008)). Като цяло връзката между финансовото развитие и икономическия растеж е широко дискутирана в литературата след основополагащия труд на Schumpeter (1912). Много изследвания (King and Levine, 1993 a,b; Gregorio and Guidotti, 1995; Blackburn and Hung, 1998; Kirkpatrick, 2000; Beck and Levine, 2004; Fung, 2009; Pradhan, 2013; Herwatz и Walle, 2014) изследва връзката между икономическия растеж и развитието на финансовия сектор, използвайки многобройни иконометрични техники, като например: панелни данни, данни от напречно сечение, времеви мащаби, на ниво фирма, на ниво държава и на ниво индустрия.

Съществуващата литература предлага широк спектър от гледни точки и прозрения по въпроса за връзката растеж-финансиране, които обаче понякога водят до противоречиви резултати. Отдавна се твърди, че финансовата система чрез улесняване на мобилизирането на капитал е от ключово значение за "изригването" на английската индустриализация (Bagehot, 1873). По това време Schumpeter (1934 (2008)) подчертава значението на банковата система за икономическия растеж, подчертавайки обстоятелствата, при които банките могат активно да насърчават иновациите и бъдещия растеж чрез идентифициране и финансиране на продуктивни инвестиции. С приноса на McKinnon (1973) и Shaw (1973), връзката между финансовото развитие и икономическия растеж е важен въпрос за дебат и през последните тридесет години тази връзка е широко анализирана (Mhadhbi, Terzi и Bouchrika, 2017). Други емпирични изследвания през последните няколко години обаче предлагат противоречиви доказателства (Kaminsky и Reinhart, 1999; Deidda и Fattouh, 2002; Khan и Senhadji, 2003; Wachtel, 2003; Favara, 2003; Rousseau and Wachtel, 2011; Malkawi et al. 2012). Следователно може да се каже, че съвременните разбирания за връзката между икономическия растеж и развитието на банковия сектор, както и тяхната причинно-следствена връзка, остават неубедителни. Тук фокусът на дискусиата е поставен върху изследването на мерките за развитие на банковия сектор, което би обогатило литературата и я направило по-достоверна, тъй като се счита, че повечето автори, които се занимават с тази проблематика, анализират данните от докладите на Световната банка и Международния валутен фонд. Следователно е много логично да получите еднакви резултати за повечето страни. Освен това в този контекст трябва да се подчертае, че банкова система, която е подходяща за една социална, институционална и икономическа среда, може да бъде напълно неподходяща и дори вредна в друга среда или в друго време. Накратко, може да има различни структурни прекъсвания или промени, които допълнително усложняват идентифицирането на причинно-следствените връзки.

Алтернативен подход за анализ на връзката между финанси и растеж, оценка на нивото на развитие на банковия сектор, както и влиянието на банковия сектор върху икономическите резултати, който е в противоречие с традиционния анализ, е предложен от Graff (2005). Неговият подход се основава на наличните ресурси за развитие на банковата система и може да се обобщи в три показателя: дял на работната сила в банковия сектор, участие на банковата система в БВП и брой банки. и клонове на глава от населението.

Икономическите историци могат да дадат убедителни примери за всички възможности за всички причинно-следствени връзки, споменати до този момент в дисертацията. Ясно е, че има нужда от допълнителни изследвания. Следователно се очаква, че тази дисертация ще преодолее празнината в настоящата литература между икономическия растеж и развитието на банковия сектор и ще допринесе за съществуващата литература в няколко важни аспекта.

2.2 Състояние на изследвания проблем

От много дълго време експертите в областта на икономиката са установили значението на финансирането като основа за започване на предприемачество и иновации, които се считат за двигатели на икономическия растеж. Schumpeter (1934 (2008)) твърди, че предприемачеството и иновациите ще вървят напред само при условие, че икономиката на държавата извършва успешна мобилизация на спестяванията, ефективно разпределение на ресурсите, намаляване на ефекта от информационната асиметрия и успешно управление на рисковете. Това всъщност са услуги, предоставяни от съвременния финансов сектор. Това и други подобни и сродни възгледи са обект на множество изследвания от дълго време, тоест още преди появата на глобалната криза, и не могат да бъдат оспорени, освен че някои икономисти изтъкнаха взаимозависимостта на тези процеси, по-специално обратният ефект на икономическия растеж върху развитието на финансовата система. Оттук съвсем логично възниква въпросът защо някои държави са слабо развити и необходимо ли е да се копират основните постулати на финансовата система, за да се осигури растеж? От повечето проведени изследвания отговорът се крие в институциите, законовите рамки и прилагането на принципите на върховенството на закона, които всъщност са на много ниско ниво в слабо развитите страни. Правната рамка в много такива икономики е създадена много преди появата на финансовата система и това в крайна сметка води до лош инвестиционен климат и лошо отношение към инвеститорите, което от своя страна води до тяхното отсъствие, както и до ниско ниво на икономически растеж . От друга страна обаче изграждането и внедряването на стабилна финансова система за кратък период от време е много трудно осъществимо. Това се дължи особено на безхаберията на институциите, чиято цялостна реформа е предпоставка за създаването на подобно нещо. Следователно не е достатъчно да се „трансплантира“ или „копира“ добра финансова система, за да се осигури

икономически растеж. Реален пример за това е примерът на Република Северна Македония, който потвърждава, че силната правна рамка и силните институции, които тук липсват, са предпоставка за всяко икономическо възстановяване.

С влиянието на кризите и последиците от тях, засегнали Европа и света през последните три години, се представят аргументи, които по някакъв начин отричат положителните ефекти на финансовата система върху икономическия растеж. Дори има мнение, че финансовата система може да има негативна роля в икономиките като цяло. Въпросът, който беше във фокуса на изследователите, беше желаният размер на банковия сектор, тоест границата, до която този сегмент от икономиката ще повлияе негативно на растежа и развитието си.

Средните преки разходи за спасяване на банки през последните четиридесет години са по-големи от 7% от брутния вътрешен продукт (Mare et al., 2023). Това е достатъчна индикация колко важен е размерът на финансовия сектор по отношение на планирането на фискалните разходи. Банковите системи (или дори отделни банки) с течение на времето в някои икономики стават твърде големи, за да фалират, тоест толкова големи, че дори могат да бъдат обект на спасяване.

Общ критерий за измерване на размера на банковия сектор е съотношението на активите към брутния вътрешен продукт на страната. Това на практика би означавало, че всяко отделно правителство би могло да спаси банки в затруднение само ако банковият сектор не е твърде голям по отношение на капацитета на самата икономика, измерен чрез Брутния вътрешен продукт. Следователно, за да се измери размерът на банковия сектор по този начин, се използват два основни критерия. Първият критерий е съотношението на активите или съотношението на капитала към брутния вътрешен продукт. И двата показателя имат определени предимства, но при всички случаи водят до извода, че малките икономики не могат да имат голям банков сектор. Според този критерий прекомерният банков сектор например има определени икономики с благоприятно данъчно третиране (Люксембург, Ирландия, Кипър), силен финансов център като Великобритания, докато размерът на банковите активи в страните от еврозоната е 3,3 пъти по-голям спрямо БВП (European Banking Federation, 2020). Вторият критерий е свързан с клиентите на банковия сектор. Според втория критерий размерът на банковия сектор трябва да бъде съобразен с финансовите нужди на клиентите (юридически и физически лица), които обслужва.

Тъй като различните страни имат различни финансови нужди, БВП едва ли може да бъде добра мярка за размера на банковия сектор, като се има предвид, че той включва

само добавената стойност към икономиката, но не и други фактори, като различни финансови нужди. Например, за държави, които имат голям частен сектор, големи мултинационални корпорации, има смисъл да имат и голям банков сектор, като се има предвид, че тези компании обикновено се финансират централно и използват главно банките майки за своето разширяване. Следователно този подход подчертава, че структурата на банковите депозити е особено важна за размера на банковата система и че тя е пряко свързана с дела на кредитите, дадени на фирми, които носят само икономически растеж.

През последните няколко години развитието на модерния банков сектор в Република Северна Македония отбеляза значителен напредък към по-здрава финансова система. Позициите в банковата система на младата преходна икономика много бързо бяха заети от чужди, предимно регионални банки, които участваха в приватизацията на местни финансови институции. Със своята кредитна дейност те допринасят за възстановяването на икономиката в страната и по този начин банките стават почти единствените представители на финансовата система. Въпреки това, доминирането на заемите като единствен финансов инструмент води до много високи темпове на растеж в банковия сектор (Jovanović and Kabashi, 2011; p.22), който в Република Северна Македония в един момент през 2005 г. надвишава нивото на БВП на държавата (Fiti, 2013; p.884).

Изминалите три години донесоха големи икономически предизвикателства не само пред държавата, но и пред целия свят в това отношение, което е резултат от избухването на две последователни кризи, свързани с пандемията с вируса Covid-19 и енергийната криза. В резултат на кризата, причинена от пандемията с вируса Covid-19, през 2020 г. светът регистрира най-голямото едногодишно увеличение на дълга, наблюдавано от Втората световна война досега. Глобалният дълг (публичен и частен) през 2020 г., според данни на Международния валутен фонд, е нараснал с 28 процентни пункта до 256 процента от световния БВП. Голяма част от това увеличение е резултат от изменението на публичния дълг, който през тази година нарасна до най-високите 99 на сто от БВП, тоест той се увеличи с 19% от БВП. В сравнение със световната финансова криза, по време на пандемията Covid-19 публичният дълг нарасна толкова за една година, колкото за две години по време на световната финансова криза от 2008 и 2009 г. Ръстът на публичния дълг обаче се смята за оправдан, тъй като по този начин се е засегнало опазването на живота на гражданите, запазването на работните им места, както и избягването на колапс и затихване на бизнеса. Следователно е очевидно, че

прекомерният дълг засилва уязвимостта на икономиката, но ако не се вземат мерки в това отношение, социалните и икономически последици биха били опустошителни.

Освен това, освен 2020 г., 2022 г. ще бъде особено запомнена с най-високия ръст на инфлацията и в сравнение с преди няколко десетилетия. Енергийната криза и ценовият натиск се засилиха допълнително с началото на войната в Украйна. Като се основава на кризата с вируса Covid-19, вътрешната и световната икономика, а оттам и финансовите им системи, непрекъснато са изложени на сътресения, един след друг. Ето защо политиците в държавите през посочения период поставят фокуса върху намирането на решения за преодоляване на кризите и последиците от тях. Следователно, подобно на останалите държави, Република Северна Македония насочва капацитета си към управление и амортизиране на рисковете и поддържане на макроикономическата и социална стабилност на бизнеса и гражданите. В същото време реформите в публичните финанси са поставени на първо място (МФ на РС МАКЕДОНИЈА, 2022). Целта на реформите в публичните финанси е дългосрочно и качествено планиране на бюджета и бюджетните програми, приемственост и устойчивост при провеждането на политиките, по-правилен модел по отношение на приходите, разходите и начина на финансиране, както и мониторинг и измерване на резултатите (МФ на РС МАКЕДОНИЈА, 2022). Реформите в публичните финанси са от ключово значение за по-бързото възстановяване на икономиката от кризите, но и за задвижване и ускоряване на икономическия растеж на държавата. Устойчиви резултати във всяка област на дейност могат да бъдат постигнати само ако има система. Следователно програмата за реформи е добре да се прилага в случай на криза, защото тя е най-добрият индикатор къде в системата трябва да се направи някаква промяна. Отчитайки влиянието на кризите върху финансовата система и работата на централната банка, е важно да се направи подробно проучване, за да се получи истинската картина на ситуацията с икономическия растеж в подобни условия.

2.3 Предмет, цел и задачи на изследването

Като се започне от това, че банките са най-мощните финансови институции, а банковият сектор е доминиращата форма на финансиране, т.е. най-значимият източник за задоволяване на търсенето на финансови ресурси, предметът на изследване в тази дисертация е анализ на интерактивната връзка между финансовото развитие (което се

основава на операциите на банките, особено на Централната банка) и икономическия растеж, т.е. проучи дали между финансовото посредничество на Централната банка и икономическия растеж в Република Северна Македонија съществува причинно-следствена връзка и каква е нейната посока. По-конкретно, направен е опит да се оценят параметрите на функционалната зависимост на съответните променливи в модела чрез прилагане на подходящи иконометрични методи към данни от времеви редове. Следователно целта на изследването в дисертацията е теоретико-методологически и емпирично изследване на въздействие на кризисните състояния върху основни показатели за дейността на банковата система на Република Северна Македонија.

За целта е необходимо да се изпълнят някои от по-важните задачи:

- Преглед на теоретико-методическата литература, свързана с темата;
- Определяне на влиянието на кризите върху цялостното функциониране на човечеството и особено върху дейността на Централната банка на РС Македонија;
- Анализ на рисковете, пред които е изправена Централната банка на РС Македонија;
- Определяне и анализ на ефектите в резултат на въздействието на кризисните състояния върху основни показатели за дейността на банковата система на РС Македонија;
- Влиянието на банковите операции върху икономическия растеж;
- Мерки, взети от Централната банка за защита на хората и бизнеса от икономически колапс;
- Анализ на ефектите от предприетите от Централната банка мерки за справяне с кризи;
- Емпирични изследвания;
- Получаване на заключения от цялостното изследване, и
- Изготвяне на препоръки.

2.4 Изследователски хипотези

В съответствие с дефинирания предмет и цел на изследването, основните хипотези, от които трябва да се изхожда и чиято проверка по време на изследването и анализ на емпиричните данни следва да доведе до релевантни изводи за връзката между развитието на банковата система и икономиката, растеж, са следните:

Хипотеза 1: Съществува положителна корелация между показателите за развитие на банковата система и темпа на икономически растеж.

Хипотеза 2: Икономическият растеж и финансовото посредничество на банките са двупосочно причинно-следствено свързани.

Хипотеза 3: Централната банка има ключова роля за смекчаване на въздействието на кризите и за осигуряване на финансов и икономически растеж.

Като отправна точка при анализа на връзката между икономическия растеж и развитието на финансовата система могат да се вземат пет научни хипотези.

Първата научна хипотеза се отнася до икономическия растеж, воден от развитието на финансовата система (водещ подход към доставките, англ. supply-leading approach). Според този подход причинно-следствената връзка е насочена от финансовото развитие към икономическия растеж. С появата и развитието на финансовите институции и финансовия пазар, предлагането на финансови услуги също се увеличава, като по този начин позволява растеж на икономическата активност. В тази връзка много икономически и финансови експерти излизат с мнението, че основната пречка пред икономическия растеж е недостатъчно развитата финансова система. От друга страна, ако няма ограничения върху други фактори на икономическия растеж, една сложна финансова система може да генерира висок и устойчив темп на икономически растеж. Поддръжниците на този първи подход подчертават способността на банковата система да създава и насочва пари в продуктивни и иновативни проекти, което означава стимулиране на растежа на икономиката като цяло.

Втората научна хипотеза се отнася до факта, че при определени обстоятелства развитието на финансовата система може да повлияе негативно на икономическия растеж. Този подход изхожда от потенциалните дестабилизиращи ефекти от въздействието на кризата.

Според третата научна хипотеза Централната банка има ключова роля за смекчаване на въздействието на кризите и за осигуряване на финансов и икономически растеж. Този възглед е в съответствие с предположението на неокласическата теория за икономическия растеж за нулеви транзакционни разходи и перфектна информация. Според петата априорна възможна връзка се смята, че наличието на положителна корелация на показателите за реално и финансово развитие

възниква като следствие от случайна и едновременна отрицателна или положителна тенденция във финансовия и реалния сектор.

2.5 Период на изследване

Изследването в докторската дисертация е проведено в периода от 20.01.2022 г. до 13.04.2024 г. Процесът на събиране на данни отне малко повече от планираното. Това се дължи на сравнително „новия проблем“, пред който се изправи светът, от който първоначално възникна идеята за анализ, но поради факта, че по-късно кризата с вируса Covid-19 беше последвана от енергийната криза, възникна нова ситуация и в резултат на липсата на данни, свързани проучвания и анализи. От гледна точка, че изследването включваше както качествен, така и количествен анализ, периодът на изследването беше удължен, с цел заключението на цялото да бъде по-подходящо за определяне на бъдещи насоки и препоръки за работата на Централната банка на РС Македония в кризисни условия.

2.6 Методология

В тази докторска дисертация са използвани няколко изследователски метода в посока обработка на предмета на изследване, а оттам и реализиране на поставените цели на изследването. В дисертацията са събрани, обработени, систематизирани и анализирани данни от два вида източници: данни от съществуващата теоретична литература, свързана с темата и данни, получени от първичните изследвания чрез анализ на официални доклади на Националната държавна банка, Бюрото по статистика, и Министерството на финансите на държавата.

За тези дейности са използвани няколко метода за научно изследване, а именно:

- Метод на наблюдение (за събиране и търсене на литература);
- Исторически метод (при използване на вторични източници на данни като: научни публикации, емпирични изследвания, книги, доклади, статии и др. от местна и чуждестранна литература, подходящи за предмета на изследването);
- Оперативен метод (метод за анализ на съдържанието на доклади и всички избрани материали от местна и чуждестранна литература);

- Сравнителен метод (за сравняване на еднакви или свързани факти, процеси, явления, тоест за определяне на приликите и разликите между тях);
- Методът на специализация (за създаване на собствени възгледи въз основа на прочетената литература);
- Методът на приспадане (за извлечения от общи констатации към специални и индивидуални констатации във връзка с нуждите на работата);
- Методът на синтез (за свързване на събраните данни в едно цяло);
- Индуктивен и дедуктивен метод (за формулиране на изводи и препоръки и изработване на работни хипотези) и
- Основен метод за събиране на данни.

В съответната литература, свързана с темата на изследването, до момента не е посочен единен теоретичен път или надежден модел за емпирично изследване на връзката между развитието на финансовата система и икономическия растеж. Броят на методите и техниките първоначално зависи от определената изследователска цел, както и от естеството на наличните данни. От гледна точка на наличието на широк набор от математически, статистически и иконометрични методи, има и адекватна база за емпирични анализи.

Емпиричният анализ в тази докторска дисертация започва с изследване на връзката между темпа на икономически растеж и показателите за развитие на финансовото посредничество на банките. Целта на корелационния анализ е да се определи дали има количествено съответствие между вариациите на наблюдаваните променливи. По-спорният въпрос в литературата е каква е посоката на причинно-следствената връзка на съответните променливи, а не дали има връзка между данните. Оттук възниква проблемът с избора на адекватна методология за анализ. Причинно-следствената връзка предполага ситуации, в които определени променливи не само обясняват дадена зависима променлива, но се обясняват от същата променлива. Ако има едновременна взаимозависимост на определени променливи, тогава всички те трябва да се третират по един и същи начин. С други думи, не трябва да има разлика между ендогенни и екзогенни променливи. Така, ако тази разлика се пренебрегне, всички променливи ще се приемат като ендогенни. Съгласно горното, най-подходящата рамка, с помощта на която най-добре може да се представи зависимостта на всяка променлива от нейните собствени и отложени други променливи с подходящи уравнения, е векторният

авторегресионен модел, т.е. VAR. С този модел има възможност да се анализират динамичните връзки на променливите.

За целите на анализа в рамките на тази дисертация са избрани три допълващи се техники, а именно: тест за причинно-следствена връзка по Грейнджър, анализ на функцията на импулсния отговор и декомпозиция на дисперсията за грешка при прогнозиране.

При емпиричния анализ са използвани сравнителният метод, операционният метод и методът на синтеза за групиране на данните и тяхното графично и таблично представяне.

Книги, професионални статии, доклади, научноизследователски статии на международно ниво, казуси, уебсайтове, подходящи за темата, печатни ресурси, проучвания са използвани като източник на данни за прилагането на горните изследователски методи с цел реализиране на темата на изследването от международни факултети и др.

Чрез използването на всички горепосочени методи е възможно реализирането на предмета на изследването. Всички методи имат еднаква стойност за постигане на изследователските цели.

2.7 Изследователски принос

Изследването в докторската дисертация ще допринесе за обогатяване на литературата по темата, ще посочи важността на връзката между икономическия растеж и финансовата система на държавата с факти и цифри за конкретен период в конкретна държава, ще бъдат дадени подходящи препоръки за по-добри практики в действието. С изпълнение на приложените в докторската дисертация препоръки, т.е. предприемането на монетарни и икономически мерки, както и доброто прогнозиране и управление на потенциалните рискове, ще осигурят по-големи положителни макроикономически ефекти, т.е. ще осигури по-голям и устойчив икономически растеж в бъдеще.

2.8 Структура на дисертацията

Структурата на докторската дисертация е систематизирана в пет глави, точки и подточки. В самото начало на дисертацията е изложено съдържанието на изследването, и списъците с таблици и фигури. В първата глава на дисертацията съдържа въведението.

На първо място са дадени някои уводни бележки, свързани с темата, както и обяснение за актуалността на темата на изследването. Тогава е посочен проблемът на изследването. След изследователския проблем са анализирани и поставени обектът, целта и задачите на изследването. След това в следващия подраздел е уточнен периодът на изследване, а в края на първа глава е разгледана методологията на изследването.

Втората глава, озаглавена „Теоретичен анализ и литературен преглед” се състои от няколко подточки. На първо място, в тази глава са разгледани ролята и значението на банковия сектор. В тази подточка са подчертани най-общо ролята на банките в процесите на развитие на икономиката (в неокласическата, монетарната, кейнсианската, институционалната икономическа теория, както и в концепцията за финансовото посредничество). Следващата точка отнася се до взаимозависимостта на банковата система и икономическия растеж, в която е обсъдено влиянието на банките върху икономическия растеж на държавата. В друга точка от тази глава е анализирана банковата система в Република Северна Македония, включително структурата на банковия сектор в Република Северна Македония, както и показателите за развитието на банковия сектор в страната. Последната точка от тази глава е посветена на анализа на централната банка на държавата с нейните характеристики. В рамките на тази точка са обхванати: Създаване на Централната банка на Република Северна Македония; Органи на Централната банка на Република Северна Македония; Функции на Централната банка на Република Северна Македония; Инструменти за регулиране на паричната политика; Провеждане на парична политика; и Референтен лихвен процент като основен инструмент за провеждане на паричната политика.

Третата глава на докторската дисертация се отнася до емпиричното изследване с неговите особености. В тази част авторът посочи свои конкретни аргументи и идеи, като в същото време е дадено описание на основните концепции на изследването. По-конкретно, в третата глава е формулиран дизайнът на изследването. Изследователските променливи също са посочени тук. Освен това процесът на събиране на данни и измервания е описан и разработен в детайли и е очертана изследователската етика. В третата глава са представени резултатите от Въздействие на кризисните ситуации върху основните показатели за дейността на банковата система на Република Северна Македония. В тази глава на първо място са представени данни от предишни изследвания, подходящи за предмета на изследване, които са проведени на територията на Република Северна Македония през последните няколко години. Тези предишни изследвания служат за сравнителния анализ, когато се съпоставят получените резултати от авторския

анализ и вижданията на автора с това, което вече е представено като факт от други експерти в областта в страната. Съобразно поставения предмет и цел на изследването, както и основните научни хипотези, в докторската дисертация е приложена качествена и количествена методология. Целта на качествената методология е изследване на дефинираните термини и описателен анализ въз основа на интерпретацията на събраната информация, която е от значение за анализа на развитието на финансовата система и икономическия растеж. Целта на този подход е да постави теоретична основа за емпирично тестване на научни хипотези. Процесът на теоретично поставяне на проблема се осъществява чрез прилагане на методите на анализ и синтез, индукция и дедукция, за да се дефинират общи изводи, важни за разбирането на проблема от отделни допускания, абстракция и обобщение. Също така методът за сравнение е използван за сравняване на алтернативни гледни точки, открити в съответната литература за предметната област. Целта на количествената методология е с помощта на математически и статистико-иконометрични методи да се докаже връзката и взаимозависимостта на развитието на финансовата система и икономическия растеж. Целта на математическите модели е да изведат връзки между съответните променливи. Изборът на адекватни статистико-иконометрични методи има за цел да определи степента на статистическа корелация и да провери причинно-следствената връзка между показателите за развитие на финансовата система и темпа на икономически растеж. Данните, свързани с разглежданата проблематика, ще бъдат събирани от подходящи периодични издания и бази данни на водещи национални институции. В допълнение към сравнителния и Иконометрично изследване, в тази глава, в отделен подраздел, ще бъдат изброени мерките, предприети от Националната банка и правителството за справяне с кризите и премахване на техните негативни ефекти.

В четвъртата глава са разгледани данните получени от изследването, т.е. първоначално е дадено отношение към резултатите от сравнителния анализ (тук данните, получени от анализа на банкови извлечения и получените данни, свързани с работата на е обсъдена централната банка на държавата), а след това данните, получени от статистическия анализ.

Изводите и препоръките представляват пета глава от изследването. В края е посочена използваната литература.

3.Кратко изложение на дисертационния труд

В тази докторска дисертация бяха анализирани два аспекта. Първият аспект, който беше анализиран, е причинно-следствената връзка между развитието на финансовата система и темповете на икономически растеж, а вторият аспект е влиянието на централната банка върху икономическия растеж в условията на криза в определен период от време. И за двата аспекта първо беше извършено подробно проучване на съответната литература, като същевременно бяха изброени възгледите на много автори (подобни или противоположни), а след анализа на теорията беше извършена изследователска част, която даде възможност за формулиране на съответните заключения в края. Финансовата система за първи път беше поставена на фокус, защото тя е един от най-важните сегменти на всяка пазарна икономика. Развита финансовата система предполага съгласуване на финансови пазари, финансови институции и финансов надзор. Основната му роля е събиране на спестявания и оптималното им използване за инвестиционни цели и други икономически дейности. По-точно, ролята на финансовата система е да концентрира и разпределя свободните финансови ресурси по икономически рационален и ефективен начин. Финансовата система в Република Северна Македония е пазарно ориентирана, но банките все още имат доминираща роля в сферата на финансовото посредничество, като се има предвид, че предположенията, които позволяват по-голяма роля на пазара на ценни книжа, не са изпълнени. Оттук и включването им във фокуса на изследване в докторската дисертация. Влиянието на кризите беше включено, защото този път беше неочаквано, случи се изключително бързо и също така се разпространи изключително бързо по света, прерасна в пандемия и значително промени нормалния начин на живот и работа. В резултат на глобалната нестабилност икономиката на почти всички страни по света, без изключение, значително се влоши. Освен всичко друго, политиките на повечето страни се оказват неадекватни и неефективни. Всички тези неща подлежат на теоретичен и аналитичен анализ.

За да се обясни специфичната роля на финансовата система в процеса на икономически растеж, беше извършена систематизация на различни икономически теоретични гледни точки. Банковият поглед дава приоритет на банките, тъй като те са по-ефективни в процеса на мобилизиране на спестявания поради икономии от мащаба. Такава тяхната ефективност се отразява и в събирането на информация с цел подобряване на разпределението на капитала и корпоративното управление. От друга страна,

привържениците на пазарния възглед или пазарно базираната финансова система твърдят, че пазарът на ценни книжа предоставя услуги, които са от решаващо значение за стимулиране на инвестициите и икономическия растеж, както и за по-добро управление на риска. По-конкретно, това означава, че развит и ликвиден капиталов пазар позволява прехвърляне на собственост върху финансови активи, което насърчава инвеститорите да инвестират в проекти с по-дълъг падеж и по-висока възвръщаемост. За разлика от тези две гледни точки, гледната точка на финансовите услуги подчертава еднаквата им роля в мобилизирането на спестяванията, разпределението на ресурсите в най-продуктивните инвестиционни проекти, както и упражняването на корпоративен контрол и управление на риска. Поради това се поставя специален акцент върху качеството на финансовите услуги, предоставяни от финансовата система, като се счита, че обемът и качеството на финансовите услуги зависи преди всичко от степента на развитие на финансовата система, а не от нейната структура. Следователно темпът на икономически растеж ще зависи от наличието на финансови продукти и ефективността на финансовите посредници и пазарите на ценни книжа при предоставянето на финансови услуги.

Горното е потвърждение на Хипотеза 1, според която: „Съществува положителна корелация между показателите за развитие на банковата система и темпа на икономически растеж”. Сложността и важността на и от функционирането на финансовата система се обуславят от множество фактори, които определят нейното развитие. Според изследванията в тази докторска дисертация е доказано, че развитието на финансовата система до голяма степен зависи от политическата стабилност, режимите и правителствените политики. Неблагоприятните политически условия, силно нарушават нормалното функциониране на институциите, пазарите, паричните потоци, разпределението и т.н., дори извън своите области, но с ефекта на домино те също поставят под въпрос доверието в националните институции, което от своя страна зависи от това как те биха се справили с очаквана или неочаквана криза, дали ще бъде приветствана от сектора на домакинствата и бизнеса или не. Тук всъщност се посочва, че има пряка връзка между политическите събития, пандемията и цените на борсата. Държавният контрол върху финансовия сектор предполага неговата пасивна роля в икономиката. Освен това в такива или подобни случаи са необходими държавни мерки и политики за стимулиране на финансовите пазари. Важна област на влияние на държавата върху финансовото развитие е макроикономическата среда, която създава, тоест ценова стабилност и финансова дисциплина. Това би повлияло по начин, който би

осигурил стабилен финансов сектор и по-бързо финансово развитие. От гледна точка, че инфлацията поставя под въпрос оперативната ефективност на финансовите пазари и институции, ценовата стабилност се явява най-важната предпоставка за ефективното разпределение на вътрешните ресурси. Инфлацията отслабва доверието в националната валута и предизвиква изтичане на пари в чужбина. Несигурността, причинена от нарастването на общото ниво на цените, влияе върху структурата на инвестициите, т.е. краткосрочните инвестиции стават доминиращи спрямо дългосрочните. Освен това инфлацията води до повишаване на номиналните лихвени проценти. По-високата цена на капитала обезсърчава дефицитния сектор да предприеме капиталови инвестиции. Финансирането на бюджетния дефицит чрез заемане на държавата чрез емитиране на ценни книжа води до повишаване на лихвените проценти. Следователно високата доходност на държавните ценни книжа ограничава способността на финансовата система да разпределя ефективно спестяванията. Следователно фискалната дисциплина, тоест рационалното управление на публичните финанси, е условие за укрепване на пазарните механизми за прехвърляне на спестяванията в инвестиции и развитие на финансовата система. Ефективността на пазара на ценни книжа и финансовите институции зависи от мерките за държавна намеса (финансова репресия), които включват, наред с другото: ограничаване на нивото на лихвените проценти, изисквания за високи банкови резерви и политика на целеви заеми. Вредните последици от финансовата репресия се изразяват в бавното развитие на финансовата система и насочването на спестяванията предимно към сектори, които не са достатъчно доходноосни. Премахването или ограничаването на горепосочените форми на държавна намеса е условие за гладкото развитие на финансовата система. Финансовата либерализация обаче не позволява на финансовата система да изпълнява само положителната си роля при разпределението на финансовите ресурси. Опитът показва, че внезапната и прекомерна финансова либерализация подкопава стабилността на финансовата система. В подкрепа на това говорят многобройните финансови паники и кризи в близкото и далечното минало на световната икономика. Друг важен фактор за развитието на финансовата система е правната инфраструктура, както и инфраструктурата, която позволява събирането, обработката и управлението на информация. Със сложните информационни технологии и системи разходите за транзакции и разходите за информация се намаляват, но също така е възможно финансовите транзакции да се извършват непрекъснато в пространството и времето. Качественото финансово регулиране и надзор също са условие за доброто

функциониране и развитие на финансовата система на една държава. Финансовото регулиране играе важна роля в процеса на смекчаване на информационната асиметрия и поддържане на стабилността на финансовата система. Надзорът върху финансовите институции, от друга страна, е в основата на стабилността на финансовия пазар и общественото доверие във финансовия сектор. А структурата на собствеността на финансовите институции оказва определено влияние върху развитието на финансовата система. А именно опитът на Република Северна Македония доказва, че местните и чуждестранни частни банки предлагат по-добро качество и достъпност на финансовите услуги от държавните банки.

За да се изследва причинно-следствената връзка между развитието на финансовата система и икономическия растеж, беше необходимо да се анализира понятието икономически растеж. В тази насока се обособиха две теории: неокласическата теория и теорията за ендегенния растеж. Тези две теории наблягат на двете основни детерминанти на икономическия растеж, а именно технологичните иновации и натрупването на капитал. В допълнение, изследването разшири обхвата на моделиране на икономическия растеж в контекста на вече разработени теории за икономическия растеж с помощта на множество модели, които изрично показват как финансовата система допринася за развитието на реалния сектор. Поради факта, че няма единно диференцирано теоретично направление, което да включва функционирането на финансовата система като детерминанта на икономическия растеж, в основата на всички представени модели е включването на проблема за координацията на решенията между субектите, като например: домакинствата; бизнеса, финансовите посредници и пазара на ценни книжа.

Исторически развитието на финансовата система и индустриалното развитие са два взаимно обусловени процеса. Интерактивната връзка между реалния сектор и финансовия сектор предполага, че с развитието на технологичните иновации нараства необходимостта от финансови иновации, което допълнително обуславя развитието на финансовия сектор. Това допринася за развитието на иновативни дейности в реалния сектор и за премахване на информационната асиметрия. Технологичните иновации увеличават производството и балансират темпа на икономически растеж. Развитието на банките и фондовите борси, от друга страна, дава възможност за управление на ликвидния риск, а ликвидният банков сектор позволява намаляване на частта от спестяванията, които се съхраняват под формата на непроизводителни ликвидни активи, на нивото на икономика, тоест финансирането на печеливши проекти, които изискват

дългосрочни капиталови инвестиции. Чрез разбиването на системата от връзки между развитието на финансовата система и икономическия растеж се доказва, че съществуват множество канали, тоест механизми на тяхната причинно-следствена връзка. Същевременно от теоретична гледна точка не може да се даде еднозначен отговор, когато става въпрос за посоката на причинно-следствената връзка между развитието на финансовата система и икономическия растеж, като по този начин се потвърждава Хипотеза 2, според която: „Икономически растежът и финансовото посредничество на банките са взаимно двупосочни причинно-следствени връзки“.

Връзката между развитието на финансовата система и икономическия растеж като предмет на емпирична работа е сравнително нова област на изследване. Изводите от множество емпирични изследвания, както в развитите, така и в развиващите се страни, не са еднакви, но показват наличието на преобладаващи връзки между развитието на финансовата система и икономическия растеж. В този смисъл е възможно да се провери валидността на един от трите подходящи подхода, свързани с посоката на причинно-следствената връзка между финансовото развитие и икономическия растеж: икономически растеж, воден от финансово развитие (лидерство в предлагането), финансово развитие, иницирано от икономически растеж (следване на търсенето) и хипотезата за причинно-следствената връзка с обратната връзка. Като част от емпиричния анализ беше направен опит да се определи наличието и посоката на причинно-следствената връзка между развитието на финансовото посредничество на банките и икономическия растеж на примера на Република Северна Македония. Установява се положителна статистически значима умерено силна корелация между показателите за размера, активността и ефективността на банковия сектор от една страна и темпа на растеж на реалния БВП от друга страна. Както вече беше посочено, обяснението за това може да се търси във факта, че нарастването на стойността на отделните показатели за развитие на финансовото посредничество от страна на банките съответства на нарастване на темпа на растеж на реалния БВП и обратно, тенденция на намаляването на операциите на банковия сектор съответства на намаляващ темп на икономически растеж. За да се разкрие посоката на причинно-следствената връзка между развитието на финансовото посредничество на банките и икономическия растеж, беше формулиран и оценен подходящ векторен авторегресивен модел. В същото време понятието причинност се тълкува в така наречения смисъл на Грейнджър. Това означава, че като се знаят миналите стойности на една променлива, бъдещото движение на друга променлива може да се предвиди с по-голяма точност. По отношение на връзката между

показателите за размера на банковия сектор и темпа на растеж на реалния БВП резултатите от анализа не са еднакви. Не е установена статистически значима причинно-следствена връзка между дела на активите на банковия сектор в БВП и темпа на растеж на БВП. По-конкретно, промените в движението на активите на банковия сектор не подкрепят обяснението за бъдещото движение на темпа на икономически растеж, както не е възможно да се предвиди движението на активите на банковия сектор, познавайки динамиката на икономическия растеж в наблюдавания период. От друга страна се потвърждава статистически значима еднопосочна връзка, която върви от посоката на участието на банковите депозити в БВП към икономическия растеж. При връзката между кредитната активност на банките и икономическия растеж се открива статистически значима еднопосочна причинно-следствена връзка, която е в посока на участието на одобрените кредити за частни фирми в БВП и процента на икономически растеж. Също така има причинно-следствена връзка от посоката на участието на кредитите, дадени на населението в БВП към икономическия растеж. Ефективността на банковия сектор, измерена като съотношение на кредити и депозити, също е един от водещите индикатори при прогнозиране на темпа на икономически растеж.

В продължение на изследването функцията за импулсен отговор беше използвана за изследване на реакцията на темпа на икономически растеж на неочаквана промяна в променливите, които бяха открити в предишната стъпка, за да обуславят потенциално неговото движение. В тази връзка бяха проследени отклоненията в движението на темпа на икономическия растеж от средната му стойност поради нарастване на съответните променливи със стойност на едно стандартно отклонение за периода от десет тримесечия. Установено е, че темпът на икономически растеж като цяло дава положителен отговор на единичен шок в променливите, отразяващи развитието на банковия сектор. В допълнение, разлагането на дисперсията на прогнозната грешка позволява да се идентифицира интензивността на действие на променливите, т.е. да се установи доколко промяната в темпа на икономически растеж се определя от неочакваната промяна в други променливи за избрания прогнозен хоризонт от двадесет тримесечия. Най-голямо влияние върху вариациите в темпа на икономически растеж оказва промяната в дела на кредитите, предоставени на частните предприятия в БВП, като това влияние нараства с течение на времето. През последното прогнозно тримесечие почти 64% от вариациите в темпа на икономически растеж могат да се обяснят с първоначалната промяна в размера на кредитите, предоставени на частния бизнес. От друга страна, колебанията в темповете на икономически растеж се обясняват

значително по-малко с промените в депозитния потенциал, отпуснатите кредити на населението и ефективността на банковия сектор. Изложеното показва, че не може да се направи единен извод относно посоката на причинно-следствената връзка между развитието на финансовата система и икономическия растеж, което емпирично потвърждава по недвусмислен начин втората хипотеза. Като цяло резултатите от това изследване потвърдиха валидността на подхода, ръководен от предлагането, който може да се разбира в смисъл, че създаването и развитието на финансови институции и пазари повишава качеството и предлагането на финансови услуги и по този начин насърчава икономическия растеж.

Във финансовата система на Република Северна Македония търговските банки играят водеща роля в предоставянето на финансови услуги. Високото им участие в общия баланс на финансовия сектор се потвърждава от високите 90%. С реформите в банковия сектор се променя структурата на собствеността на банките. Така с навлизането на чужди банки се улеснява достъпът на родната икономика до международните финансови пазари, а като допълнителен ефект от навлизането им е въвеждането на нови бизнес технологии, което допринася за по-висока конкуренция и по-добро качество на финансовите услуги.

От направения сравнителен анализ на данните, получени от отчетите на Националната банка, стана ясно, че в условията на криза държавата не може да постигне дългосрочен и устойчив икономически растеж. Въз основа на това е ясно, че нейните икономически резултати и качеството на живот на нейните граждани намаляват. Тъй като става дума за въздействието на три последователни, различни по вид кризи, икономиката е доведена до състояние на непрекъснат и бърз ръст на цените на стоките и услугите, достигайки рекордно високи нива на инфлация, невиджани от много години. От гледна точка на темпа на инфлация и динамиката на нейното развитие, Република Северна Македония първоначално е изправена пред галопираща инфлация и има сериозни индикации за хиперинфлация в бъдеще.

Депозитният потенциал на банките в Република Северна Македония преди кризата отбеляза умерен ръст до началото на пандемията с кризата Covid-19 към първото тримесечие на 2020 г. Успоредно с депозитния потенциал на банките нараства и кредитната им активност. В същото време най-голям е ръстът при кредитите, дадени на домакинствата, и по-конкретно най-голям е ръстът при жилищните. Негативните ефекти от световната здравна криза, а по-късно и други видове кризи, върху банковия сектор в страната и върху цялата икономика като цяло, водят до повишаване на кредитния риск.

Това води до увеличаване на дела на необслужваните кредити в общия размер на кредитите, както и до бавен растеж на общата кредитна активност. Допълнителните последици от кризата включват спад в рентабилността, намаляване на броя на служителите, затруднения в нормалното разпределение на стоки и капитали, нарушаване на нормалните производствени потоци, стесняване на бизнес мрежата на банките и др. Поради влиянието на кризата, през последните четири години, развитието на капиталовия пазар се забави и дори може да се каже, че спря. Това обаче е относително по-малък, по-малко активен и по-малко ликвиден капиталов пазар в сравнение с някои европейски страни. По време и след световната икономическа криза стойностите на макроикономическите показатели се влошиха. Темпът на растеж на реалния БВП е средно отрицателен. Тук следва да се отбележат и тенденциите, които са налице от няколко години, а именно: увеличаване на безработицата, вътрешната и външната задлъжнялост на държавата и бюджетния дефицит. Това състояние на икономиката, допълнено от влиянието на кризите, води до увеличаване на общия риск на страната, което освен всичко друго има отрицателно въздействие върху конкурентоспособността на икономиката на Република Северна Македония. В тази насока от началото на първата криза (пандемията с вируса Covid-19) Националната банка предприе няколко мерки и дейности с цел освобождаване на допълнителна ликвидност за банките, като крайната цел е оказване на подкрепа на Македонската икономика, чрез подпомагане на кредитирането на най-засегнатите сектори в икономиката и главно чрез поддържане на кредитните потоци и кредитния цикъл от банковата система.

По-конкретно, в раздела мерки на Националната банка и правителството за справяне с кризи бяха накратко здравните мерки, които бяха предприети в самото начало на възникването на кризата с вируса Covid-19 споменатите, а след това и приетите парични и икономически мерки. Здравните мерки бяха споменати, защото те играят съществена роля в първоначалните последици, които се усещат от гражданите и корпоративния сектор и които засягат най-много търговските вериги. С напредването на кризата правителството и Националната банка предприемат други подходящи мерки, които са от тяхната компетентност. Като цяло са приети шест пакета от мерки за справяне с кризата с Covid-19. Други мерки за справяне с енергийни шокове не бяха приети през анализирания период, но има дискусия за прилагането им от началото на 2023 г. (като мярката за субсидираната цена на електроенергията или мярката за ограничаване на маржа на някои основни хранителни продукти). По отношение на икономическите

мерки може да се отбележи, че повечето от тях се отнасят предимно до предоставяне на финансова помощ и подкрепа на бизнеса и уязвимите категории граждани под формата на ваучери и заеми, изплащане на безвъзмездни средства на определени фирми и сдружения, след това предоставяне на лихви -безвъзмездни кредити от Банката за развитие, отсрочване на изплащането на кредити от банки. Сред другите по-застъпени икономически мерки са следните: замразяване на цените на определени продукти, съфинансиране на събития, подпомагане на селскостопанския сектор, подпомагане на туристическия сектор, предоставяне на подкрепа за стартиращи и откриване на нови бизнеси в страната, освобождаване от такси и ДДС за определен период и за определени групи, премахване и намаляване на определени митнически ставки и др. Въпреки че тези икономически мерки в един момент имат положителен ефект, все още има реакции, че те не са достатъчни, така че непрекъснато се предприемат подходящи мерки или се продължават някои, които са постигнали най-голяма полза. Създаването на нова помощ и подкрепа за гражданите и корпоративния сектор обаче не спира, защото не спират събития, върху които не може да се повлияе.

Що се отнася до паричните мерки, първоначално през второто тримесечие на 2020 г. банките приложиха обичайната практика, т.е. капиталът и резервите се увеличават чрез реинвестиране на печалбата от предходната година и чрез издаване на нови акции. Направени са някои нормативни промени, които променят договорните условия по кредитите, като е взето решение за третото намаление на основния лихвен процент през 2020 г. с 0,25% до ниво от 1,5 процентни пункта. Посочените парични мерки на Националната банка в този период допринасят за намаляване на разходите за финансиране чрез заеми от банки, повишават ликвидността на банковата система и оказват подкрепа на кредитните потоци в икономиката по време на здравната криза. През второто тримесечие на 2021 г. ограничителните мерки постепенно отпаднаха, което се отрази благоприятно на икономическата активност в страната. Повишената кредитна активност на банките се дължи на повишеното кредитиране на сектора на домакинствата, със солиден положителен принос на кредитите за корпоративния сектор. През второто тримесечие на 2021 г. Националната банка поддържа разхлабената парична политика, така че основният лихвен процент се поддържа на 1,25%, което е исторически най-ниското ниво. В средата на второто тримесечие на 2022 г. Националната банка приема мярката за по-голямо отделяне на размера на лихвите за задължителни резерви от валутна гледна точка, като основната цел е положително въздействие върху валутната структура на депозитите в банковата система чрез насърчаване на спестяванията в

местна валута, което е и в съответствие с националната стратегия за денаризация на македонската икономика. През второто тримесечие на 2022 г. вече започна нормализирането на паричната политика, според което банките осигуряват солиден кредитен ръст, който като динамика е подобен на предходното тримесечие на същата година. Ръстът на кредитите през този период е поравно разпределен както за домакинствата, така и за корпоративния сектор. Корекцията на паричната политика за реализиране на нормативно определените цели допринесе за намаляване на инфлационните очаквания, стабилизиране на валутния пазар и поддържане на средносрочна ценова стабилност. През второто тримесечие на 2022 г. основният лихвен процент е увеличен три пъти за общо 0,75% и достига ниво от 2%. В края на второто тримесечие на 2022 г. беше взето решение за повишаване на лихвите по свободните депозити съответно с 0,25% и 0,15% до нива съответно от 0,40% и 0,45%. През този период платежоспособността на банковата система се подобрява, показателите за ликвидност са на задоволително ниво (два пъти по-ниско ниво спрямо първото тримесечие на същата година), нарастват необслужваните кредити (което е по-силно изразено) в случай на корпоративни заеми) е постигната по-висока печалба от работата на местната банкова система (с 20,2 процентни пункта), нивата на възвръщаемост на средните активи и средния капитал и резерви са се подобрили, а излагането на валутен риск и риск на промените в лихвените проценти е намалял и е в предписаните крайни граници.

Въз основа на резултатите, получени от анализа на здравните, икономическите и монетарните мерки, предприети от Националната банка за справяне с кризи и произтичащия ефект, може да се каже, че Хипотеза 3, според която: „Централната банка има ключова роля в смекчаване на въздействието на кризите и осигуряване на финансов и икономически растеж“ се потвърждава.

Емпиричното изследване, включително описателен и иконометрично изследване, беше последвано от определени ограничения, сред които: в рамките на цялото изследване общото въздействие на трите вида кризи беше обобщено заедно (въздействието на всяка криза не беше анализирано отделно); относително краткият наблюдаван период от време (поради невъзможността да се съберат достатъчно дълги динамични редове на годишно ниво, анализът включва данни на тримесечна база, които тримесечни наблюдения не са достатъчни за откриване на дългосрочни тенденции); и фактът, че не е имало възможност за включване на контролни променливи, за да се вземе предвид въздействието на макроикономическите основи върху икономическия растеж

като: отвореност на икономиката, държавни разходи, инвестиции и др. (По-големият брой променливи, т.е. по-големият брой параметри в модела потенциално биха причинили девалвации в самия модел. От иконометрична гледна точка ще има голямо количество пристрастия и непоследователност).

В съответствие с горното трябва да се подчертае, че данните, получени от изследването, особено въз основа на модела, имат приблизително значение, тъй като функционалните зависимости не могат да покажат връзките между явленията със сто процента точност, когато те са повлияни от поредица от случайни фактори. Поради тази причина, ако този проблем бъде изследван по-нататък, е необходимо да се цели преодоляване на споменатите ограничения.

И накрая, може да се заключи, че от последните геополитически събития, особено руско-украинската война и покачването на цените на енергията, е много вероятно да има ключови предизвикателства за финансовия сектор в бъдеще. Поради това е от особено значение да се извършва непрекъснат анализ на въздействието и последиците от енергийните шокове върху финансовата система и особено върху банковия сектор. Доброто познаване на предисторията, или с други думи, причините за вече преживени кризи, може да помогне за подобряване на методите за измерване на чувствителността на банките към вътрешни и външни шокове. Също така, негативните ефекти върху икономиките на държавите неминуемо подчертават необходимостта от учене на базата на опита, тоест правене на изводи защо могат да възникнат различни видове кризи, с цел евентуалното им ранно предотвратяване. От гледна точка на насърчаването на развитието на финансовата система и икономическия растеж в бъдеще, освен всичко друго, е необходимо и целесъобразно да се управлява цялостната макроикономическа политика.

5.Списък с публикации

1. Tasheva. B. (2022) 'Analysis of the reports for expected trends in inflation and economic growth in the Republic of North Macedonia and the Republic of Bulgaria in the period 2021-2023', *Economic and Management*, 12(1), pp.12-24. DOI: 10.37708/em.swu.v19i1.2.

2. Tasheva, B. (2023) 'Analysis of the inflation and economic growth in the Republic of North Macedonia and the Republic of Bulgaria', *Entrepreneurship*, 11(1), pp.79-97.
DOI: 10.37708/ep.swu.v11i1.7.

6. Библиография към автореферата

- Allen, F. и Gale, D. (2000) 'Financial Contagion', *Journal of Political Economy*, 108(1), pp.1-33.
- Bagehot, (1873) *Lombard Street: A Description of Money Market*. Great Britain: Henry S. King & Co.
- Beck, T. and Levine, R. (2004) 'Stock markets, banks and growth: Panel evidence', *Journal of Banking and Finance*, 28(3), pp.423-442.
- Blackburn, K. and Hung, T.Y. (1998) 'A Theory of Growth, Financial Development and Trade', *Economica*, 65(257), pp.107-124.
- Deidda, L. and Fattouh, B. (2002) 'non-linearity between finance and growth', *Economic Letters*, 74(3), pp.330-345.
- Diamond, D.W. and Dybvig, P.H. (1983) 'Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity', *Journal of Political Economy*, 91(3).
- European Banking Federation (2020) Annual Report. [Online] Available at: <https://www.eba.europa.eu/publications-and-media/press-releases/eba-published-its-2020-annual-report> (15.06.2024)
- Favara, G. (2003) 'An empirical reassessment of the relationship between finance and growth', *International Monetary Fund Working Paper Series*, 1-46.
- Fiti, T. (2013) *The Macroeconomy today*. Skopje: MANU.
- Fung, M.K. (2009) 'Financial Development and Economic Growth: Convergence or Divergence', *Journal of International Money and Finance*, 28, pp.56-67.
- Graff, M. (2005) 'Performance in e-Learning: Online Participation and Student Grades', *British Journal of Educational Technology*, 36, pp.657-663.
- Gregorio, J.D. and Guidotti, P.E. (1995) 'Financial Development and Economic Growth', *World Development*, 23(3), pp.433-448.
- Herwatz, H. и Walle, Y.M. (2014) 'Determinants of the link between financial and economic development: evidence from a functional coefficient model', *Economic Modeling*, 37(C), pp.417-427.
- Jovanović, B. and Kabashi, R. (2011) *Potential Product and Product Gap for Macedonia According to Several Calculation Methods* (Working Papers 2011-04). Skopje: National Bank of the Republic of North Macedonia.
- Kaminsky, G.L. and Reinhart, C.M. (1999) 'The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems', *American Economic Review*, 89(3): pp.473-500.

- Khan, M.S. and Senhadji, A.S. (2003) 'Financial Development and Economic Growth: A Review and New Evidence', *ResearchGate*, 12, pp.89-110.
- King, R.G., and Levin, R. (1993a) 'Finance and Growth: Schumpeter might be right', *Quarterly Journal of Economics*, 108(3), pp.717-737.
- Kirkpatrick, D.L. (2000) *Evaluating Training Programs: the four levels - the ASTD handbook of training design and delivery*. VA: the American Society of training and development; New York: McGraw-Hill.
- Malkawi, H.A., Marashdeh, H.A. and Naziruddin, A.N. (2012) 'Financial Development and Economic Growth in the UAE: Empirical Assessment Using ARDL Approach to Co-integration', *International Journal of Economics and Finance*, 4(5), pp. 105-115.
- Mare, D.S., Melecky, M. and Murina, H. (2023) *Bank Bailouts and Fiscal Contingent Liabilities*. Policy Research Working Paper, World Bank Group.
- McKinnon, R. (1973) *Money and Capital in Economic Development*. Washington DC: The Brooking Institute.
- MF RN Macedonia (2022) Report on Financial Stability in the Republic of North Macedonia in 2022. [Online] Available at: https://www.nbrm.mk/content/FSR_2022_MKD.pdf (15.06.2024).
- Mhadhbi, K., Terzi, C. and Bouchrika, A.A. (2017) *Banking sector development and economic growth developing countries: A bootstrap panel Granger causality analysis*. Tunisia: Higher Institute of Management, University of Gabes.
- Pradhan, R.P. and Bagchi, T.P. (2013) 'Effect of Transportation Infrastructure on Economic Growth in India: The VECM Approach', *Research in Transportation Economics*, 38, pp.139-148.
- Rousseau, P.L. and Wachtel, P. (2011) 'What is happening to the impact of financial deepening on economic growth?', *Economic Inquiry Western Economic Association International*, 49(1), pp.276-288.
- Schumpeter (1912) *The Theory of Economic Development*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Schumpeter, J.A. (1934 (2008)) *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest and the Business Cycle*, (translated from the German by Redvers Opie). New Brunswick (USA) and London (UK): Transaction Publishers.
- Shaw, E.S. (1973) *Financial Deeping in Economic Development*. New York: Oxford University Press.
- Smith, A. (1776) *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. London: Methuen & Co.Ltd.

Wachtel, P.L. (2003) 'The surface and the depths: The metaphor of depth in psychoanalysis and the ways in which it can mislead', *Contemporary Psychoanalysis*, 39, 5-26.

THE SOUTHWEST UNIVERSITY "NEOFIT RILSKI"

FACULTY OF ECONOMICS

Department of Finance and Accounting

ABSTRACT

to a dissertation on the topic:

**IMPACT OF CRISIS SITUATIONS ON KEY INDICATORS OF THE
ACTIVITY OF THE BANKING SYSTEM IN THE REPUBLIC OF
NORTH MACEDONIA**

PhD student: Biljana Tasheva

Scientific supervisor: Assoc. Professor, Ph.D. Elena Stavrova

Blagoevgrad, 2024 y.

Table of content:

1 Scope and structure of the dissertation.....	3
2. General characteristics of the dissertation.....	3
2.1 Topic relevance	3
2.2 A research problem statement.....	5
2.3 Subject, purpose and objectives of the study.....	8
2.4 Research hypotheses	9
2.5 Study duration.....	10
2.6 Methodology	10
2.7 Research contribution	12
2.8 Dissertation structure	12
3. A brief summary of the dissertation	14
4. List of publications	23
5. Bibliography for the abstract	24

1.Scope and structure of the dissertation

The doctoral dissertation has a text of 198 pages, of which 190 pages are for the main text and the remaining 8 pages are for the bibliography. The doctoral dissertation does not contain additional appendices.

2.General characteristics of the dissertation

2.1 Topic relevance

The banking sector is an integral part of the economy. Therefore, this sector plays an important role in the well-being of the economy. A weak banking sector not only threatens the long-term sustainability of the economy, but can also be a trigger for a financial crisis that leads to economic crises.

Banks perform several key functions in a country's economy. As Allen and Gale (2000) write, banks improve the allocation of capital deficits by lending where they will be most productive, and they allow households to plan their consumption over time by enabling them to save and borrow. In addition, banks provide liquidity to the economy by financing illiquid assets with liquid liabilities (Diamond and Dybvig, 1983). In doing so, they help savers manage their liquidity risk while at the same time allowing for long-term investment.

The role of banks in the economy has attracted attention since the 18th century. (Smith, 1776; Bagehot, 1873; Schumpeter, 1912; Schumpeter, 1934 (2008)). In general, the relationship between financial development and economic growth has been widely discussed in the literature since Schumpeter's seminal work (1912). Many studies (King and Levine, 1993 a,b; Gregorio and Guidotti, 1995; Blackburn and Hung, 1998; Kirkpatrick, 2000; Beck and Levine, 2004; Fung, 2009; Pradhan, 2013; Herwatz и Walle, 2014) have examined the relationship between economic growth and financial sector development using numerous econometric techniques, such as: panel data, cross-sectional data, time scales, firm-level, country-level, and industry-level.

The existing literature offers a wide range of perspectives and insights on the growth-finance nexus, which, however, sometimes lead to contradictory results. It has long been argued that the financial system, by facilitating the mobilization of capital, was crucial to the "eruption" of English industrialization (Bagehot, 1873). At that time, Schumpeter (1934 (2008) emphasized the importance of the banking system for economic growth, highlighting the circumstances

under which banks can actively promote innovation and future growth by identifying and financing productive investments. With the contributions of McKinnon (1973) and Shaw (1973), the relationship between financial development and economic growth has been an important issue of debate and over the past thirty years this relationship has been widely analyzed (Mhadhbi, Terzi и Bouchrika, 2017). However, other empirical studies in the last few years offer conflicting evidence (Kaminsky и Reinhart, 1999; Deidda и Fattouh, 2002; Khan и Senhadji, 2003; Wachtel, 2003; Favara, 2003; Rousseau and Wachtel, 2011; Malkawi et al. 2012). Therefore, it can be said that contemporary understandings of the relationship between economic growth and banking sector development, as well as their causal relationship, remain unconvincing. Here, the focus of the discussion is placed on the study of banking sector development measures, which would enrich the literature and make it more credible, since it is believed that most authors who deal with this issue analyze data from the reports of World Bank and the International Monetary Fund. It is therefore very logical to obtain the same results for most countries. Furthermore, in this context it should be emphasized that a banking system that is appropriate for one social, institutional and economic environment may be completely inappropriate and even harmful in another environment or at another time. In short, there may be various structural discontinuities or changes that further complicate the identification of causal relationships.

An alternative approach to analyzing the relationship between finance and growth, assessing the level of development of the banking sector, as well as the impact of the banking sector on economic performance, which contradicts the traditional analysis, was proposed by Graff (2005). His approach is based on the resources available for the development of the banking system and can be summarized in three indicators: the share of the labor force in the banking sector, the participation of the banking system in GDP, and the number of banks and branches per capita.

Economic historians can provide compelling examples of all the possibilities for all the causal relationships mentioned so far in the dissertation. It is clear that there is a need for further research. It is therefore expected that this dissertation will bridge the gap in the current literature between economic growth and banking sector development and will contribute to the existing literature in several important respects.

2.2 A research problem statement

Long time ago, experts in the field of economics have established the importance of financing as a basis for starting entrepreneurship and innovation, which are considered drivers of economic growth. Schumpeter (1934 (2008)) argues that entrepreneurship and innovation will move forward only if the country's economy successfully mobilizes savings, effectively allocates resources, reduces the effects of information asymmetry, and successfully manages risks. These are, in fact, services provided by the modern financial sector. This and other similar and related views have been the subject of numerous studies for a long time, that is, even before the global crisis, and cannot be disputed, except that some economists have pointed out the interdependence of these processes, in particular the reverse effect of economic growth on the development of the financial system. From here, the question arises quite logically why some countries are underdeveloped and is it necessary to copy the basic postulates of the financial system in order to ensure growth? From most of the research conducted, the answer lies in the institutions, legal frameworks and the implementation of the principles of the rule of law, which are actually at a very low level in underdeveloped countries. The legal framework in many such economies was created long before the emergence of the financial system and this ultimately leads to a poor investment climate and a bad attitude towards investors, which in turn leads to their absence, as well as to a low level of economic growth. On the other hand, however, the construction and implementation of a stable financial system in a short period of time is very difficult to implement. This is especially due to the negligence of the institutions, whose comprehensive reform is a prerequisite for the creation of such a thing. Therefore, it is not enough to “transplant” or “copy” a good financial system to ensure economic growth. A real example of this is the example of the Republic of North Macedonia, which confirms that a strong legal framework and strong institutions, which are missing here, are a prerequisite for any economic recovery.

With the impact of the crises and their consequences that have affected Europe and the world over the past three years, arguments are being presented that somehow deny the positive effects of the financial system on economic growth. There is even an opinion that the financial system can have a negative role in economies as a whole. The question that was in the focus of the researchers was the desired size of the banking sector, that is, the limit to which this segment of the economy will negatively affect its growth and development.

The average direct cost of bank bailouts over the past forty years has been greater than 7% of GDP (Mare et al., 2023). This is a sufficient indication of how important the size of the

financial sector is in terms of fiscal spending planning. Banking systems (or even individual banks) in some economies over time become too big to fail, that is, so large that they can even be bailed out.

A common criterion for measuring the size of the banking sector is the ratio of assets to the country's gross domestic product. This would mean in practice that any individual government could bail out banks in difficulty only if the banking sector was not too large in relation to the capacity of the economy itself, as measured by Gross Domestic Product. Therefore, to measure the size of the banking sector in this way, two main criteria are used. The first criterion is the ratio of assets or the ratio of capital to gross domestic product. Both indicators have certain advantages, but in any case they lead to the conclusion that small economies cannot have a large banking sector. According to this criterion, an excessive banking sector, for example, has certain economies with favorable tax treatment (Luxembourg, Ireland, Cyprus), a strong financial center like the United Kingdom, while the size of banking assets in the eurozone countries is 3.3 times larger than GDP (European Banking Federation, 2020). The second criterion is related to the customers of the banking sector. According to the second criterion, the size of the banking sector must be consistent with the financial needs of the customers (legal entities and individuals) it serves.

Since different countries have different financial needs, GDP is unlikely to be a good measure of the size of the banking sector, given that it only includes the value added to the economy, but not other factors such as different financial needs. For example, for countries that have a large private sector, large multinational corporations, it makes sense to have a large banking sector, given that these companies are usually centrally financed and mainly use parent banks for their expansion. This approach therefore emphasizes that the structure of bank deposits is particularly important for the size of the banking system and that it is directly related to the share of loans given to firms that only bring economic growth.

In the last few years, the development of the modern banking sector in the Republic of North Macedonia has made significant progress towards a more robust financial system. The positions in the banking system of the young transition economy were very quickly taken by foreign, mainly regional banks, which participated in the privatization of local financial institutions. With their lending activities, they contributed to the recovery of the economy in the country, and thus banks became almost the only representatives of the financial system. However, the dominance of loans as the only financial instrument led to very high growth rates in the banking sector (Jovanović and Kabashi, 2011; p.22), which in the Republic of North Macedonia at one point in 2005 exceeded the level of the country's GDP (Fiti, 2013; p.884).

The past three years have brought major economic challenges not only to the country but also to the entire world in this regard, which is the result of the outbreak of two consecutive crises related to the Covid-19 pandemic and the energy crisis. As a result of the crisis caused by the Covid-19 pandemic, in 2020 the world recorded the largest one-year increase in debt observed since World War II. Global debt (public and private) in 2020, according to data from the International Monetary Fund, increased by 28 percentage points to 256 percent of world GDP. Much of this increase is the result of the change in public debt, which this year rose to the highest 99 percent of GDP, i.e. it increased by 19 percent of GDP. Compared to the global financial crisis, during the Covid-19 pandemic, public debt increased as much in one year as it did in two years during the global financial crisis of 2008 and 2009. However, the increase in public debt is considered justified, since it has affected the protection of citizens' lives, the preservation of their jobs, and the avoidance of collapse and stagnation of businesses. It is therefore obvious that excessive debt increases the vulnerability of the economy, but if measures are not taken in this regard, the social and economic consequences would be devastating.

In addition, apart from 2020, 2022 will be particularly remembered for the highest inflation growth and compared to several decades ago. The energy crisis and price pressures have further intensified with the start of the war in Ukraine. Based on the Covid-19 virus crisis, the domestic and global economies, and hence their financial systems, are constantly exposed to shocks, one after another. That is why politicians in the countries during the indicated period focus on finding solutions to overcome the crises and their consequences. Therefore, like other countries, the Republic of North Macedonia directs its capacity to manage and amortize risks and maintain macroeconomic and social stability of businesses and citizens. At the same time, public finance reforms are put first (MF of the Republic of Macedonia, 2022). The goal of public finance reforms is long-term and quality planning of the budget and budget programs, continuity and sustainability in the implementation of policies, a more correct model in terms of revenues, expenditures and financing methods, as well as monitoring and measuring results (MF of the Republic of Macedonia, 2022). Public finance reforms are of key importance for the faster recovery of the economy from crises, but also for driving and accelerating the economic growth of the state. Sustainable results in any area of activity can only be achieved if there is a system. Therefore, the reform program is good to implement in the event of a crisis, because it is the best indicator of where in the system some change needs to be made. Considering the impact of crises on the financial system and the work of the central bank, it is important to conduct a detailed study to obtain the true picture of the economic growth situation in such conditions.

2.3 Subject, purpose and objectives of the study

Starting from the fact that banks are the most powerful financial institutions and the banking sector is the dominant form of financing, i.e. the most significant source for satisfying the demand for financial resources, the subject of research in this dissertation is an analysis of the interactive relationship between financial development (which is based on the operations of banks, especially the Central Bank) and economic growth, i.e. to investigate whether there is a causal relationship between the financial intermediation of the Central Bank and economic growth in the Republic of North Macedonia and what is its direction. Specifically, an attempt is made to estimate the parameters of the functional dependence of the relevant variables in the model by applying appropriate econometric methods to time series data. Therefore, the purpose of the research in the dissertation is a theoretical, methodological and empirical study of the impact of crisis situations on the main indicators of the activity of the banking system of the Republic of North Macedonia.

For realization the purpose, it is necessary previously to complete some of the more important tasks:

- Review of the theoretical and methodological literature related to the topic;
- Determining the impact of crises on the overall functioning of humanity and especially on the activities of the Central Bank of the Republic of Macedonia;
- Analysis of the risks faced by the Central Bank of the Republic of Macedonia;
- Determining and analyzing the effects resulting from the impact of crisis situations on the main indicators of the banking system of the Republic of Macedonia;
- The impact of banking operations on economic growth;
- Measures taken by the Central Bank to protect people and businesses from economic collapse;
- Analysis of the effects of the measures taken by the Central Bank to deal with crises;
- Empirical research;
- Obtaining conclusions from the overall study, and
- Preparing recommendations.

2.4 Research hypotheses

In accordance with the defined subject and purpose of the study, the main hypotheses that should be taken as a basis and whose verification during the study and analysis of empirical data should lead to relevant conclusions about the relationship between the development of the banking system and economic growth are the following:

***Hypothesis 1:** There is a positive correlation between the development indicators of the banking system and the rate of economic growth.*

***Hypothesis 2:** Economic growth and bank financial intermediation are bidirectionally causally related.*

***Hypothesis 3:** The central bank has a key role in reversing the impact of crises and ensuring financial and economic growth.*

Thus, three scientific hypotheses can be taken as a starting point in analyzing the relationship between economic growth and the development of the financial system.

The first scientific hypothesis concerns economic growth driven by the development of the financial system (supply-leading approach). According to this approach, the causal relationship is directed from financial development to economic growth. With the emergence and development of financial institutions and the financial market, the supply of financial services also increases, thus allowing for growth in economic activity. In this regard, many economic and financial experts come out with the opinion that the main obstacle to economic growth is an insufficiently developed financial system. On the other hand, if there are no restrictions on other factors of economic growth, a complex financial system can generate a high and sustainable rate of economic growth. Supporters of this first approach emphasize the ability of the banking system to create and direct money into productive and innovative projects, which means stimulating the growth of the economy as a whole.

The second scientific hypothesis refers to the fact that under certain circumstances, the development of the financial system can negatively affect economic growth. This approach is based on the potential destabilizing effects of the impact of the crisis.

According to the third scientific hypothesis, **the Central Bank has a key role in mitigating the impact of crises and ensuring financial and economic growth.** This view is consistent with the assumption of the neoclassical theory of economic growth of zero transaction costs and perfect information. According to the fifth a priori possible relationship, it is believed that the presence of a positive correlation of real and financial development indicators arises as a

consequence of a random and simultaneous negative or positive trend in the financial and real sectors.

2.5 Study duration

The research in the dissertation was conducted in the period from 20.01.2022 to 13.04.2024. The data collection process took a little longer than planned. This is due to the relatively "new problem" facing the world, from which the idea for the analysis initially arose, but due to the fact that later the Covid-19 virus crisis was followed by the energy crisis, a new situation arose and as a result of the lack of data, related research and analysis. From the point of view that the study included both qualitative and quantitative analysis, the research period was extended, in order for the conclusion of the whole to be more suitable for determining future guidelines and recommendations for the work of the Central Bank of the Republic of Macedonia in crisis conditions.

2.6 Methodology

In this dissertation, several research methods have been used in order to address the subject of research, and hence to achieve the set objectives of the study. The dissertation has collected, processed, systematized and analyzed data from two types of sources: data from the existing theoretical literature related to the topic and data obtained from primary research through the analysis of official reports of the National State Bank, the Bureau of Statistics, and the Ministry of Finance of the state.

The scientific research methods which were used for these activities are following:

- Observation method (for collecting and searching literature);
- Historical method (using secondary data sources such as: scientific publications, empirical studies, books, reports, articles, etc. from local and foreign literature, appropriate to the subject of the study);
- Operational method (method for analyzing the content of reports and all selected materials from local and foreign literature);
- Comparative method (for comparing identical or related facts, processes, phenomena, that is, for determining the similarities and differences between them);
- The specialization method (to create one's own views based on the literature read);

- Deductive method (for deductions from general findings to special and individual findings in relation to the needs of the work);
- The synthesis method (to connect the collected data into a single whole);
- Inductive and deductive method (for formulating conclusions and recommendations and developing working hypotheses), and
- Basic data collection method.

In the relevant literature related to the topic of the study, no single theoretical path or reliable model for empirical research on the relationship between the development of the financial system and economic growth has been indicated so far. The number of methods and techniques initially depends on the defined research objective, as well as on the nature of the available data. From the point of view of the availability of a wide range of mathematical, statistical and econometric methods, there is also an adequate basis for empirical analyses.

The empirical analysis in this doctoral dissertation begins with an examination of the relationship between the rate of economic growth and the indicators of development of financial intermediation of banks. The purpose of correlation analysis is to determine whether there is a quantitative correspondence between the variations of the observed variables. The more controversial issue in the literature is what is the direction of the causal relationship of the relevant variables, rather than whether there is a relationship between the data. Hence the problem of choosing an adequate methodology for analysis arises. Causality implies situations in which certain variables not only explain a given dependent variable, but are explained by the same variable. If there is a simultaneous interdependence of certain variables, then all of them should be treated in the same way. In other words, there should be no difference between endogenous and exogenous variables. Thus, if this difference is ignored, all variables will be assumed to be endogenous. According to the above, the most appropriate framework, with the help of which the dependence of each variable on its own and lagged other variables can best be represented with appropriate equations, is the vector autoregressive model, i.e. VAR. With this model, it is possible to analyze the dynamic relationships of the variables.

For the purposes of the analysis within this dissertation, three complementary techniques have been selected, namely: Granger causality test, impulse response function analysis and variance decomposition for forecasting error.

In the empirical analysis, the comparative method, the operational method and the synthesis method were used to group the data and their graphical and tabular presentation.

Books, professional articles, reports, international level research papers, case studies, websites relevant to the topic, print resources, surveys have been used as a source of data for

the application of the above research methods in order to realize the research topic by international faculties, etc.

By using all the above methods, it is possible to realize the research subject. All methods have equal value for achieving the research objectives.

2.7 Research contribution

The research in the doctoral dissertation will contribute to enriching the literature on the topic, will indicate the importance of the relationship between economic growth and the financial system of the state with facts and figures for a specific period in a specific country, appropriate recommendations for better practices in action will be given. By implementing the recommendations implemented in the doctoral dissertation, i.e. taking monetary and economic measures, as well as good forecasting and management of potential risks, will ensure greater positive macroeconomic effects, i.e. will ensure greater and sustainable economic growth in the future.

2.8 Dissertation structure

The structure of the doctoral dissertation is systematized into five chapters, sections and subsections. At the very beginning of the dissertation, the content of the study is presented, and the lists of tables and figures are listed. The first chapter of the dissertation contains the introduction. First, some introductory notes related to the topic are given, as well as an explanation of the relevance of the topic of the study. Then the research problem is stated. After the research problem, the object, purpose and tasks of the study are analyzed and set. Then, in the next subsection, the period of the study is specified, and at the end of the first chapter, the methodology of the study is discussed.

The second chapter, entitled “Theoretical Analysis and Literature Review” consists of several subsections. First of all, this chapter examines the role and importance of the banking sector. This subsection highlights the general role of banks in the processes of economic development (in neoclassical, monetary, Keynesian, institutional economic theory, as well as in the concept of financial intermediation). The next subsection refers to the interdependence of the banking system and economic growth, which discusses the influence of banks on the economic growth of the country. Another subsection of this chapter analyzes the banking system in the Republic of North Macedonia, including the structure of the banking sector in

the Republic of North Macedonia, as well as indicators of the development of the banking sector in the country. The last subsection of this chapter is devoted to the analysis of the central bank of the country with its characteristics. This subsection covers: Establishment of the Central Bank of the Republic of North Macedonia; Bodies of the Central Bank of the Republic of North Macedonia; Functions of the Central Bank of the Republic of North Macedonia; Instruments for regulating monetary policy; Conducting monetary policy; and Reference interest rate as the main instrument for conducting monetary policy.

The third chapter of the doctoral dissertation concerns the empirical research with its features. In this part, the author has indicated his specific arguments and ideas, while at the same time giving a description of the main concepts of the research. Specifically, in the third chapter, the research design is formulated. The research variables are also indicated here. In addition, the process of data collection and measurements is described and developed in detail, and the research ethics are outlined. The third chapter presents the results of Impact of crisis situations on the main indicators of the activity of the banking system of the Republic of North Macedonia. This chapter first presents data from previous studies relevant to the subject of the study, which have been conducted on the territory of the Republic of North Macedonia in the last few years. These previous studies serve for the comparative analysis, when comparing the results obtained from the author's analysis and the author's views with what has already been presented as fact by other experts in the field in the country. In accordance with the set subject and purpose of the study, as well as the main scientific hypotheses, qualitative and quantitative methodology has been applied in the doctoral dissertation. The purpose of the qualitative methodology is the study of the defined terms and descriptive analysis based on the interpretation of the collected information, which is important for the analysis of the development of the financial system and economic growth. The purpose of this approach is to lay a theoretical foundation for empirical testing of scientific hypotheses. The process of theoretical formulation of the problem is carried out by applying the methods of analysis and synthesis, induction and deduction in order to define general conclusions important for understanding the problem from individual assumptions, abstraction and generalization. Also, the comparison method was used to compare alternative points of view found in the relevant literature on the subject area. The purpose of the quantitative methodology is to prove the relationship and interdependence of the development of the financial system and economic growth with the help of mathematical and statistical-econometric methods. The purpose of mathematical models is to derive relationships between the relevant variables. The selection of adequate statistical-econometric methods aims to determine the degree of statistical correlation and to verify the causal relationship between the indicators of the development of the financial

system and the rate of economic growth. Data related to the issue under consideration will be collected from appropriate periodicals and databases of leading national institutions. In addition to the comparative and Econometric research, in this chapter, in a separate subsection, the measures taken by the National Bank and the government to deal with the crises and eliminate their negative effects will be listed.

The fourth chapter examines the data obtained from the study, i.e. first, the results of the comparative analysis are given (here, the data obtained from the analysis of bank statements and the data obtained related to the work of the central bank of the country are discussed), and then the data obtained from the statistical analysis.

The conclusions and recommendations constitute the fifth chapter of the study. At the end, the used literature is indicated.

3. A brief summary of the dissertation

In this dissertation, two aspects were analyzed. The first aspect that was analyzed is the causal relationship between the development of the financial system and the rates of economic growth, and the second aspect is the influence of the central bank on economic growth in crisis conditions in a certain period of time. For both aspects, a detailed study of the relevant literature was first carried out, while the views of many authors (similar or opposite) were listed, and after the analysis of the theory, a research part was carried out, which made it possible to formulate the relevant conclusions at the end. The financial system was first put in focus because it is one of the most important segments of any market economy. A developed financial system implies the coordination of financial markets, financial institutions and financial supervision. Its main role is the collection of savings and their optimal use for investment purposes and other economic activities. More precisely, the role of the financial system is to concentrate and distribute free financial resources in an economically rational and effective manner. The financial system in the Republic of North Macedonia is market-oriented, but banks still have a dominant role in the field of financial intermediation, given that the assumptions that allow for a greater role in the securities market are not fulfilled. Hence their inclusion in the focus of research in the doctoral dissertation. The impact of crises was included because this time it was unexpected, it happened extremely quickly and also spread extremely quickly around the world, grew into a pandemic and significantly changed the normal way of life and work. As a result of global instability, the economy of almost all countries in the world, without exception, has significantly deteriorated. Among other things, the policies of most

countries turn out to be inadequate and ineffective. All these things are subject to theoretical and analytical analysis.

In order to explain the specific role of the financial system in the process of economic growth, a systematization of different economic theoretical perspectives was carried out. The banking view gives priority to banks, since they are more efficient in the process of mobilizing savings due to economies of scale. Such their efficiency is also reflected in the collection of information in order to improve the allocation of capital and corporate governance. On the other hand, supporters of the market view or market-based financial system argue that the securities market provides services that are crucial for stimulating investment and economic growth, as well as for better risk management. Specifically, this means that a developed and liquid capital market allows for the transfer of ownership of financial assets, which encourages investors to invest in projects with longer maturities and higher returns. In contrast to these two perspectives, the financial services perspective emphasizes their equal role in mobilizing savings, allocating resources to the most productive investment projects, and exercising corporate control and risk management. Therefore, special emphasis is placed on the quality of financial services provided by the financial system, considering that the volume and quality of financial services depend primarily on the degree of development of the financial system, rather than on its structure. Therefore, the rate of economic growth will depend on the availability of financial products and the efficiency of financial intermediaries and securities markets in providing financial services.

The above is a confirmation of Hypothesis 1, according to which: “There is a positive correlation between the indicators of development of the banking system and the rate of economic growth”. The complexity and importance of and the functioning of the financial system are determined by numerous factors that determine its development. According to the research in this doctoral dissertation, it has been proven that the development of the financial system largely depends on political stability, regimes and government policies. Adverse political conditions strongly disrupt the normal functioning of institutions, markets, cash flows, distribution, etc., even outside their areas, but with the domino effect they also question the trust in national institutions, which in turn depends on how they would deal with an expected or unexpected crisis, whether it will be welcomed by the household and business sectors or not. Here, in fact, it is stated that there is a direct relationship between political events, the pandemic and stock market prices. State control over the financial sector implies its passive role in the economy. Moreover, in such or similar cases, state measures and policies are needed to stimulate financial markets. An important area of state influence on financial development is the macroeconomic environment it creates, that is, price stability and financial discipline. This

would have an impact in a way that would ensure a stable financial sector and faster financial development. From the point of view that inflation calls into question the operational efficiency of financial markets and institutions, price stability is the most important prerequisite for the efficient allocation of domestic resources. Inflation weakens confidence in the national currency and causes a flight of money abroad. The uncertainty caused by the increase in the general price level affects the structure of investments, i.e. short-term investments become dominant over long-term ones. Inflation also leads to an increase in nominal interest rates. The higher cost of capital discourages the deficit sector from undertaking capital investments. Financing the budget deficit by borrowing the state through the issuance of securities leads to an increase in interest rates. Therefore, high yields on government securities limit the ability of the financial system to allocate savings efficiently. Therefore, fiscal discipline, that is, rational management of public finances, is a condition for strengthening market mechanisms for transferring savings into investments and developing the financial system. The efficiency of the securities market and financial institutions depends on state intervention measures (financial repression), which include, among others: limiting the level of interest rates, requirements for high bank reserves and a policy of targeted loans. The harmful effects of financial repression are expressed in the slow development of the financial system and the direction of savings primarily to sectors that are not sufficiently profitable. The elimination or limitation of the above forms of state intervention is a condition for the smooth development of the financial system. However, financial liberalization does not allow the financial system to fulfill only its positive role in the allocation of financial resources. Experience shows that sudden and excessive financial liberalization undermines the stability of the financial system. This is supported by the numerous financial panics and crises in the recent and distant past of the world economy. Another important factor in the development of the financial system is the legal infrastructure, as well as the infrastructure that allows the collection, processing and management of information. With complex information technologies and systems, transaction costs and information costs are reduced, but it is also possible for financial transactions to be carried out continuously in space and time. Qualitative financial regulation and supervision are also a condition for the proper functioning and development of the financial system of a country. Financial regulation plays an important role in the process of mitigating information asymmetry and maintaining the stability of the financial system. Supervision of financial institutions, on the other hand, is the basis of financial market stability and public trust in the financial sector. And the ownership structure of financial institutions has a certain impact on the development of the financial system. Namely, the experience of the Republic of North

Macedonia proves that local and foreign private banks offer better quality and accessibility of financial services than state-owned banks.

In order to study the causal relationship between the development of the financial system and economic growth, it was necessary to analyze the concept of economic growth. In this direction, two theories emerged: the neoclassical theory and the theory of endogenous growth. These two theories emphasize the two main determinants of economic growth, namely technological innovation and capital accumulation. In addition, the study expanded the scope of modeling economic growth in the context of already developed theories of economic growth with the help of numerous models that explicitly show how the financial system contributes to the development of the real sector. Due to the fact that there is no single differentiated theoretical direction that would include the functioning of the financial system as a determinant of economic growth, the basis of all the presented models is the inclusion of the problem of coordination of decisions between entities, such as: households; business, financial intermediaries and the securities market.

Historically, the development of the financial system and industrial development are two mutually conditioned processes. The interactive relationship between the real sector and the financial sector suggests that with the development of technological innovations, the need for financial innovations increases, which further determines the development of the financial sector. This contributes to the development of innovative activities in the real sector and to the elimination of information asymmetry. Technological innovations increase production and balance the rate of economic growth. The development of banks and stock exchanges, on the other hand, makes it possible to manage liquidity risk, and a liquid banking sector allows for a reduction in the part of savings that are stored in the form of unproductive liquid assets at the level of the economy, that is, the financing of profitable projects that require long-term capital investments. By breaking down the system of relationships between the development of the financial system and economic growth, it is proven that there are multiple channels, that is, mechanisms of their causal relationship. At the same time, from a theoretical point of view, no unambiguous answer can be given when it comes to the direction of the causal relationship between the development of the financial system and economic growth, thus confirming Hypothesis 2, according to which: "Economic growth and financial intermediation of banks are mutually bidirectional causal relationships."

The relationship between the development of the financial system and economic growth as a subject of empirical work is a relatively new area of research. The findings of numerous empirical studies, both in developed and developing countries, are not uniform, but indicate the presence of predominant relationships between the development of the financial system

and economic growth. In this sense, it is possible to verify the validity of one of the three appropriate approaches related to the direction of the causal relationship between financial development and economic growth: economic growth led by financial development (supply leadership), financial development initiated by economic growth (demand following) and the hypothesis of the causal relationship with the feedback loop. As part of the empirical analysis, an attempt was made to determine the presence and direction of the causal relationship between the development of financial intermediation of banks and economic growth on the example of the Republic of North Macedonia. A positive statistically significant moderately strong correlation is established between the indicators of the size, activity and efficiency of the banking sector on the one hand and the growth rate of real GDP on the other. As already indicated, the explanation for this can be sought in the fact that the increase in the value of individual indicators of the development of financial intermediation by banks corresponds to an increase in the growth rate of real GDP and vice versa, a trend of a decrease in banking sector operations corresponds to a decreasing rate of economic growth. In order to reveal the direction of the causal relationship between the development of financial intermediation of banks and economic growth, an appropriate vector autoregressive model was formulated and estimated. At the same time, the concept of causality is interpreted in the so-called Granger sense. This means that knowing the past values of one variable, the future movement of another variable can be predicted with greater accuracy. Regarding the relationship between the indicators of the size of the banking sector and the growth rate of real GDP, the results of the analysis are not the same. No statistically significant causal relationship has been established between the share of banking sector assets in GDP and the growth rate of GDP. In particular, changes in the movement of banking sector assets do not support the explanation of the future movement of the economic growth rate, just as it is not possible to predict the movement of banking sector assets, knowing the dynamics of economic growth in the observed period. On the other hand, a statistically significant one-way relationship is confirmed, which runs from the direction of the participation of bank deposits in GDP to economic growth. In the relationship between bank lending activity and economic growth, a statistically significant one-way causal relationship is found, which is in the direction of the participation of approved loans to private companies in GDP and the rate of economic growth. There is also a causal relationship from the direction of the participation of loans given to the population in GDP to economic growth. The efficiency of the banking sector, measured as the ratio of loans to deposits, is also one of the leading indicators in predicting the rate of economic growth.

In the continuation of the study, the impulse response function was used to study the reaction of the economic growth rate to an unexpected change in the variables that were found in the

previous step to potentially condition its movement. In this regard, deviations in the movement of the economic growth rate from its average value due to an increase in the relevant variables by one standard deviation for the period of ten quarters were traced. It was found that the economic growth rate generally gives a positive response to a single shock in the variables reflecting the development of the banking sector. In addition, the decomposition of the variance of the forecast error allows us to identify the intensity of the action of the variables, i.e. to establish the extent to which the change in the economic growth rate is determined by the unexpected change in other variables for the selected forecast horizon of twenty quarters. The greatest influence on the variations in the rate of economic growth is exerted by the change in the share of loans granted to private enterprises in GDP, and this influence increases over time. In the last forecast quarter, almost 64% of the variations in the rate of economic growth can be explained by the initial change in the amount of loans granted to private businesses. On the other hand, fluctuations in the rates of economic growth are explained significantly less by changes in the deposit potential, loans granted to the population and the efficiency of the banking sector. The above shows that no single conclusion can be drawn regarding the direction of the causal relationship between the development of the financial system and economic growth, which empirically confirms the second hypothesis in an unambiguous way. Overall, the results of this study confirmed the validity of the supply-side approach, which can be understood as meaning that the creation and development of financial institutions and markets increases the quality and supply of financial services and thus promotes economic growth.

In the financial system of the Republic of North Macedonia, commercial banks play a leading role in the provision of financial services. Their high participation in the total balance of the financial sector is confirmed by the high 90%. With the reforms in the banking sector, the ownership structure of banks is changing. Thus, with the entry of foreign banks, the access of the domestic economy to international financial markets is facilitated, and as an additional effect of their entry is the introduction of new business technologies, which contributes to higher competition and better quality of financial services.

From the comparative analysis of the data obtained from the reports of the National Bank, it became clear that in the conditions of crisis the state cannot achieve long-term and sustainable economic growth. Based on this, it is clear that its economic results and the quality of life of its citizens are decreasing. Since we are talking about the impact of three consecutive, different in type crises, the economy has been brought to a state of continuous and rapid growth in the prices of goods and services, reaching record high levels of inflation, not seen for many years. From the point of view of the inflation rate and the dynamics of its development, the Republic

of North Macedonia is initially facing galloping inflation and there are serious indications of hyperinflation in the future.

The deposit potential of banks in the Republic of North Macedonia before the crisis recorded a moderate growth until the beginning of the Covid-19 pandemic in the first quarter of 2020. In parallel with the deposit potential of banks, their credit activity also increased. At the same time, the growth was highest in loans given to households, and more specifically, the growth was highest in housing loans. The negative effects of the global health crisis, and later other types of crises, on the banking sector in the country and on the entire economy as a whole, lead to an increase in credit risk. This leads to an increase in the share of non-performing loans in the total amount of loans, as well as to slow growth in total credit activity. Additional consequences of the crisis include a decline in profitability, a decrease in the number of employees, difficulties in the normal distribution of goods and capital, disruption of normal production flows, narrowing of the business network of banks, etc. Due to the impact of the crisis, over the past four years, the development of the capital market has slowed down and can even be said to have stopped. However, this is a relatively smaller, less active and less liquid capital market compared to some European countries. During and after the global economic crisis, the values of macroeconomic indicators deteriorated. The growth rate of real GDP is on average negative. Here, it is also worth noting the trends that have been present for several years, namely: increasing unemployment, internal and external debt of the state and the budget deficit. This state of the economy, complemented by the impact of the crises, leads to an increase in the overall risk of the country, which, among other things, has a negative impact on the competitiveness of the economy of the Republic of North Macedonia. In this regard, since the beginning of the first crisis (the Covid-19 pandemic), the National Bank has taken several measures and activities in order to release additional liquidity for banks, with the ultimate goal of supporting the Macedonian economy by supporting lending to the most affected sectors of the economy and mainly by maintaining credit flows and the credit cycle of the banking system.

Specifically, in the section on measures of the National Bank and the government to deal with crises, the health measures that were taken at the very beginning of the Covid-19 virus crisis were briefly mentioned, and then the monetary and economic measures adopted. Health measures were mentioned because they play a significant role in the initial consequences felt by citizens and the corporate sector, and which affect retail chains the most. As the crisis progresses, the government and the National Bank take other appropriate measures that fall within their competence. In total, six packages of measures have been adopted to deal with the Covid-19 crisis. Other measures to deal with energy shocks were not adopted during the analyzed period, but there is a discussion about their implementation from the beginning of

2023 (such as the measure on the subsidized price of electricity or the measure to limit the margin of some basic food products). With regard to economic measures, it can be noted that most of them relate primarily to providing financial assistance and support to businesses and vulnerable categories of citizens in the form of vouchers and loans, payment of grants to certain companies and associations, then provision of interest-free loans from the Development Bank, deferral of loan repayments by banks. Among the other more common economic measures are the following: freezing the prices of certain products, co-financing events, supporting the agricultural sector, supporting the tourism sector, providing support for start-ups and opening new businesses in the country, exemption from fees and VAT for a certain period and for certain groups, eliminating and reducing certain customs rates, etc. Although these economic measures have a positive effect at one point, there are still reactions that they are not enough, so appropriate measures are constantly being taken or some that have achieved the greatest benefit are continued. However, the creation of new assistance and support for citizens and the corporate sector does not stop, because events that cannot be influenced do not stop.

As for monetary measures, initially in the second quarter of 2020, banks implemented the usual practice, i.e. capital and reserves are increased by reinvesting the profit from the previous year and by issuing new shares. Some regulatory changes have been made that change the contractual terms of loans, and a decision has been made for the third reduction in the key interest rate in 2020 by 0.25% to a level of 1.5 percentage points. The aforementioned monetary measures of the National Bank during this period contribute to reducing the cost of financing through loans from banks, increase the liquidity of the banking system and support credit flows in the economy during the health crisis. In the second quarter of 2021, restrictive measures were gradually lifted, which had a positive impact on economic activity in the country. The increased lending activity of banks was due to increased lending to the household sector, with a solid positive contribution from loans to the corporate sector. In the second quarter of 2021, the National Bank maintained the loose monetary policy, so that the key interest rate was maintained at 1.25%, which is the lowest level in history. In the middle of the second quarter of 2022, the National Bank adopted the measure for a greater separation of the amount of interest on mandatory reserves from a foreign exchange perspective, the main goal being a positive impact on the currency structure of deposits in the banking system by encouraging savings in local currency, which is also in line with the national strategy for denarization of the Macedonian economy. In the second quarter of 2022, the normalization of monetary policy has already begun, according to which banks provide solid credit growth, which in terms of dynamics is similar to the previous quarter of the same year. The growth of loans during this period is equally distributed to both households and the corporate sector. The adjustment of

monetary policy to achieve the regulatory targets contributes to reducing inflation expectations, stabilizing the foreign exchange market and maintaining medium-term price stability. In the second quarter of 2022, the key interest rate was increased three times for a total of 0.75% and reached a level of 2%. At the end of the second quarter of 2022, a decision was made to increase the interest rates on free deposits by 0.25% and 0.15%, respectively, to levels of 0.40% and 0.45%, respectively. During this period, the solvency of the banking system improved, liquidity indicators were at a satisfactory level (two times lower than in the first quarter of the same year), non-performing loans increased (which was more pronounced in the case of corporate loans), a higher profit from the operation of the local banking system was achieved (by 20.2 percentage points), the levels of return on average assets and average capital and reserves improved, and exposure to currency risk and interest rate risk decreased and is within the prescribed limits.

Based on the results obtained from the analysis of the health, economic and monetary measures taken by the National Bank to address crises and the resulting effect, it can be said that Hypothesis 3, according to which: "The Central Bank has a key role in mitigating the impact of crises and ensuring financial and economic growth" is confirmed.

The empirical research, including descriptive and econometric research, was followed by certain limitations, among which: within the entire study, the total impact of the three types of crises was summarized together (the impact of each crisis was not analyzed separately); the relatively short period of time observed (due to the impossibility of collecting sufficiently long time series at the annual level, the analysis includes data on a quarterly basis, which quarterly observations are not sufficient to detect long-term trends); and the fact that there was no possibility of including control variables to take into account the impact of macroeconomic fundamentals on economic growth such as: openness of the economy, government spending, investment, etc. (The larger number of variables, i.e. the larger number of parameters in the model, would potentially cause devaluations in the model itself. From an econometric point of view, there would be a large amount of bias and inconsistency).

In accordance with the above, it should be emphasized that the data obtained from the study, especially based on the model, have an approximate value, since functional dependencies cannot show the relationships between phenomena with one hundred percent accuracy when they are influenced by a series of random factors. For this reason, if this problem is investigated further, it is necessary to aim to overcome the mentioned limitations.

Summarized, it may be concluded that recent geopolitical events, especially the rise in energy prices, are likely to pose key challenges for the financial sector in the future. Therefore, it is of particular importance to carry out a continuous analysis of the impact and consequences

of energy shocks on the financial system and especially on the banking sector. A good knowledge of the background, or in other words, the causes of crises already experienced, can help to improve the methods for measuring the sensitivity of banks to internal and external shocks. Also, the negative effects on the economies of countries inevitably highlight the need for learning from experience, that is, drawing conclusions about why different types of crises may occur, with a view to their possible early prevention. From the point of view of promoting the development of the financial system and economic growth in the future, it is, among other things, necessary and expedient to manage the overall macroeconomic policy.

4. List of publications

1. Economics and Management ISSN:2683-1325 Volume: XIX, Issue: I, Year:2022, pp. 12-24 doi: 10.37708/em.swu.v19i1.2
ANALYSIS OF THE REPORTS FOR EXPECTED TRENDS IN INFLATION AND ECONOMIC GROWTH IN THE REPUBLIC OF NORTH MACEDONIA AND THE REPUBLIC OF BULGARIA IN THE PERIOD 2021-2023 Biljana Tasheval
Received: 17.02.2022, Accepted: 04.04.2022 Economics and Management ISSN:2683-1325 Volume: XIX, Issue: I, Year:2022, pp. 12-24 doi: 10.37708/em.swu.v19i1.2
<https://www.cceol.com/search/article-detail?id=1042443>
2. ANALYSIS OF THE INFLATION AND ECONOMIC GROWTH IN THE REPUBLIC OF NORTH MACEDONIA AND THE REPUBLIC OF BULGARIA
Entrepreneurship ISSN: 2738-7402 DOI: 10.37708/ep.swu.v11i1.7 Volume: XI, Issue: 1, Year: 2023, pp. 79-97
Received: 16.01.2023, Accepted: 19.03.2023
<https://ep.swu.bg/index.php/archive/2023/2023-issue-1/240-analysis-of-the-inflation-and-economic-growth-in-the-republic-of-north-macedonia-and-the-republic-of-bulgaria>
3. ANALYSIS OF THE EFFECTS OF THE COVID-19 CRISIS IMPACT ON THE NATIONAL BANKS OF THE REPUBLIC OF BULGARIA AND THE REPUBLIC OF NORTH MACEDONIA
<https://ep.swu.bg/index.php/archive/2023/2023-issue-1/240-analysis-of-the-inflation-and-economic-growth-in-the-republic-of-north-macedonia-and-the-republic-of-bulgaria>

5. Bibliography for the abstract

- Allen, F. и Gale, D. (2000) 'Financial Contagion', *Journal of Political Economy*, 108(1), pp.1-33.
- Bagehot, (1873) *Lombard Street: A Description of Money Market*. Great Britain: Henry S. King & Co.
- Beck, T. and Levine, R. (2004) 'Stock markets, banks and growth: Panel evidence', *Journal of Banking and Finance*, 28(3), pp.423-442.
- Blackburn, K. and Hung, T.Y. (1998) 'A Theory of Growth, Financial Development and Trade', *Economica*, 65(257), pp.107-124.
- Deidda, L. and Fattouh, B. (2002) 'non-linearity between finance and growth', *Economic Letters*, 74(3), pp.330-345.
- Diamond, D.W. and Dybvig, P.H. (1983) 'Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity', *Journal of Political Economy*, 91(3).
- European Banking Federation (2020) Annual Report. [Online] Available at: <https://www.eba.europa.eu/publications-and-media/press-releases/eba-published-its-2020-annual-report> (15.06.2024)
- Favara, G. (2003) 'An empirical reassessment of the relationship between finance and growth', *International Monetary Fund Working Paper Series*, 1-46.
- Fiti, T. (2013) *The Macroeconomy today*. Skopje: MANU.
- Fung, M.K. (2009) 'Financial Development and Economic Growth: Convergence or Divergence', *Journal of International Money and Finance*, 28, pp.56-67.
- Graff, M. (2005) 'Performance in e-Learning: Online Participation and Student Grades', *British Journal of Educational Technology*, 36, pp.657-663.
- Gregorio, J.D. and Guidotti, P.E. (1995) 'Financial Development and Economic Growth', *World Development*, 23(3), pp.433-448.
- Herwatz, H. и Walle, Y.M. (2014) 'Determinants of the link between financial and economic development: evidence from a functional coefficient model', *Economic Modeling*, 37(C), pp.417-427.
- Jovanović, B. and Kabashi, R. (2011) *Potential Product and Product Gap for Macedonia According to Several Calculation Methods* (Working Papers 2011-04). Skopje: National Bank of the Republic of North Macedonia.
- Kaminsky, G.L. and Reinhart, C.M. (1999) 'The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems', *American Economic Review*, 89(3): pp.473-500.
- Khan, M.S. and Senhadji, A.S. (2003) 'Financial Development and Economic Growth: A Review and New Evidence', *ResearchGate*, 12, pp.89-110.

- King, R.G., and Levin, R. (1993a) 'Finance and Growth: Schumpeter might be right', *Quarterly Journal of Economics*, 108(3), pp.717-737.
- Kirkpatrick, D.L. (2000) *Evaluating Training Programs: the four levels - the ASTD handbook of training design and delivery*. VA: the American Society of training and development; New York: MCGraw-Hill.
- Malkawi, H.A., Marashdeh, H.A. and Naziruddin, A.N. (2012) 'Financial Development and Economic Growth in the UAE: Empirical Assessment Using ARDL Approach to Co-integration', *International Journal of Economics and Finance*, 4(5), pp. 105-115.
- Mare, D.S., Melecky, M. and Murina, H. (2023) *Bank Bailouts and Fiscal Contingent Liabilities*. Policy Research Working Paper, World Bank Group.
- McKinnon, R. (1973) *Money and Capital in Economic Development*. Washington DC: The Brooking Institute.
- MF RN Macedonia (2022) Report on Financial Stability in the Republic of North Macedonia in 2022. [Online] Available at: https://www.nbrm.mk/content/FSR_2022_MKD.pdf (15.06.2024).
- Mhadhbi, K., Terzi, C. and Bouchrika, A.A. (2017) *Banking sector development and economic growth developing countries: A bootstrap panel Granger causality analysis*. Tunisia: Higher Institute of Management, University of Gabes.
- Pradhan, R.P. and Bagchi, T.P. (2013) 'Effect of Transportation Infrastructure on Economic Growth in India: The VECM Approach', *Research in Transportation Economics*, 38, pp.139-148.
- Rousseau, P.L. and Wachtel, P. (2011) 'What is happening to the impact of financial deepening on economic growth?', *Economic Inquiry Western Economic Association International*, 49(1), pp.276-288.
- Schumpeter (1912) *The Theory of Economic Development*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Schumpeter, J.A. (1934 (2008)) *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest and the Business Cycle*, (translated from the German by Redvers Opie). New Brunswick (USA) and London (UK): Transaction Publishers.
- Shaw, E.S. (1973) *Financial Deeping in Economic Development*. New York: Oxford University Press.
- Smith, A. (1776) *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. London: Methuen & Co.Ltd.
- Wachtel, P.L. (2003) 'The surface and the depths: The metaphor of depth in psychoanalysis and the ways in which it can mislead', *Contemporary Psychoanalysis*, 39, 5-26.

