



УНИВЕРЗИТЕТ „СВ. КИРИЛ И МЕТОДИЈ“  
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ - СКОПЈЕ



КАНДИДАТ

М-Р ЕЛЕНА НАУМОВСКА

**ВЛИЈАНИЕТО НА ФИНАНСИСКИОТ СЕКТОР  
ВРЗ ЕКОНОМСКИОТ РАСТ СО ПОСЕБЕН ОСВРТ НА  
РЕПУБЛИКА МАКЕДОНИЈА  
(ДОКТОРСКА ДИСЕРТАЦИЈА)**

МЕНТОР

ПРОФ. Д-Р МИХАИЛ ПЕТКОВСКИ

СКОПЈЕ, 2013

**Содржина**

<b>АПСТРАКТ .....</b>	<b>5</b>
<b>ABSTRACT.....</b>	<b>7</b>
<b>ВОВЕД.....</b>	<b>8</b>
<b>ГЛАВА 1: ВРСКАТА ПОМЕЃУ ФИНАНСИСКАТА РАЗВИЕНОСТ И ЕКОНОМСКИОТ РАСТ – ДЕТЕРМИНАНТИ, КАНАЛИ И ФУНКЦИИ....</b>	<b>22</b>
1. ДЕТЕРМИНАНТИ НА ФИНАНСИСКАТА РАЗВИЕНОСТ .....	22
1.1 Историските детерминанти.....	22
1.1 Политичките детерминанти .....	24
1.2 Правната и информационата инфраструктура .....	25
1.3 Регулацијата и супервизијата .....	26
1.4 Конкурентноста и ефикасноста .....	27
1.5 Државната сопственост на финансиските институции .....	28
1.6 Финансиската либерализација.....	28
1.7 Олеснувањето на пристапот до финансиите .....	29
2. ДЕТЕРМИНАНТИ НА ЕКОНОМСКИОТ РАСТ.....	32
3. ФИНАНСИСКАТА РАЗВИЕНОСТ КАКО ДЕТЕРМИНАНТА НА ЕКОНОМСКИОТ РАСТ - КАНАЛИТЕ НА ФИНАНСИСКАТА ИНТЕРМЕДИЈАЦИЈА .....	40
3.1 Функционалната наспроти институционалната перспектива на финансиската интермедијација .....	40
3.2 Каналите на делување на финансиите врз растот.....	42
4. УЛОГАТА НА БАНКИТЕ ВО РАЗВОЈОТ НА ФИНАНСИСКИОТ СЕКТОР И ПРОМОВИРАЊЕТО НА ЕКОНОМСКИОТ РАСТ.....	45
4.1 Мобилизацијата на заштедите.....	46
4.2 Диверзификацијата на ризикот.....	47
4.3 Олеснувањето на размената .....	49
4.4 Поефикасното алоцирање на ресурсите.....	49
4.5 Мониторингот на менаџерите и примената на корпоративното управување .....	50
5. УЛОГАТА НА ИНСТИТУЦИОНАЛНИТЕ ИНВЕСТИТОРИ ВО РАЗВОЈОТ НА ФИНАНСИСКИОТ СЕКТОР И ПРОМОВИРАЊЕТО НА ЕКОНОМСКИОТ РАСТ .....	52
5.1 Институционалните инвеститори и развиеноста на финансискиот сектор .....	52
5.1.1 Порамнување на плаќањата и олеснување на размената .....	52

5.1.2 Здружување на средствата.....	54
5.1.3 Трансфер на економските ресурси низ времето и географските региони .....	55
5.1.4 Управување со несигурноста и контролирање на ризикот .....	57
5.1.5 Обезбедување на ценовни информации.....	57
5.1.6 Справување со проблемите на информационата асиметричност и високите трошоци на индивидуалните инвеститори.....	58
5.2 Улогата на институционалните инвеститори во промовирањето на економскиот раст .....	60
5.2.1 Пензиските фондови и економскиот раст .....	60
5.2.2 Осигурителните компании и економскиот раст .....	62
5.2.3 Инвестиционите компании и економскиот раст .....	66
<b>ГЛАВА 2: ТЕОРЕТСКА РАМКА .....</b>	<b>68</b>
1. МОДЕЛИТЕ НА ФИНАНСИСКАТА РАЗВИЕНОСТ И ЕКОНОМСКИОТ РАСТ .....	68
1.1 Кејнзијанскиот модел.....	68
1.2 Неокласичниот модел .....	69
1.3 Моделите на McKinnon и Shaw .....	70
1.3.1 Моделот на McKinnon (1973) .....	70
1.3.2 Моделот на Shaw (1973) .....	71
1.4 Ендогените модели на финансиската развиеност и растот.....	72
2. ПРИМЕНАТА НА КВАНТИТАТИВНИ МЕТОДИ ВО ОЦЕНКАТА НА ВРСКАТА ПОМЕЃУ ФИНАНСИИТЕ И РАСТОТ .....	74
2.1 Регресионата анализа на група одбрани земји (Cross country regressions) .....	74
2.2 Динамичка панел анализа .....	76
2.3 Анализа на временски серии .....	77
3. ОГРАНИЧУВАЊАТА КАЈ АНАЛИЗАТА НА ВРСКАТА ПОМЕЃУ ФИНАНСИИТЕ И РАСТОТ.....	79
3.1 Ограничувањата кај квантитативните методи за анализа на врската помеѓу финансиите и растот.....	79
3.1.1 Ограничувањата кај регресионата анализа на група одбрани земји.....	79
3.1.2 Ограничувањата кај динамичката панел анализа .....	81
3.1.3 Ограничувањата кај анализата на временски серии.....	82
3.2 Дополнителни ограничувања во анализата на врската помеѓу финансиите и растот ...	83
4. ОСВРТ НА РАЗЛИЧНИТЕ АСПЕКТИ НА АНАЛИЗАТА НА ВРСКАТА ПОМЕЃУ ФИНАНСИИТЕ И РАСТОТ .....	88

4.1 Осврт на истражувањата кои ја потврдуваат позитивната врска помеѓу финансиите и растот .....	88
4.1.1 Поранешните истражувања .....	88
4.1.2 Првите поопсежни истражувања .....	93
4.1.3 Анализа со вклучување на пазарот на акции.....	95
4.1.4 Анализа на ниво на поодделни индустрии .....	96
4.1.5 Анализа на ниво на фирми.....	98
4.1.6 Анализа од аспект на ориентираноста на финансискиот сектор .....	103
4.1.7 Анализа од аспект на различните компоненти на развиеност на финансиските посредници .....	105
4.1.8 Институционалната перспектива на анализата .....	107
4.1.9 Временската перспектива во анализата .....	108
4.2 Осврт на истражувањата кои на врската помеѓу финансиите и растот гледаат со скептицизам.....	113

### **ГЛАВА 3: АНАЛИЗА НА ВРСКАТА ПОМЕЃУ ФИНАНСИСКАТА РАЗВИЕНОСТ И ЕКОНОМСКИОТ РАСТ КАЈ ГРУПА ЗЕМЈИ ..... 118**

1. ДЕТЕРМИНИРАЊЕ НА ИНДИКАТОРИТЕ НА ФИНАНСИСКАТА РАЗВИЕНОСТ.....	118
1.1 Индикатори за големината на финансискиот сектор .....	119
1.2 Индикатори за активноста на финансискиот сектор .....	120
1.3 Индикатори за ефикасноста на финансискиот сектор.....	121
1.4 Индикатори за стабилноста на финансискиот сектор .....	123
1.5 Индикатори за финансиското окружување .....	124
2. ГРУПИРАЊЕ НА ЗЕМЈИТЕ ВО ЗАВИСНОСТ ОД ДОХОДОТ, ФИНАНСИСКАТА СТРУКТУРА И РАЗВИЕНОСТА НА ФИНАНСИСКИОТ СЕКТОР.....	136
2.1 Групирање на земјите во зависност од доходот .....	136
2.2 Групирање на земјите во зависност од финансиската структура .....	139
2.3 Групирање на земјите во зависност од развиеноста на финансискиот сектор .....	144
3. АНАЛИЗА НА ИНДИКАТОРИТЕ НА ФИНАНСИСКАТА РАЗВИЕНОСТ КАЈ РАЗЛИЧНИТЕ ГРУПИ ЗЕМЈИ .....	148
3.1 Анализа на индикаторите за големината на финансискиот сектор .....	148
3.2 Анализа на индикаторите за активноста на финансискиот сектор.....	153
3.3 Анализа на индикаторите на ефикасноста на финансискиот сектор .....	157
3.4 Анализа на финансиската стабилност .....	160

3.4.1 Големата светска економска криза од 2007 година.....	160
3.4.2 Анализа на индикаторите на финансиската стабилност .....	164
<b>4. АНАЛИЗА НА ПРОЦЕСОТ НА “ДОСТИГНУВАЊЕ” КАЈ ЗЕМЈИТЕ ОД ЦЕНТРАЛНА И ЈУГОИСТОЧНА ЕВРОПА.....</b>	<b>183</b>
4.1 Забрзаната економска активност како дел од процесот на “достигнување” кај земјите од Централна и од Југоисточна Европа .....	183
4.2 Прекумерниот кредитен раст како дел од процесот на “достигнување” кај земјите од Централна и од Југоисточна Европа .....	187
<b>5. МОДЕЛИРАЊЕ НА ВРСКАТА ПОМЕЃУ ФИНАНСИСКИОТ СЕКТОР И ЕКОНОМСКИОТ РАСТ .....</b>	<b>197</b>
5.1. Корелацијата помеѓу индикаторите на финансиската развиеност и БДП per capita.....	199
5.2 Регресиона анализа на врската помеѓу поодделните индикатори на финансиската развиеност и БДП per capita .....	200
5.3 Влијанието на финансиската развиеност и финансиската структура врз БДП per capita ...	204
5.3.1 Дефинирање на потребните индикатори .....	204
5.3.2 Поставување на моделот .....	207
5.3.3 Толкување на добиените резултати .....	208
5.4 Влијанието на финансиската развиеност и финансиската структура врз БДП per capita – компаративна анализа помеѓу развиените земји и транзиционите економии.....	210
<b>ГЛАВА 4: АНАЛИЗА НА СОСТОЈБИТЕ ВО ФИНАНСИСКИОТ СЕКТОР И ЕКОНОМСКАТА АКТИВНОСТ ВО МАКЕДОНИЈА.....</b>	<b>214</b>
1. ФИНАНСИСКИОТ СЕКТОР НА МАКЕДОНИЈА – СОСТОЈБИ И ТРЕНДОВИ.....	214
2. НЕБАНКАРСКИТЕ ФИНАНСИСКИ ИНСТИТУЦИИ ВО МАКЕДОНИЈА.....	219
2.1 Осигурителниот сектор на Македонија.....	219
2.2 Пензиските фондови во Македонија.....	222
2.3 Инвестиционите фондови во Македонија .....	226
2.4 Берзанското работење во Македонија.....	229
3. КЛУЧНАТА УЛОГА НА БАНКИТЕ ВО РАЗВОЈОТ НА ФИНАНСИСКИОТ СЕКТОР НА МАКЕДОНИЈА .....	233
3.1 Степенот на финансиска интермедијација во Македонија.....	233
3.2 Кредитната активност на банките во Македонија .....	235
3.3 Квалитетот на кредитната изложеност на банкарскиот сектор .....	237
3.4 Изворите (примарни и секундарни) на финансирање на кредитната активност на банкарскиот сектор.....	241

3.5 Капитализираноста на банкарскиот сектор на Македонија .....	244
3.6 Профитабилноста на банкарскиот сектор на Македонија .....	247
3.7 Каматната политика на банките во Македонија .....	249
<b>4. МОДЕЛИРАЊЕ НА ВРСКАТА ПОМЕЃУ ФУНКЦИИТЕ НА БАНКАРСКИОТ СЕКТОР И ЕКОНОМСКИОТ РАСТ ВО МАКЕДОНИЈА .....</b>	<b>253</b>
4.1 Специфицирање на показателите за функциите на банкарскиот сектор .....	253
4.2 Креирање на емпириски модел .....	255
4.3 Резултати од истражувањето и заклучоци.....	256
<b>5. ОЦЕНКАТА НА ДИНАМИКАТА НА ДВИЖЕЊЕТО НА КРЕДИТНАТА АКТИВНОСТ ВО МАКЕДОНИЈА.....</b>	<b>260</b>
5.1 Долгорочниот тренд на движење на индикаторот Кредити/БДП во Македонија – едноставна статистичка анализа .....	260
5.2 Индикаторот Кредити/БДП како функција на фундаментални варијабли .....	261
5.2.1 Специфицирање на фундаменталните економски варијабли .....	262
5.2.2 Поставување на моделот .....	264
5.2.3 Резултати и заклучоци .....	265
<b>6. МАКРОЕКОНОМСКОТО ОКРУЖУВАЊЕ НА ФИНАНСИСКИОТ СЕКТОР НА МАКЕДОНИЈА.....</b>	<b>269</b>
6.1 Анализа на макроекономското окружување во Македонија .....	269
6.2 Анализа на динамиката на економската активност во Македонија.....	272
<b>ЗАКЛУЧНИ СОГЛЕДУВАЊА И ПРЕПОРАКИ.....</b>	<b>281</b>
<b>КОРИСТЕНА ЛИТЕРАТУРА.....</b>	<b>289</b>

## АПСТРАКТ

Финансискиот сектор претставува есенцијален дел на секоја економија со клучна улога во мобилизацијата и ефикасната алокација на финансиските средства. Со оглед на тоа што пазарот не е перфектен механизам кој сам од себе ги решава проблемите на ефикасноста и развојот на пазарните економии, а имајќи го предвид фактот за ограниченоста на ресурсите, особено оние финансиските, од особена важност е процесот на селекција – каде и како да се употребат расположливите финансиски ресурси во функција на обезбедување на економски прогрес. Во зависност од ефикасноста при алокацијата на финансиските ресурси, финансискиот сектор ја утврдува судбината на пазарните економии од аспект на тоа: колку ќе се штеди, каде ќе се инвестира, кои индустриски гранки ќе се форсираат во својот развој, колку бргу ќе се зголемува животниот стандард, вработеноста и БДП.

**Предмет на истражување** на оваа докторска дисертација е влијанието на финансискиот сектор врз економскиот раст преку два приоди. Прво, истражување и систематизирање на теоретските концепции и расположливата емпириска литература со цел да се создаде аналитичка рамка за оценување врската помеѓу финансиите и растот. Второ, користење на посебен сет на индикатори и соодветни квантитативни техники и методи за да се процени влијанието на финансискиот сектор врз економскиот раст на примерот на група одбрани земји со посебен осврт на Македонија. Финална цел на овие два пристапа е создавањето на основа за донесување заклучоци и препораки за идните активности на финансискиот сектор во насока на постигнување на поголема ефикасност.

Клучни зборови: финансиски сектор, финансиска развиеност, економски раст, реален сектор, кредитна активност, алокација на ресурсите, макроекономско окружување, банкарски сектор, небанкарски финансиски институции, пазар на капитал итн.

## **ABSTRACT**

The financial sector is an important segment of the economic system and an essential sector in any economy with crucial role in the efficient mobilization and allocation of funds. The market by itself is not a perfect mechanism for solving the efficiency problems. Moreover, the resources for financial development process are limited. According to these facts, of particular importance is the selection process - where and how to use available financial resources in order to ensure economic progress. Depending on the efficiency in the allocation of financial resources, financial sector determines the decisions of market economies in terms of: how to save, where to invest, which industries will be forced into its development, how quickly will increase the standard of living, employment and GDP.

The subject of this dissertation is the analysis of the impact of the financial sector on economic growth using two different approaches. Firstly, it provides an overview of the research and systematization of theoretical concepts and empirical literature in order to create an analytical framework for assessing the link between finance and growth. Secondly, it employs a separate set of indicators and appropriate quantitative techniques in order to assess the impact of the financial sector in the case of a group selected countries with special reference to Macedonia. The final goal of these two approaches is to make conclusions and recommendations for future directions on the Macedonian financial sector that would allow achieving higher efficiency.

Keywords: financial sector, financial development, economic growth, real sector lending activity, resource allocation, macroeconomic environment, banking sector, non-bank financial institutions, capital markets, etc..



## **ВОВЕД**

Врската помеѓу финансиската развиеност и економскиот раст е предмет на долгогодишни дебати. Иако се чини дека е постигнат начелен консензус, економистите пројавуваат различни мислења за важноста на финансискиот сектор врз економскиот раст. Додека едни тврдат дека финансискиот сектор одиграл клучна улога врз економскиот раст преку поттикнувањето на индустријализацијата и технолошките иновации, други се на мислење дека финансискиот развој е едностран приказ на економскиот развој, односно влијанието е во обратна насока - економскиот развој го поттикнува финансискиот развој преку побарувачка за одредени финансиски производи. Во крајна линија постојат и економисти кои сметаат дека врската помеѓу финансиите и растот е безначајна, а улогата на финансискиот сектор врз економскиот раст пренагласена.

Проблематиката на финансиите и растот и покрај тоа што е веќе анализирана во бројни научни трудови во еден подолг временски период, сè уште не губи од својата актуелност. И покрај постојаното унапредување и надградување на истражувањата од оваа област, сè уште постои простор за натамошно усовршување. Од тие причини, истражувањата насочени кон оваа област за мене претставуваат посебен предизвик.

**Предмет на истражување** на оваа докторска дисертација е влијанието на финансискиот сектор врз економскиот раст преку два приода: прво, истражување и систематизирање на теоретските концепции и емпириската литература во врска со оваа проблематика со цел да се создаде аналитичка рамка за оценување на врската помеѓу финансиите и растот и второ, користење на посебен сет на индикатори и соодветни квантитативни техники и методи за да се процени влијанието на финансискиот сектор врз економскиот раст на примерот на група одбрани земји со посебен осврт на Македонија, со цел да се создаде основа за донесување заклучоци и препораки за насоките на идното делување.

Оваа докторска дисертација е изработена во насока на остварување на следниве однапред поставени **цели**:

- преку темелно истражување и систематизирање на емпириската литература која ги анализира различните аспекти на поврзаноста помеѓу финансисите и растот да се востанови аналитичка рамка за квантифицирање и оценување на влијанието на финансискиот сектор врз економскиот раст;
- расположливата литература да се систематизира и по хронолошки редослед за да се предочи долгиот период во кој оваа сè уште актуелна проблематика била третирана во научните трудови, како и да се укаже на тоа дека сè уште постои простор за нивно натамошно усовршување;
- врската помеѓу финансискиот сектор и економскиот раст да се вгради во одредени квантитативни модели, со цел да се дојде до одредени констатации за влијанието на финансискиот сектор врз економскиот раст кај група одбрани земји;
- на примерот на Македонија, да се укаже на меѓусебната зависност и нераскинливата врска помеѓу финансискиот сектор, реалниот сектор и макроекономското окружување во кое тие делуваат;
- преку моделирање на врската помеѓу функциите на банкарскиот сектор и економскиот раст во Македонија, да се истражи поодделното влијание на секоја функција за да се констатираат насоките за идно делување на банкарскиот сектор кои би овозможиле постигнување на поголема ефикасност;
- промените во показателот Кредити/БДП да се анализираат преку неколку економски фундаментални варијабли за да се укаже на подрачјата на кои треба да се делува во насока на поттикнување на кредитната активност на банките како основен генератор на економскиот раст.

Докторската дисертација е структурирана во четири поглавја. Првите две поглавја се однесуваат на теоретските концепции на анализирање на врската помеѓу

финансиите и растот и досегашната литература посветена на оваа проблематика. Во преостанатите две поглавја, со користење на посебен сет на индикатори и соодветни квантитативни техники и методи, е анализирана врската помеѓу финансиската развиеност и економскиот раст на примерот на група одбрани земји со посебен осврт на Македонија.

Во рамките на **првото поглавје** на докторската дисертација вниманието е насочено кон теоретските концепции за врската помеѓу финансиската развиеност и економскиот раст.

Во таа насока, најнапред е разработено прашањето за детерминантите на финансиската развиеност со посебен акцент на историските и политичките детерминанти. Исто така, истакнато е дека финансиската развиеност е детерминирана и од карактеристиките на финансиските пазари и институции во една држава кои се однесуваат на начинот на кој се одвива нивната регулација и супервизија, степенот на конкурентност и ефикасност во нивното работење, нивната сопственичка структура, третманот на финансиската либерализација, развиеноста на правната и информационата инфраструктура, како и способноста за олеснување на пристапот до финансиите.

Во продолжение, вниманието е насочено кон различните концепциски и методолошки гледишта за факторите на кои се потпира економскиот раст. Во таа насока, истакнато е дека економските перформанси на една држава се предодредени од влијанието на бројни фундаментални фактори: инвестициите, човечкиот капитал, техничкиот прогрес, иновациите, развојните активности, отвореноста за тргување, странските директни инвестиции, традицијата, институционалното окружување, политичките, социо – културните и географските фактори, демографските трендови, економските политики итн.

По презентирањето на бројните фактори кои влијаат на економските перформанси, во фокусот на вниманието е анализата на финансиската развиеност како детерминанта на економскиот раст. Најнапред, следи краток осврт на можните перспективи за набљудување на финансиската интермедијација – институционалната и функционалната перспектива. Понатаму, се образложени

каналите низ кои финансискиот сектор, вршејќи ја улогата на финансиски посредник, делува врз економскиот раст: поефикасната алокација на капиталот, поефикасната трансформација на заштедите во инвестиции и ефектот на стапката на штедење. Притоа, истакната е примарната функција на финансискиот сектор во просторното и временското олеснување на алокацијата на економските ресурси во неизвесното окружување. Од најопштото ниво на поединечната примарна функција на алокација на ресурсите, понатаму се разграничени дополнителни пет основни функции кои ги врши финансискиот сектор: мобилизирање на заштедите, диверзификација на ризикот, олеснување на размената, поефикасно алоцирање на ресурсите, мониторинг на менаџерите и примена на корпоративно управување. Секоја од овие функции е од витално значење во креирањето на економски раст.

Во продолжение, вниманието е насочено кон клучната улога на банките во развојот на финансискиот сектор и во целокупното економско окружување. Доколку се анализира влијанието на банките врз економскиот раст, во фокусот на вниманието би биле два канала. Првиот канал се однесува на активностите на привлекување на поголеми заштеди, ефикасно и ефективно работење заради креирање на поволни извори на финансирање на кредитната активност. Втората насока се однесува на операциите на страната на активата, насочени кон соодветна диверзификација на ризикот на кредитното портфолио и селекција на виоскоприносни и сигурни инвестициони проекти за кредитирање. Извршувајќи ги петте функции на финансискиот сектор, низ овие канали банките делуваат во насока на поттикнување на економскиот раст.

Првиот дел на докторската дисертација е заокружен со анализата на влијанието на институционалните инвеститори врз економскиот раст. По презентирањето на улогата на институционалните инвеститори во поефикасното реализирање на основните функции на финансискиот сектор, следи дополнителен осврт на можните канали на делување на економскиот раст од аспект на поодделните институционални инвеститори. Во таа насока, институционалните инвеститори можат да го поттикнат економскиот раст преку зголемувањето на стапката на

агрегатното штедење, развојот на пазарот на капитал, зголемувањето на маржалната продуктивност на капиталот, акумулацијата и алокацијата на ресурсите, способноста за воведување на иновативни продукти и инвестициони стратегии и диверзификацијата на инвестициите низ различните продукти кои влијаат врз зголемувањето на ефикасноста на финансискиот сектор со прелевање на позитивните ефекти низ целата економија.

**Второто поглавје** на докторската дисертација е посветено на теоретската рамка врз основа на која се анализира врската помеѓу финансиската развиеност и економскиот раст која ги вклучува основните модели на финансиската развиеност и економскиот раст, примената и ограничувањата на квантитативните методи за оценка на врската помеѓу финансиите и растот, како и систематизацијата на емпириската литература која го оценува влијанието на финансискиот сектор врз економскиот раст.

Најнапред е направен осврт на основните модели и квантитативните методи за оценка на врската помеѓу финансиската развиеност и економскиот раст. Во рамките на оваа точка на докторската дисертација се дискутирани и одреден број нерешени прашања и проблеми кои се јавуваат како ограничувања при нивната примена. На крајот на второто поглавје на докторската дисертација е направен обид преку темелно истражување и систематизирање на емпириската литература која ги анализира различните аспекти на поврзаноста помеѓу финансиите и растот, да се востанови аналитичка рамка за квантифицирање и оценување на влијанието на финансискиот сектор врз економскиот раст. Досегашните истражувања се систематизирани врз основа на различните појдовни аспекти, почнувајќи од најраните анализи и движејќи се кон посеопфатна поставеност на анализираната проблематика.

Во **третото поглавје** на докторската дисертација е направена анализа на врската помеѓу финансиската развиеност и економскиот раст од аспект на група одбрани земји. Притоа е востановена аналитичка рамка преку дефинирање на соодветен сет на индикатори кој се користи во најопфатните и најновите истражувања за врската помеѓу финансискиот сектор и економскиот раст. Имено, по најраните

истражувања од оваа област кои базираат на информациите за големината и активноста на финансиските посредници, следат истражувањата кои како дополнителен параметар при анализата на финансиската развиеност ја користат и нивната ефикасност. Со оглед на тоа што и финансиската стабилност претставува неопходен предуслов за непречено развивање на финансискиот сектор, во поновите анализи на врската меѓу финансиите и растот вообичаено се вклучени и индикаторите на стабилноста. Покрај востановената рамка од четирите групи на финансиски индикатори кои ги земаат предвид големината, активноста, ефикасноста и стабилноста на финансиските пазари и институции, во анализите на оваа докторска дисертација се користат и индикаторите за финансиското окружување кои се однесуваат на правата на потенцијалните и постојните инвеститори и кредитори, како и политичките услови во кои тие делуваат.

Во продолжение, врз база на просечните вредности на индикаторите за доходот и финансиската развиеност во периодот од 1991 до 2010(2011) година кај анализиран примерок од 37 земји е извршено нивно групирање во зависност од: 1) нивото на доходот, при што земјите се поделени на четири групи - високодоходни, средно високодоходни, средно нискодоходни и нискодоходни; 2) финансиската структура, при што земјите се поделени на земји со банкарски ориентиран и земји со пазарно ориентиран финансиски сектор и 3) финансиската развиеност, каде земјите се поделени на земји со развиен и земји со неразвиен финансиски сектор. Притоа, од особена важност е фактот дека секоја земја е класификувана во поодделните групи според релативната големина на нејзините индикатори во рамките на конкретниот анализиран примерок. Во рамките на овој дел на докторската дисертација е извршена анализа на индикаторите на финансиската развиеност кај различните групи на земји. Притоа, овие индикатори се прикажани како просечни вредности кај земјите групирани во зависност од нивото на доходот со цел да се добијат информации кои пружаат поголема аналитичка прегледност и можност за донесување на констатации за карактеристиките на финансискиот сектор од аспект на големината, активноста, ефикасноста, стабилноста и законското окружување на поодделните доходни групи на земји.

Во продолжение следи анализа на забрзаната економска активност и прекумерниот кредитен раст како дел од процесот на “достигнување” кај земјите од Централна и од Југоисточна Европа. Притоа, е користен филтерот на Ходрик и Прескот со цел да се констатираат отстапувањата од долгорочниот тренд на индикаторот Кредити/БДП во насока на осознавање на евентуалната заедничка патека по која се одвива кредитната активност во транзиционите економии во периодот околу финансиската криза од 2007 година. При компаративна анализа на динамиката на економските движења и кредитната активност помеѓу земјите од Централна и од Југоисточна Европа, од една страна и развиените пазарни економии, од друга страна, се доаѓа до констатација дека транзиционите економии бележат повисоки стапки на реален пораст на БДП и повисоки стапки на кредитен раст. Ваквата констатација претставува одраз на процесот на реална конвергенција на транзиционите економии кон Европската унија. Транзиционите економии се стремат да го достигнат нивото на капитал, продуктивност и приходи кое го имаат постојните членки на Европската унија. Оттука, земајќи ја предвид ниската стартна основа, позитивните економски движења во овие економии можат да се сватат и како дел од нормалниот процес на “достигнување” - *catching-up process*. Меѓутоа, како резултат на постигнатиот степен на интегрираност, негативните движења и флукуациите во економската активност на развиените економии за време на финансиската и должничката криза предизвикуваат рецесиони движења и во транзиционите економии и тоа со одреден степен на задоцнување.

Во рамките на завршниот дел на третото поглавје на докторската дисертација е направен обид врската помеѓу финансискиот сектор и економскиот раст да се вгради во одредени квантитативни модели, со цел да се дојде до одредени констатации за влијанието на финансиискиот сектор врз економскиот раст кај анализираниот примерок на земји.

Во таа насока, најнапред е пресметан Пирсоновиот коефициент на корелација помеѓу поодделните индикатори на финансиската развиеност и БДП *per capita*. Притоа, врз основа на сумираните резултати, се доаѓа до заклучокот дека најголем

дел од анализираните индикатори имаат статистички значајна корелациона врска со БДП per capita.

Дополнително е направена и регресиона анализа со примена на Генералниот метод на моменти и примена на два сета инструментални варијабли со цел да се испита влијанието на поодделните индикатори на финансискиот сектор и БДП per capita. По извршената анализа се добиени резултати кои укажуваат на високата значајност на врската помеѓу користените објаснувачки променливи и реалниот раст на БДП per capita како зависна променлива, особено при користење на вториот комплетен сет на инструментални варијабли. Исто така, добиени се и очекуваните знаци пред коефициентите кај секоја променлива. Ова укажува на соодветниот избор на објаснувачките и инструменталните варијабли, преку чие групирање можат да се изведат и посложени модели на анализа на врската помеѓу финансиската развиеност и економскиот раст.

Во продолжение, следи анализа на влијанието на определени комбинирани индикатори во форма на индекси: Индексот на финансиската развиеност, Индексот на финансиската структура и Индексот на финансиското окружување врз реалниот пораст на БДП per capita пресметан како регресионен коефициент. Врз основа на добиените резултати се заклучува дека стапката на економскиот раст не зависи од финансиската структура, а финансиската развиеност има значајна и позитивна врска со економскиот раст. Позитивната и значајна врска помеѓу финансиската развиеност и растот се потврдува и доколку се земат предвид инструменталните варијабли од политичкото и од економското окружување. Доколку се земе предвид фактот дека анализираниот примерок вклучува земји со различно ниво на финансиска развиеност и различно ниво на БДП per capita, се доаѓа до констатацијата дека е неопходно да се направат посебни анализи на врската меѓу индикаторите на финансиската развиеност и БДП per capita по групирањето на земјите во зависност од определени критериуми.

Во таа насока, најнапред се прикажани коефициентите на корелација помеѓу финансиската развиеност и финансиската структура поодделно кај



високоразвиените земји и кај транзиционите економии. Притоа е донесен заклучок дека земјите со повисоко ниво на финансиска развиеност, претежно имаат пазарно ориентирани финансиски системи. Дотолку повеќе, нивната финансиска развиеност зависи повеќе од ефикасноста и активноста (обртот и прометот), отколку од самата големина (пазарната капитализација) на нивните финансиски пазари. Во транзиционите економии, кои се повеќе банкарски ориентирани, порастот на финансиската развиеност се должи на зголемената активност и ефикасност на банкарскиот сектор, а неефикасните и мали финансиски пазари имаат негативен одраз врз нивната финансиска развиеност.

Со користењето на инструменталните варијабли од економското и од политичкото окружување влијанието на финансиската развиеност врз економскиот раст добива различно ниво на значајност кај поодделните групи на земји. Врз основа на добиените резултати, врската помеѓу финансиската развиеност и реалниот раст на БДП *per capita* кај развиените економии станува значајна дури по вклучување на влијанието на инструменталните варијабли. Дотолку повеќе, врската покажува највисоко ниво на значајност по вклучувањето на Индексот Закони (LOW) кој се однесува на влијанието на законското окружување. Резултатите кои се однесуваат на транзиционите економии упатуваат на сосема поинаков заклучок. Имено, врската помеѓу финансиската развиеност и економскиот раст станува незначајна при користење на инструменталните варијабли од окружувањето. Оттука, токму факторите од макроекономското окружување, како и законското окружување кое се однесува на правата на потенцијалните и постојните инвеститори и кредитори и политичките услови во кои тие делуваат, неповолно се одразуваат врз потенцијалите за позитивно делување на активноста на финансискиот сектор врз економскиот раст.

Во **последното поглавје** на докторската дисертација е извршена анализа на состојбите во финансискиот сектор и економската активност во Македонија. Уште на самиот почеток е укажано на фактот дека финансискиот сектор на Македонија се карактеризира со релативно едноставна структура од аспект на видот на финансиските институции и асортиманот на понудата на финансиските продукти. Банките се доминантен сегмент во финансискиот сектор со структурно

учество на неговите вкупни средства од околу 90% и релативно значење во однос на БДП од околу 70%. Пазарот на капитал во Македонија се карактеризира со неразвиен примарен пазар, ограничена ликвидност на секундарниот пазар, ограничена понуда на инвестициони алтернативи и изразена чувствителност на инвестиционите одлуки од случувањата на домашното и на меѓународното макроекономско опкружување. Притоа е истакнато дека најизразени промени кај финансискиот сектор, како од квантитативен, така и од квалитативен аспект, се чувствуваат во 2007 година, како резултат на учеството на приватните пензиски фондови на пазарот на капитал по спроведената пензиска реформа, појавата на првите инвестициони фондови, влезот на странски капитал во лизинг друштвата и брокерските куќи, како и зголемениот интерес за берзанско тргување во услови на поволни ценовни движења на берзата.

Со оглед на тоа што токму животното осигурување мобилизира средства кои се со долгорочен карактер и се погодни за инвестирање во хартии од вредност, а неживотното осигурување претставува клучен двигател на развојот на осигурителниот сектор во Македонија, може да се каже дека структурата на осигурителните полиси се смета за неповолна од аспект на развојот на пазарот на капитал.

Како резултат на нивното присуство како институционални инвеститори на пазарот на капитал, пензиските фондови имаат значително влијание врз движењето на вредноста на домашните хартии од вредност, а посебно врз каматните стапки на државните записи и државните обврзници. Со оглед на тоа што побарувањата од Македонија имаат доминантна позиција во структурата на инвестираните средства на пензиските фондови, изразена е зависноста на пензиските фондови од финансиската позиција на државата. Согласно со ова, главен императив на пензиските фондови претставува зголемениот степен на диверзифицираност на вложените средства.

При анализа на перформансите на инвестиционите фондови, најчесто споменувани причини за нивното непрофитабилно работење се следниве: несоодветниот момент на нивно регистрирање и отпочнување со работа,

непостоењето на надлежен регулаторен и супервизорски орган, недоволната едуцираност и информираност на граѓаните на Македонија за можностите кои ги нуди овој релативно нов облик на инвестирање, недоволната транспарентност на фондовите за структурата на вложувањата која предизвикува недоволна доверба на граѓаните во овој сегмент на финансискиот сектор.

Во продолжение акцентот е ставен на клучната улога на банките во развојот на финансискиот сектор во Македонија. Состојбите и трендовите во банкарскиот сектор на Македонија се анализирани низ призмата на кредитната активност на банките и изворите (примарни и секундарни) за нејзино финансирање, квалитетот на кредитната изложеност, степенот на финансиска интермедијација, капитализираноста и профитабилноста, како и каматната политика на банкарскиот сектор. Македонскиот банкарски деловен модел е релативно конзервативен, што значи дека кредитната експанзија е главно финансирана од депозитите, а помалку од меѓународните кредитни линии и од домашниот меѓубанкарски пазар. Традиционалното работење се потврдува и преку доминантната позиција на кредитите во рамки на вкупната актива на банкарскиот сектор. Исто така, степенот на капитализираност и стапката на адекватност на капиталот се на релативно високо ниво. Доколку се земе предвид фактот дека банкарскиот сектор на Македонија, таков каков што е, покажа отпорност на надворешните шокови предизвикани со економската криза, тогаш слободно може да се каже дека конзервативниот банкарски модел на Македонија практично ги потврди “добрите страни на неразвиеноста”. Меѓутоа, неспорен е фактот дека и банките во Македонија ги почувствуваа ефектите од финансиската криза и тоа најмногу преку влошениот квалитет на кредитното портфолио. Ова се случува во услови на неповолен глобален макроекономски амбиент, намалена кредитна поддршка, намалена ликвидност на кредитокорисниците, но и како резултат на “зреење” на кредитното портфолио формирано во порелаксирани услови на кредитирање карактеристични за претходниот период на кредитна експанзија. Како резултат на влијанието на кризата, банките ги пренасочуваат своите цели кон унапредување на системот на управување со кредитниот ризик и одржување на стабилноста, ликвидноста и квалитетот на кредитното портфолио.

По анализата на карактеристиките и трендовите значајни за домашниот банкарски сектор, следи дел во кој е извршено моделирање на врската помеѓу функциите на банкарскиот сектор и економскиот раст во Македонија. Посебен акцент во истражувањето е ставен на испитувањето на постоење на долгорочна врска помеѓу петте индикатори специфицирани за поодделните финансиски функции на банкарскиот сектор од една страна и БДП од друга страна. Најнапред е презентирана долгорочната врска помеѓу БДП и функциите на банкарскиот сектор преку посебна форма на двојна логаритамска функција заснована на VEC (Vector Error Correction) моделот. Врз основа на применетиот алтернативен модел, евидентно е позитивното влијание врз БДП на мобилизацијата на заштедите, алокацијата на ресурсите и финансиското посредување како и негативното влијание врз БДП на несоодветната диверзификација на ризикот и кризите. Ефектите на промовирање на растот од страна на банкарскиот сектор произлегуваат не само од порастот во заштедите и инвестициите туку и од порастот на маргиналната стапка на поврат на инвестициите која е резултат на поефикасната алокација на заштедите помеѓу потенцијалните инвестиции. Дотолку повеќе, ефектите на економскиот раст кои произлегуваат од подобрената алокација на ресурсите може да биде од поголемо значење за економскиот раст отколку самото зголемување на заштедите и инвестициите.

Во продолжение, вниманието е насочено кон оценката на долгорочниот тренд на движење на кредитната активност во Македонија. Најнапред е направена статистичка анализа со примена на двостраниот линеарен метод на филтрирање на Ходрик и Прескот со цел да се процени долгорочниот тренд на индикаторот Кредити/БДП. Врз основа на добиените резултати, и покрај тоа што во Македонија не се констатирани кредитни бумови и падови, постојат трендови на засилена или забавена кредитна активност. Статистичкиот пристап овозможува добивање на одредени информации и предупредувања, како и конкретни насоки за анализираната проблематика. Сепак, ваквите констатации е неопходно да бидат дополнително проверени и потврдени со примена на дополнителни покомплексни модели и методи. За таа цел, промените во показателот Кредити/БДП се објаснети преку неколку економски фундаментални варијабли и

преку долгорочната релација на овој параметар со остнатите вклучени варијабли. За таа намена, употребен е VECM (Vector Error Correction Model) моделот. Ова значи дека првично предизвиканата нерамнотежа кај променливата CRED ќе биде отстранета за период од 6,7 години. Сумарно, спроведеното истражување укажува на важноста на депозитното јадро за кредитната активност во Македонија. Во услови на ограничени можности за финансирање на кредитната активност на меѓународниот финансиски пазар, монетарната политика на НБРМ и политиката на деловните банки треба да посветат особено внимание на задржувањето на довербата во банкарскиот сектор и сочувување и зголемување на депозитната база како примарен извор за финансирање на домашната кредитна активност. Неспорен е фактот дека кредитната активност во Македонија во голема мера е условена и од стапката на пораст на БДП. Во услови на нестабилно макроекономско окружување и неизвесност околу надминувањето на кризата во еврозоната, неповолните економски движења, намалениот извоз и падот на индустриско производство не создаваат реална основа за забрзување на кредитната активност. Исто така, моделот укажува и на значајната врска која постои помеѓу кредитирањето и странските директни инвестиции, пазарната капитализација и вработеноста.

Последното поглавје на докторската дисертација е заокружено со анализата на макроекономското окружување на финансискиот сектор во Македонија. Во фокусот на вниманието се макроекономските перформанси на домашната економија од аспект на стапката на невработеност, стапката на инфлација, отвореноста за тргување и странските директни инвестиции. Исто така, направена е и анализа на динамиката на економската активност и индустриското производство во Македонија од осамостојувањето до денес. Основна цел на ваквиот приод е да се укаже на меѓусебната зависност и нераскинливата врска помеѓу финансискиот сектор, реалниот сектор и макроекономското окружување во кое тие делуваат.

На крајот, во рамките на **заклучните согледувања** е истакнато дека заживувањето на пазарот на капитал е предодредено од порастот на животниот стандард на населението, но и од неговата поголема информираност и

едуцираност за можностите кои ги нудат различните форми на инвестирање на заштедите, како и зголемената свесност за предностите на вложувањата кои овозможуваат поголема сигурност и поголеми заработки на среден и долг рок. Исто така, создавањето на институционална подлога за постепена преориентација на правните субјекти од банкарско кон пазарно финансирање игра клучна улога во заживувањето и натамошниот развој на пазарот на капитал. Законите во финансиската сфера е неопходно да бидат насочени кон поддршка на зголемениот степен на интегрираност и овозможување на рамноправна положба на различните сегменти на финансискиот сектор.

Дополнително, изнесен е заклучокот дека простата акумулација на капиталот која влијае врз големината на банкарскиот сектор е неопходно да биде проследена со процесот на финансиско продлабочување кој се огледа во поефикасната алокација на капиталот, поефикасната трансформација на заштедите во инвестиции, како и намалувањето на ресурсите употребени во процесот на финансиската интермедијација. Со оглед на фактот што македонскиот банкарски сектор се карактеризира со задоволителен обем на расположливи извори на финансирање на кредитната активност - од сопствената депозитна база и од странските кредитни линии, активноста на банките е препорачливо да биде насочена кон канализирање на расположливите финансиски ресурси кон квалитетни и високоприносни инвестициони проекти кои имаат најголем потенцијал да влијаат на економскиот раст во земјата. За да може ова да се реализира неопходен предуслов е да постојат кредитни апликации за финансирање на квалитетни инвестициони проекти кои истовремено ги исполнуваат критериумите од кредитните политики и процедури на банките. Притоа, како неопходност се јавува потребата од донесување на закони за поттикнување на инвестициите, но и формирање на гарантни фондови кои ќе го олеснат пристапот до финансиите на потенцијалните инвеститори.

# ГЛАВА 1: ВРСКАТА ПОМЕЃУ ФИНАНСИСКАТА РАЗВИЕНОСТ И ЕКОНОМСКИОТ РАСТ – ДЕТЕРМИНАНТИ, КАНАЛИ И ФУНКЦИИ

## 1. ДЕТЕРМИНАНТИ НА ФИНАНСИСКАТА РАЗВИЕНОСТ

Со оглед на значењето на финансиите во промовирањето на растот, постојат бројни истражувања за детерминантите на финансиската развиеност. Еден дел од овие истражувања е насочен кон историските детерминанти на финансиската развиеност и ги изучува правните, политичките, културните, етничките и географските разлики во поодделни земји кои имаат влијание врз финансиските пазари и институции. Покрај историските детерминанти, значително влијание во детерминирањето на структурата и начинот на функционирање на финансискиот сектор имаат и политичките детерминанти. За успешно функционирање на финансискиот сектор неопходно е и постоењето на развиена правна и информациона инфраструктура. Исто така, финансиската развиеност е детерминирана и од карактеристиките на финансиските пазари и институции во една држава кои се однесуваат на начинот на кој се одвива нивната регулација и супервизија, степенот на конкурентност и ефикасност во нивното работење, нивната сопственичка структура, третманот на финансиската либерализација, како и способноста за олеснување на пристапот до финансиите.

### 1.1 Историските детерминанти

Beck, Demirguc – Kunt и Levine (2003a)<sup>1</sup> ја истражуваат релативната важност на овие историски детерминанти за финансиската развиеност и доаѓаат до заклучок дека појдовните придобивки и правното потекло се силно поврзани со развиеноста на финансиските пазари и институции.

<sup>1</sup> Beck, T., Kunt, A. and Levin, R. (2003a) “Law, Endowments and Finance”, *Journal of Financial Economics*, 70:137-181

**Правните специфичности** кои влијаат врз формулирањето на законите и извршните механизми за заштита на правата на инвеститорите, имаат свое влијание и врз финансиската развиеност на поодделните земји. Beck, Kunt и Maksimovic (2004)<sup>2</sup> ја истакнуваат клучната улога на адаптивбилноста на правниот систем, истакнувајќи притоа дека пофлексибилниот правен систем е поуспешен во промовирањето на економскиот раст. Приспособливоста на правниот систем овозможува полесно излегување во пресрет на финансиските потреби кои континуирано се менуваат.

Анализирајќи го **политичкото влијание** на финансиската развиеност во поодделни земји, Rajan и Zingales (2003) се фокусираат на начинот на кој различното политичко уредување, преку влијанието врз економската политика во различните земји, влијае и врз нивната финансиска развиеност. Согласно со нивното гледиште, затворените политички системи е поверојатно дека ќе претставуваат кочница за развојот на финансискиот сектор и промовирањето на конкурентноста во однос на отворените политички системи. За разлика од децентрализираните и конкурентни политички системи, централизираните и моќни држави се поефикасни во имплементирањето на политиките кои ги штитат интересите на поодделни привилегирани елитни групи.

Улогата на **религијата, културата и етничката припадност** во развојот на финансиските институции во поодделните земји претставува детерминанта на финансиската развиеност која исто така се користи во истражувањата на аналитичарите. Повеќето научници тврдат дека религијата влијае врз обликувањето на националните гледишта во однос на финансиските институции. На пример, согласно стојалиштето на Stulz и Williamson (2003), земјите со доминантна католичка и муслиманска вероисповед се стремат кон развивање на култури кои ја одржуваат контролата и ги лимитираат конкуренцијата и правото на сопственост. Во земји кои се значително етнички диверзифицирани, помоќните групи вообичаено имплементираат политики кои им овозможуваат

---

<sup>2</sup> Beck, T., Kunt, A. and Maksimovic, R. (2004a) "Financial and Legal Constraints to Firm Growth: Does Size Matter?", *Journal of Finance* 60, 137-177



поголемо искористување на ресурсите, ги ограничуваат правата на другите групи и го спречуваат растот на индустриите и секторите кои ѝ се закануваат на владејачката група.

Предмет на анализа е и улогата на појдовните **географски придобивки** во детерминирањето на ставовите за развој на различните видови на институции. Врз основа на истражувањата во Северна Америка, Enerman и Sokoloff (1997) тврдат дека географските услови на север кои го фаворизираат производството на пченка и пченица ги поттикнуваат отворените институции кои ѝ служат на средната класа, додека условите на југ кои го поттикнуваат производство на ориз и шеќерна трска водат кон зголемување на моќната елита и позатворени институции.

### **1.1 Политичките детерминанти**

Покрај историските детерминанти, политиката има значително влијание во детерминирањето на структурата и начинот на функционирање на финансискиот сектор. Поконкретно, степенот на политичката и макроекономската стабилност, како и функционирањето на правните, регулаторните и информационите системи имаат влијание врз финансиското окружување. Влијанието што го има владата на сопственоста на финансиските институции и на нивото на конкурентност помеѓу домашните и странските извори, се одразува на функционирањето на финансиските системи и на степенот до кој поединецот има пристап до финансиските услуги.

Политичките нереди можат да доведат до макроекономска нестабилност и нарушување на бизнис условите. Граѓанската неслога и војната ги уништува капиталот и инфраструктурата. Во ваквото окружување се поттикнуваат корупцијата и криминалот, трошоците за водење на бизнис се зголемени и е креирана несигурност во врска со правата на сопственост.

При даден стабилен политички систем, успешното функционирање на финансискиот сектор подразбира фискална дисциплина и стабилна макроекономска политика. Фискалната и монетараната политика имаат влијание врз оданочувањето на финансиските посредници и провизиите за финансиските услуги. Големата побарувачка за финансиски средства од страна на владата ги истиснува приватните инвестиции преку зголемувањето на бараниот принос на државните хартии од вредност и апсорбирањето на значителен дел од заштедите мобилизирани од финансискиот сектор. Профитабилноста на банките не е секогаш намалена како резултат на високите приноси на државните хартии од вредност. Меѓутоа, доаѓа до сериозно нарушување на способноста на финансискиот сектор да врши ефикасна алокација на ресурсите. Емпириските истражувања (Boyd, Levine и Smith, 2001) укажуваат на тоа дека земјите со ниски и стабилни нивоа на инфлација бележат повисоки нивоа на развиеност на финансискиот сектор и дека високите стапки на инфлација и високите каматни стапки се поврзани со поголема веројатност за настанување на системска банкарска криза.

## **1.2 Правната и информационата инфраструктура**

За успешно функционирање на финансискиот сектор неопходно е постоењето на развиена правна и информациона инфраструктура. Способноста на фирмите да го поттикнат екстерното финансирање е делумно ограничена доколку правата на надворешните инвеститори не се заштитени во рамките на одреден финансиски систем. Надворешните инвеститори потешко се одлучуваат да инвестираат во компании во кои не би биле во можност да вршат корпоративно управување и да ги заштитат своите инвестиции од контролата на преостанатите акционери и менаџментот. Заштитата на правата на сопственост и ефикасното спроведување на договорите имаат клучна улога во развиеноста на финансискиот сектор. Емпириските истражувања укажуваат на фактот дека подобрата заштита на правата на кредиторите води кон зголемување на кредитите на приватниот сектор (Djankov, McLies и Shleifer, 2005). Понатаму, земјите со ефикасен правен систем

имаат поефикасен финансиски систем кој се карактеризира со пониски каматани стапки и помали каматни маргини (Laeven и Majnoni, 2005).

Снабдувањето со навремени, точни и квалитетни информации овозможува намалување на информационата асиметричност помеѓу кредиторите и должниците. Кредитните регистри кои вршат прибирање, обработка и преглед на важни податоци за кредитната историја на потенцијалните кредитобаратели – домаќинства и фирми добиваат сè поголемо значење. Компјутерската технологија, преку можноста за употреба на најразлични техники на кредитен скоринг, значително влијае врз зголемувањето на обемот на информации кои можат да се добијат при анализа на кредитоспособноста на потенцијалните должници. Емпириските истражувања укажуваат дека волуменот на банкарски кредити е значително поголем во земјите со поголема достапност на информации (Djankov, McLies и Shleifer, 2007).

### **1.3 Регулацијата и супервизијата**

Најголем број на економисти се согласни во однос на постоењето на владината улога во регулацијата и супервизијата на финансискиот систем. Меѓутоа, постојат економисти за кои ова прашање е предмет на активни дебати. Едно екстремно гледиште е пристапот на “невидливата рака”, според кое државата нема никаква улога во финансискиот систем, а следењето и дисциплинирањето на финансискиот систем му е препуштено на пазарот. Од друга страна, бројни економисти се поборници за интервенционистичкиот пристап според кој државната регулација претставува решение на пазарниот неуспех. Во согласност со ова гледиште, очекувано е моќните супервизори да осигураат стабилност на финансискиот систем и да ги предводат банките во нивните деловни потфати преку соодветна супервизија и регулација. Помеѓу овие две екстремни гледишта лежи пристапот за унапредувањето на приватната финансиска регулација. Овој пристап истовремено ја препознава потенцијалната важност на пазарниот неуспех за кој е неопходна државна интервенција, но и на државниот неуспех, сугерирајќи дека државните супервизори немаат постојана иницијатива за корекција на

пазрниот неуспех. Согласно со емпириските истражувања (Beck, Demirguc – Kunt и Levine, 2006), банкарската супервизорска практика на претендирање кон навремено и точно информирање ги намалува ограничувањата на фирмите кон екстерно финансирање. Дополнително, истражувањата укажуваат на тоа дека земјите кои ја поттикнуваат државната супервизија, создаваат ограничувања во екстерното финансирање преку зголемувањето на степенот на корупција во кредитирањето на банките.

#### **1.4 Конкурентноста и ефикасноста**

Креаторите на политиката низ светот често изразуваат загриженост во однос на тоа дали политиките за конкурентноста помеѓу банките во нивните земји се соодветно дизајнирани и способни да одржуваат стабилни и добротоечки банки. Глобализацијата и консолидацијата во банкарството резултираат со натамошно зголемување на интересот по ова прашање, водејќи кон активни дебати во политичките кругови. Конкурентноста во банкарските политики може да создаде тешки супституирања. Поголемата конкурентност може да ја подобри ефикасноста на банките со позитивни импликации врз економскиот раст. Но, исто така, може да доведе и до дестабилизација во банкарскиот сектор со скапи реперкусии за економијата во целина. Согласно со истражувањето на (Barger et al., 2004), поголемата конкурентност која опфаќа намалени бариери за влез, помалку регулаторни ограничувања на банкарските активности, поголема слобода во функционирањето и подобра целосна институционална развиеност е добра за ефикасноста и стабилноста на банките и за пристапот на фирмите до потребното финансирање. Регулацијата помешана со конкурентноста ги прави банките помалку ефикасни, поранливи и го редуцира пристапот на фирмите до финансиите. Потребно е државата да ја поттикне конкурентноста во банкарството преку редуцирањето на непотребните препреки за влез и рестрикциите во функционирањето. Унапредувањето на социјалното окружување и овозможувањето на поголема слобода во банкарството и економијата во целост би водело кон посакуваните резултати.

### **1.5 Државната сопственост на финансиските институции**

Државната сопственост на банките, особено во транзиционите економии, води кон намалување на нивото на финансиската развиеност, поголема концентрација во кредитирањето, помал економски раст и поголема системска ранливост (La Porta et al., 2002). Не постојат докази за помош на сиромашните од страна на државните банки. Меѓутоа, постојат докази дека државните банки тежнеат кон насочување на кредитите кон политички фаворизирани проекти кои од комерцијален аспект се неликвидни. Дури и во однос на пристапот кон финансиските услуги, анализите укажуваат на тоа дека комитентите на банките се соочуваат со поголеми бариери во банкарските системи кои се во доминантна државна сопственост. Генерално, може да се заклучи дека доминантен дел од емпириските истражувања укажува на тоа дека државата нема компаративни предности во поседувањето на финансиските институции.

Сепак, приватизацијата повлекува бројни ризици и е неопходно да биде реализирана со голема внимателност. Приватизацијата на банките настојува да ги подобри перформансите во однос на државната сопственост. Постојат предности на целосната во однос на парцијалната приватизација (Megginson и Netter, 2008). Кога станува збор за слабо развиена институционална средина, предностите се поголеми доколку се изврши продажбата на стратешки инвеститор или се овозможи влез на странски капитал. Во секој случај, приватизацијата не претставува своевиден лек. Приватизираните банки кои не ги лоцирале слабостите на окружувањето и пазарната структура вообичаено нема да доведат до подлабок и поефикасен финансиски сектор.

### **1.6 Финансиската либерализација**

Либерализацијата која вклучува дерегулација на каматните стапки и порелаксирани политики за пристап на финансиските пазари, вообичаено води кон подобра финансиска развиеност. Но, ентузијазмот со кој финансиската либерализација е прифатена во некои земји во кои отсуствува или е премногу

бавен процесот на имплементирање на институционалниот развој, придонесува бројни финансиски системи да бидат ранливи на системски кризи. Различните искуства со финансиската либерализација ја истакнуваат важноста од имплементирањето на либерализацијата паралелно со политичките, регулаторните и институционалните унапредувања (Honohan и Beck, 2007).

Врската помеѓу режимот на девизниот курс и финансиската либерализација претставува предмет на активни дебати. Ова прашање е дотолку повеќе важно и поради тоа што режимот на девизниот курс може значително да влијае врз степенот до кој екстерните шокови ќе имаат одраз врз финансиската стабилност. Постојат спротивставени мислења и во однос на прашањето за влијанието на доларизацијата врз финансиската ранливост. Со финансиската либерализација, транзиционите економии вршат значително либерализирање на ограничувањата за влез на странски финансиски институции. Државата, вообичаено, е загрижена во однос на прашањето за препуштање на странските банки да преземат голем сопственички удел во домашниот банкарскиот систем. Емпириската евиденција укажува на фактот дека олеснувањето на влезот на реномирани странски институции е добредојдено – влезот на странските банки ја зголемува конкурентноста, ја унапредува ефикасноста и го подобрува корпоративното управување (Claessens, Demirguc - Kunt и Huizinga, 2001). Меѓутоа, чести се дискусиите во однос на прашањето за соодветното дизајнирање на контролите на капиталните текови кои треба да делуваат превентивно или да ги ублажат ефектите од ненадејните промени во странскиот капитал. Литературата која ги истражува ефектите од капиталните контроли укажува дека овие контроли делуваат само повремено, нивните ефекти се намалуваат низ времето и не се ефикасни во спречувањето на прелевањата во случај на поизразени шокови (Kaminsky и Schmukler, 2001).

### **1.7 Олеснувањето на пристапот до финансиите**

Зголеменото вниманието што го повлекува прашањето за пристапот до финансиските услуги, претставува резултат на две причини. Една причина е тоа

што модерната развојна теорија го гледа недоволниот пристап до финансиите како критичен механизам за генерирање на постојана нееднаквост во доходот и забавување на растот. Друга причина е гледиштето дека малите фирми и сиромашните домаќинства се соочуваат со поголеми пречки при пристапот до финансиските услуги насекаде во светот, особено во земјите во развој.

Постојат повеќе причини зошто сиромашните немаат пристап до финансиите – кредити, депозити, осигурителни услуги. Големо влијание има нивната социјална и физичка оддалеченост од формалниот финансиски систем. Станува збор за субјекти кои се недоволно едуцирани, неинформирани за различните финансиски услуги кои би можеле да ги користат и физички оддалечени од финансиските институции. Вообичаено немаат колатерал, и не можат да се задолжат на сметка на своите идни заработки поради тоа што немаат стабилни работни места и финансиски приливи кои би се следеле. Дополнително, за финансиските институции е поскапо работењето со мали трансакции. Институциите специјализирани за микрофинансирање настојуваат да ги надминат ваквите проблеми на најразлични иновативни начини (Cull, Demirguc – Kunt и Morduch, 2008).

На кој начин државата може да го олесни пристапот до финансиите? Најнапред, тоа може да го направи извршувајќи и поддржувајќи ги инфраструктурните подобрувања. Од голема важност е соодветното поставување на приоритетите во однос на реформските напори. На пример, подобрената информационе инфраструктура во голем број случаи бележи предности над законските реформи, заради тоа што овозможува понепосреден пристап до финансиите. Но, законските реформи се, исто така, важни пред сè во доменот на заштитата на правата на сопственост и различните аспекти на извршување на договорите.

Институционалните реформи се долгорочен процес и одредени активности можат да помогнат во побрзото зајакнување на пристапот. Постои широк асортиман на можни мерки, рангирани од специфичните закони кои го поткрепуваат посредништвото вклучувајќи ги лизингот и факторингот, технологиите базирани на Интернетот и мобилната телефонија, развојот на кредитните регистри,

заштитата од перење на пари и финансирањето на тероризам, намалувањето на трошоците за регистрирање на колатерал, регулирањето на сопственоста на имотот кој служи како колатерал и слично.

Државата може да го олесни пристапот до финансиите и преку зголемување на конкуренцијата во финансискиот сектор. Финансиските институции кои согледуваат дека нивните традиционални бизниси стануваат неконкурентни, изнаоѓаат нови профитабилни можности, вклучувајќи ја и понудата на финансиски усуги на неопфатените сегменти - од доменот на малите и средни претпријатија и од сирмашните слоеви. Од особена важност е и улогата на странските банки во олеснувањето на пристапот до финансиите и во унапредувањето на конкурентното окружување.



## 2. ДЕТЕРМИНАНТИ НА ЕКОНОМСКИОТ РАСТ

Факторите на кои се потпира економскиот раст се истражуваат во широк опсег на студии. Употребувајќи различни концепциски и методолошки гледишта, овие студии ставаат акцент на различен сет на објаснувачки параметри и нудат различен увид над изворите на економскиот раст.

**Инвестициите** претставуваат најфундаментална детерминанта на економскиот раст идентификувана и во неокласичните и во ендегените модели на растот. Процесот на инвестирање кој овозможува акумулирање на капитал претставува неопходен предуслов за зголемување на производниот капацитет на една економија. За да го контролираат остварувањето на таргетираните стапки на раст, земјите вообичаено се раководат од релативното учество на инвестициите во националниот доход.

Самиот чин на инвестирање претстваува трансформирање на расположливите финансиски ресурси во реални капитални добра. За реализирањето на инвестициониот процес неопходно е реализирање на два предуслова. Прво, пораст на реалните заштеди преку пренасочување на дел од ресурсите кои би се користеле за потрошувачки цели. Второ, финансиски или кредитен механизам кој расположливите ресурси ќе ги стави на располагање за формирање на капитал. Притоа, неопходно е да се разграничи дека реалното формирање на капиталот се остварува преку пораст на заштедите и продуктивните инвестиции. Финансискиот сектор само го олеснува тој процес.

Во функција на развојните цели, не е доволно само формирање на определен обем на заштеди. Економскиот раст би бил поддржан само доколку формираните заштеди се преточат во инвестиции. Притоа, заштедите можат да бидат сфатени како расположлив доход по покривањето на трошоците кои се однесуваат на егзистенцијалните потреби, додека инвестициите го означуваат прирастот на реалниот капитал во определен период.

Доколку симплифицираме, во вкупниот процес на трансформирање на заштедите во инвестиции се вклучени три економски сектори: државата, финансискиот сектор и реалниот сектор, претставен преку двата потсектора – корпоративниот сектор и секторот на домаќинствата. Притоа, финансискиот сектор ја има посредничката улога помеѓу суфицитните економски единици кои најчесто припаѓаат на секторот на домаќинствата и дефицитните економски единици кои главно се од корпоративниот сектор. И покрај тоа што државата може да се јави и како штедач и како мобилизатор на заштедите и како инвеститор, во оваа симплифицирана слика државата ќе ја сфатиме како сектор на кој овие активности му се исклучиво насочени кон создавање на економска и социјална инфраструктура неопходна за реализација на инвестициите преземени од страна на корпоративниот сектор.

**Човечкиот капитал** претставува основен извор на раст во повеќе ендогени модели на растот, како и една од клучните екстензии на неокласичниот модел. Човечкиот капитал е компонента на трудот формирана преку инвестициите исто како што е формиран и физичкиот капитал. Тој претставува еден од основните фактори на развојните потенцијали на економијата. Инвестициите во човечки капитал се јавуваат најнапред во форма на формално образование низ образовниот процес. Но, се јавуваат и како оспособување и стекнување на вештини низ процесот на работа дополнето со надградувања и усовршувања преку обуки и тренинзи. Формалното образование и дополнителната едукација ја подигнуваат идната ефикасност на двете компоненти – потрошувачката и производството, бидејќи им пружа можности на образованите поединци да направат поадекватен избор и во потрошувачката и во производството<sup>3</sup>. Со оглед на тоа што терминот “човечки капитал” главно се однесува на способностите и знаењата со кои се стекнуваат вработените низ едукации и тренинзи, најголем број од студиите го истражуваат квалитетот на човечкиот капитал користејќи показатели поврзани со едукацијата.

---

<sup>3</sup> Petreski, G. (2002), “*Ekonomski rast i razvoj – teorii, modeli, megunarodni iskustva*”, Ekonomski Fakultet, Skopje;

**Техничкиот прогрес, иновациите и развојните активности** често играат клучна улога во економскиот прогрес, растечката продуктивност и растот. Ова се должи на растечката употреба на технологијата која овозможува воведување на нови супериорни процеси и производи. Техничкиот прогрес базиран на истражувања и иновации води кон подобрувања на начините на производство. Еден од основните извори на унапредување на технологијата е инвентивната и иновативната активност на населението. Инвенциите претставуваат откриција добиени врз основа на истражувањата и претставуваат можност за создавање на дополнителни знаења. Иновациите кои претставуваат примена на ваквите дополнителни знаења во производниот процес се важен двигател на технолошкиот напредок и растот. Исто така, технолошкиот напредок често е резултат на зголемената ефикасност низ процесот на практично учење. Стекнатото искуство низ производствениот процес кое овозможува зголемување на производната ефикасност во иднина претставува важен двигател на растот.

**Отвореноста за тргување** претставува уште една важна детерминанта на економските перформанси. Постојат јасни теоретски причини кои ја потврдуваат цврстата и позитивна врска помеѓу отвореноста и економскиот раст: отвореноста го олеснува трансферот на технологијата и дифузијата на знаењето, придонесува за искористување на компаративните предности. Постои бројна литература која ја истражува оваа релација во практиката. Согласно со чистата теорија на трговијата, секоја земја треба да се ориентира на производство кое ќе ја зголеми нејзината благосостојба преку сектори каде се најниски компаративните трошоци. Извозот на еден вид на добра каде што националната економија е компаративно супериорна и увозот на вид на добра каде што е инфериорна, условува да се максимизира благосостојбата, односно да се располага со поголем производ отколку кога би се работело за затворена економија.

**Странските директни инвестиции** во последно време имаат клучна улога во интернационализацијата на економските активности и претставуваат примарен

извор за трансфер на технологија и знаење<sup>4</sup>. Доминантен дел од емпириската евиденција го истакнува позитивното влијание на странските директни инвестиции врз економскиот раст. Lensink and Morrissey<sup>5</sup> (2006) истакнуваат дека освен преку директното влијание врз порастот на капиталот, странските директни инвестиции влијаат врз економскиот раст и преку внесот на нови технологии, нови производни процеси и техники, менаџерски знаења и способности, нови идеи и нови видови на капитални добра. Приливот на странски директни инвестиции го зголемува обемот на продуктивни фактори во националната економија и влијае врз конкурентните услови во пазарите на земјата домаќин преку трансферот на знаење. Од овие причини, се јавува потребата од создавање на повошно окружување кое би го поттикнувало приливот на странски капитал.

**Институционалната рамка** претставува уште еден важен извор на раст истакнат во литературата. Rodrik (2000)<sup>6</sup> истакнува 5 клучни институционални структури (правото на сопственост, регулаторните институции, институциите за макроекономска стабилизација, институциите за социјално осигурување и институциите за управување со конфликти) за кои тврди дека не само што имаат директно влијание врз економскиот раст, туку влијаат и врз другите детерминанти на растот како што се физичкиот и човечкиот капитал, инвестиционите одлуки и технолошкиот развој. Според Easterly (2001)<sup>7</sup>, традиционалните фактори нема да имаат влијание врз економските перформанси доколку не постои стабилно и сигурно институционално окружување кое ќе ја одржува економијата. Тој истакнува дека мерките за институционалниот квалитет кои најчесто се користени во емпириската евиденција ги вклучуваат правото на сопственост, безбедноста на договорите, ризикот од експропријација, законската сигурност и нивото на бирократијата.

---

<sup>4</sup> Petrakos, G. and Arvanitidis, P. (2008), "Determinants of Economic Growth", *Economic Alternatives*, issue 1, pp. 11-28

<sup>5</sup> Lensink, W. and Morrissey, O. (2006) "Foreign Direct Investment: Flows, Volatility and the Impact of Growth", *Review of International Economics*, 14 (3), pp. 478-493

<sup>6</sup> Rodrik, D. (2000), "Institutions for High – quality Growth: What they are and How to acquire them", *Studies in Comparative International Development*, 35, pp. 3-31

<sup>7</sup> Easterly, W. (2001), "The elusive quest for growth: economists adventures and misadventures in the topics", Cambridge MA: MIT Press

**Политичките фактори** имаат значително влијание врз економијата и врз нејзините потенцијали за раст. Нестабилниот политички режим кој води кон несигурност и го обесхрабрува инвестирањето, резултира со недоволна искористеност на економскиот потенцијал. Покрај стабилноста на политичкиот режим, значително влијание врз динамиката на економскиот раст има и видот на водената политика. Докажано е дека постои поврзаност помеѓу нивото на демократијата и економскиот раст. Нивната конекција е покомплексна и во зависност од каналите низ кои делува, демократијата може и да го кочи и да го поттикнува економскиот раст. При обидите попрецизно да се измери квалитетот на политичкото окружување е користен широк опсег на варијабли. Brunetti (1997) истакнува пет категории на релевантни варијабли кои сеопфатно го опишуваат политичкото окружување: демократијата, владината стабилност, политичкото насилство и субјективните перцепции на политиката.

Растечки е интересот во однос на истражувањето на влијанието врз економскиот раст од **социо – културните фактори**, како што се религијата и етничката припадност. Религијата е важна варијабла која ѝ припаѓа на оваа категорија. Според Баро и McCleary (2003)<sup>8</sup>, иако од глобален аспект религиозноста се стреми кон намалување со порастот на економската развиеност, одредени парцијални релации зависат од поодделните специфични компоненти на развиеноста. На пример, мерилата за религиозноста се во позитивна врска со едукацијата, а во негативна врска со урбанизацијата. Тие доаѓаат до заклучок дека поизразените религиозни верувања го стимулираат растот заради тоа што помагаат да се одржат аспектите на индивидуалното однесување кои ја зголемуваат продуктивноста. Етничката диверзификација пак, преку истакнувањето на разликите и промоцијата на дискриминаторни политики, може да има негативно влијание врз растот. Во литературата се анализирани и неколку други социо – културни фактори (фрагментацијата, јазичните бариери, ставовите, преференциите) чие влијание врз економскиот раст може да биде индиректно или недоволно јасно.

---

<sup>8</sup> Barro, R. and McCleary, R. (2003) “Religion and Economic Growth”, NBER Working paper no. 9682

Важноста на улогата на **географските фактори** врз растот е оддамна уочена. Истражувачите употребуваат различни варијабли како мерила за влијанието на географските и климатските фактори: вредностите за географската ширина, оддалеченоста од екваторот, просечните температури и просечната врнежливост, квалитетот на почвата итн. Неколку понови емпириски истражувања потврдуваат дека природните ресурси, климата и излезот на море имаат директно влијание врз економскиот раст, делувајќи врз продуктивноста во земјоделието, економската структура, транспортните трошоци и конкурентноста.

Во последно време врската помеѓу **демографските трендови** и економскиот раст привлекува значително внимание. Сепак, значителен дел од демографските аспекти останува сè уште неистражен. Доминантен удел во економскиот раст имаат порастот на популацијата, старосната дистрибуција, густината на населението и емиграциите. Високиот пораст на популацијата би можел негативно да се одрази врз економскиот раст преку ограничувањата во растот на животниот стандард. Порастот на населението не привлекува автоматски технолошки напредок и приспособување. Брзиот популационен пораст го зголемува бројот на економски зависните лица повеќе отколку што го зголемува нивото на производот. Структурата на популацијата, исто така, има значително влијание врз растот. Популацијата во која доминира ефективна расположлива работна сила повеќе би го поттикнала растот отколку популацијата со премногу младо население или постаро неактивно население. Густината на населението може да биде позитивно поврзана со економскиот раст како резултат на зголемената специјализација и дифузијата на знаење. Емиграцијата на високостручен кадар чие школување и усовршување во земјата или во странство го финансирала државата негативно се одразува врз стапката на економскиот раст. Сличен ефект има и одливот на школуван кадар како последица на недоволната побарувачка на таков кадар во домашните економии.

**Економските политики**, исто така, привлекуваат повеќе внимание од аспект на нивната улога во економските перформанси. Преку влијанието врз стабилноста, вработеноста, прераспределбата на доходот, мобилизацијата на

заштедите и ефикасноста, фискалната и монетарната политика имаат влијание и врз стапката на економскиот раст во домашната економија.

Развојната компонента на фискалната политика е насочена кон обезбедувањето на најефикасна алокација на економските ресурси, забрзувањето на инвестиционата активност и вработеноста, како и реализирањето на стабилизационата и редистрибутивната функција. Ограничувајќи ја потрошувачката преку фискални мерки, фискалната политика ги пренасочува финансиските ресурси и го поттикнува инвестирањето. Преку фискалната политика државата има влијание и врз структурата на инвестициите. Инфраструктурните проекти на државата создаваат услови за развој на приватните инвестиции. Исто така, даночниот систем преку даночните ослободувања и диференцираните даночни стапки влијае врз структурата на инвестициите насочувајќи ги кон нивната поефикасна употреба. Намалувајќи ја агрегатната побарувачка, фискалните мерки можат да имаат големо значење во контролирањето на инфлацијата која може да биде предизвикана од процесот на економскиот раст. Преку редистрибутивната функција, фискалната политика има влијание врз подигнувањето на животниот стандард на населението, како резултат на што се зголемува делот од расположливиот доход кој би бил наменет за инвестиции.

Монетарната политика ги регулира економските флукуации преку контролирање на понудата на пари. Приспособувајќи ја понудата на пари на производниот капацитет на економијата, монетарната политика ги минимизира флукуациите на цените и економската активност создавајќи услови за стабилен економски раст. Влијае и врз стабилноста на домашните цени и на девизниот курс, како важен предуслов за економскиот раст. Вршејќи селективна контрола на кредитите влијае и врз структурата на производството и инвестициите. Монетарната политика има влијание врз вкупниот финансиски сектор во земјата, регулирајќи го и контролирајќи го функционирањето на финансиските институции. Влијае и врз структурата на каматните стапки, при што водејќи политика на евтини пари, настојува да ги стимулира инвестициите, додека водењето на политика на скапи пари е вообичаено насочено кон стимулирање на штедењето, односно зголемување на финансиските ресурси наменети за инвестирање.

Адекватната монетарна политика влијае врз контролирањето на инфлацијата, стимулирањето на инвестициите и вработеноста и поттикнувањето на економскиот раст. Меѓутоа, неопходно е паралелно да се применува и фискалната политика заради ограничувањата кои настануваат при парцијалната примена на монетарната политика. Овие ограничувања особено доаѓаат до израз во помалку развиените земји. Кај нив ефектите од делувањето на монетарната политика се ограничени заради постоењето на широк немонетарен сектор. Пазарите на пари и капитал се недоволно развиени во услови кога оној дел од населението кој има најголеми потенцијали за штедење, наместо вишокот на ликвидност да го внесе во банка, преферира преземање на шпекулативни трансакции. Влијанието на кредитната политика на централната банка не може да дојде до израз заради тоа што банките имаат вишок на ликвидност и се помалку упатени кон централната банка. Мерките на рестриktivната монетарна политика се недоволно ефикасни во услови кога банките имаат можност да дојдат до потребните ликвидни средства потпомогнати од странските банки кои нив ги поседуваат.



### **3. ФИНАНСИСКАТА РАЗВИЕНОСТ КАКО ДЕТЕРМИНАНТА НА ЕКОНОМСКИОТ РАСТ - КАНАЛИТЕ НА ФИНАНСИСКАТА ИНТЕРМЕДИЈАЦИЈА**

Генерална улога на финансискиот сектор е интермедијацијата помеѓу дефицитните и суфицитните економски единици. Посредувајќи помеѓу штедачите и должниците, финансискиот сектор настојува да ги намали трансакционите и информационите трошоци кои се јавуваат како резултат на имперфектноста на финансиските пазари. Притоа, финансискиот сектор ја олеснува алокацијата на ресурсите низ времето и просторот, во неизвесното окружување. Оваа примарна функција на финансискиот сектор дефинирана од Merton (1995) претстваува појдовна основа за Levine (1997) да изврши нејзино расчленување на петте основни функции кои ќе бидат подетално образложени во натамошниот текст, како од аспект на банките, така и од аспект на небанкарските финансиски институции (институционалните инвеститори) – осигурителните компании, пензиските фондови и инвестиционите компании. Најнапред, следи краток осврт на можните перспективи за набљудување на финансиската интермедијација. Понатаму, ќе бидат образложени каналите низ кои финансискиот сектор, вршејќи ја улогата на финансиски посредник, делува врз економскиот раст.

#### **3.1 Функционалната наспроти институционалната перспектива на финансиската интермедијација**

Според Merton (2003), постојат две фундаментално различни рамки за анализа на посредничката улога која му е доделена на финансискиот сектор: институционалната и функционалната перспектива. Институционалната перспектива ја зема за дадена институционалната структура и е насочена кон тоа на кој начин постојните финансиски посредници можат да опстанат и да се унапредат. Набљудувано од перспектива на банките, осигурителните компании, пензиските фондови или инвестиционите компании, прашањето би било - што

може да биде направено за да се овозможи овие институции поефикасно да ги вршат своите поодделни услуги кои се однесуваат на интермедијацијата.

Функционалната перспектива ги зема како однапред дадена категорија економските функции кои ги вршат финансиските посредници и го поставува прашањето: “Која е најдобрата институционална структура која ќе ги извршува овие функции?”. Функционалната перспектива се потпира на две основни стојалишта: прво, финансиските функции се постабилни од финансиските институции, односно функциите помалку се менуваат низ времето и помалку се разликуваат во геополитичките граници и второ, конкуренцијата ќе предизвика промени во институционалната структура кои ќе водат кон поголема ефикасност во делувањето на финансискиот систем .

Од бројни причини, вклучувајќи ги разликите во големината, комплексноста и расположливата технологија, како и разликите со политичка, културна и историска позадина – најефикасната институционална структура која ги врши функциите на финансискиот систем главно се менува низ времето и се разликува низ геополитичките единици.

Спротивно, основните функции на финансискиот систем се суштински исти во сите економии – во минатото и во сегашноста, на исток и на запад. Со оглед на тоа што функциите на финансискиот систем се прилично постабилни во однос на идентитетот и структурата на институциите кои нив ги извршуваат, функционалната перспектива обезбедува посигурна референтна рамка отколку институционалната структура, особено во финансиското окружување кое се карактеризира со брзи промени.

Примарна функција на секој финансиски систем е просторно и временски да ја олесни алокацијата и распределбата на економските ресурси во неизвесното окружување. Од најопштото ниво на поединечната примарна функција на алокација на ресурсите, понатаму може да се разграничат дополнителни пет основни функции кои ги врши финансискиот систем: 1) финансискиот сектор го обезбедува системот на плаќање при размената на добра и услуги; 2) финансискиот сектор обезбедува механизам за здружување на средствата за

преземање на неделиви капацитети од поголем обем; 3) финансискиот сектор обезбедува начини на пренос на економските ресурси низ времето и географските региони и индустрии; 4) финансискиот сектор обезбедува начини на управување со неизвесноста и управување со ризикот и 5) финансискиот сектор обезбедува начин на справување со асиметричните информации и го поттикнува решавањето на проблемите во случаите кога едната страна на финансиските трансакции има информации кои другата страна ги нема. Секоја од овие функции е од витално значење во креирањето на економски раст.

### **3.2. Каналите на делување на финансиите врз растот**

Montiel (2003) истакнува дека финансискиот систем може да влијае врз економскиот раст на три начини: 1) преку поттикнувањето на акумулацијата на човечкиот и физичкиот капитал, 2) преку алокацијата на капиталот кон најпродуктивните активности и 3) преку намалувањето на ресурсите употребени во процесот на интермедијација.

Levine (2005) истражува два канала низ кои секоја од финансиските функции влијае врз економскиот раст: акумулацијата на капиталот и технолошките иновации. Според моделите базирани на акумулацијата на капиталот, функциите кои ги врши финансискиот сектор влијаат врз растот преку генерирањето на дополнителен капитал. Финансискиот сектор го насочува акумулираниот капитал кон точката на неговата најефикасна употреба. Моделите на растот базирани на технолошките иновации се базираат на инвентивноста во воведувањето на нови производи и процеси. Во овие модели, функциите кои ги врши финансискиот сектор влијаат врз растот преку промените на стапката на технолошки иновации.

Анализирајќи ги каналите преку кои финансиите влијаат врз растот, Beck, Levine и Loayza (2010) констатираат дека финансиите повеќе влијаат врз растот преку поттикнувањето на продуктивноста и ефикасната алокација на ресурсите, отколку преку простата акумулација на капиталот.

Според Kotaro Tsuru (2000) постојат три насоки низ кои се спроведува влијанието на финансиите врз растот: поефикасната алокација на капиталот, поефикасната трансформација на заштедите во инвестиции и ефектот на стапката на штедење. Притоа, истакнува дека придонесот на финансискиот сектор за поефикасната алокација на капиталот и поефикасната трансформација на заштедите во инвестиции има позитивни ефекти врз економскиот раст. Од друга страна, тврди дека е можно финансиската развиеност да влијае врз редуцирањето на обемот на заштеди, со негативен одраз врз инвестирањето и стапката на економски раст.

**Поефикасна алокација на капиталот.** Финансискиот сектор е ефикасен кога ги алоцира расположливите ресурси кон највисоката маргинална продуктивност на капиталот. Преку поефикасна алокација на капиталот финансискиот сектор може да ја подобри неговата продуктивност и да го поттикне економски раст. Неопходно е финансискиот сектор да ги следи потенцијалните проекти, со цел да ги открие оние најпрофитабилните. Дури и да се пронајдени високоприносни проекти, високиот потенцијален ризик може да ги обесхрабри поединците да инвестираат. Претпазливоста ги обесхрабрува домаќинствата да инвестираат во високоприносни, но помалку ликвидни средства. Финансиските посредници можат да ја намалат ваквата неефикасност преку здружување на ризиците на депонентите и инвестирање на нивните средства во помалку ликвидни, а попрофитабилни проекти. Со тоа тие го намалуваат иницијалното отфрлање на профитабилните инвестиции и влијаат врз зголемување на продуктивноста на капиталот и стапката на економскиот раст.

**Поефикасна трансформација на заштедите во инвестиции.** Финансиските посредници и пазарите на хартии од вредност ги каналзираат заштедите на домаќинствата во инвестиции. Дел од ресурсите се апсорбираат од страна на финансиските посредници поради присуството на трансакциони и информации трошоци врзани за нивните активности. Трошоците апсорбирани од страна на финансискиот сектор ги вклучуваат распоните помеѓу активните и пасивните каматни стапки и провизиите. Иако се неопходни за правилно функционирање на финансискиот сектор, можат да бидат поставени на многу високо ниво како резултат на монополската моќ, регулативата или други причини.

Доколку овие квази – ренти извлечени од финансискиот сектор се потрошат на непродуктивни инвестиции можат да имаат негативен одраз на стапката на економски раст.

**Ефектот на стапките за штедење.** Постојат неколку насоки низ кои финансиската развиеност влијае врз заштедите: идиосинкратскиот ризик, ризикот на стапката на поврат, каматните стапки и ликвидносните ограничувања. Финансиската развиеност која овозможува зголемување на каматните стапки и намалување на ризиците и ликвидносните ограничувања, во одредени услови може да даде спротивен ефект, односно да ги дестимулира заштедите и негативно да се одрази врз инвестициите и економскиот раст. Така на пример, намалувањето на идиосинкратскиот ризик, неговото редуцирање од страна на осигурителните и финансиските пазари може да го намали нивото на штедењето од претпазливост, а со тоа се намалува и стапката на раст. Во однос на ризиците на стапката на поврат, нивното диверзифицирање има двосмислени ефекти врз штедењето. Независно од тоа што овој ризик е редуциран, крајната одлука во однос на штедењето е детерминирана од аверзичноста на ризик на потенцијалните штедачи. Односно, дури и при намален ризик на стапката на поврат, доколку штедачите бележат поголема аверзност кон ризикот, нема да дојде до пораст на заштедите кои преточени во инвестиции би имале влијание врз порастот на стапката на економски раст. Преку намалувањето на финансиската репресија, финансиската развиеност може да влијае врз зголемувањето на пасивните каматни стапки на банките со двосмислени ефекти врз стапката на штедење заради ефектот на супституција и ефектот на доход. Исто така, преку олеснувањето на ликвидносните ограничувања, односно преку релаксирањето на условите за земање на потрошувачки и хипотекарни кредити, постои можност да се зголеми склоноста на домаќинствата кон потрошувачка, за сметка на смалувањето на заштедите. Од сето ова може да се заклучи дека финансиската развиеност, преку своето влијание врз заштедите може да има негативен одраз врз стапката на економски раст.

#### **4. УЛОГАТА НА БАНКИТЕ ВО РАЗВОЈОТ НА ФИНАНСИСКИОТ СЕКТОР И ПРОМОВИРАЊЕТО НА ЕКОНОМСКИОТ РАСТ**

Банките имаат клучна улога во развојот на финансискиот сектор и во целокупното економско окружување. Тие ги идентификуваат потребите за финансиски услуги, ги креираат потребните продукти, за потоа да ги продадат по прифатливи цени. Притоа, ефикасното и ефективно користење на ресурсите е од суштинско значење за нивното успешно функционирање. Ова прашање особено станува актуелно во услови на зголемена конкуренција во доменот на финансиските услуги, технолошките иновации, банкарските консолидации, при што во фокусот на вниманието е контролирањето на трошоците и обезбедувањето на квалитетни продукти и услуги. Зголемената конкуренција во рамките на самиот банкарски сектор, но и од страна на небанкарските финансиски институции, создава силен притисок врз банките за зголемување на нивните заработки и контролирање на трошоците. Ефикасноста во работењето претставува критичен фактор за опстанок во услови на засилена конкуренција.

Технолошките иновации во форма на подобрувања во доменот на комуникациите и обработката на податоците, како и понудата на бројни банкарски услуги по електронски пат, на ефикасноста на банките ѝ даваат поширока димензија. Дури и најмалите банки автоматизираат сè поголем дел од своите операции и бараат ефикасни начини за воведување на нови конкурентни продукти. Ваквите унапредувања им пружаат можност на банките за значителен пораст на продуктивноста во работењето.

Значителен дел од консолидациските движења е поттикнат заради постигнување на поголема ефикасност во банкарскиот сектор. Аквизициите се сметаат за начин на распоредување на трошоците на позадинските операции и развивање на продуктите на поширока основа, со користење на предностите на економијата од обем. Исто така, тие претствауваат можност за дизајнирање на поефикасна деловна мрежа преку систем на експозитури кој ќе го елиминира дуплирањето на

просториите, луѓето и ресурсите. Зголеменото меѓународно движење на капиталот придонесува за сè поголемото учество на банките на меѓународните финансиски пазари, консолидацијата на банките од различни географски подрачја и појавата на регионални банкарски групации. Ваквите развојни трендови во банкарскиот сектор влијаат врз намалување на цените на банкарските производи, што, од своја страна, влијае врз зголемено инвестирање во иновативни и високоприносни проекти, а со тоа влијае и врз поттикнувањето на економскиот раст.

Доколку се анализира влијанието на банките врз економскиот раст, во фокусот на вниманието би биле два канала. Првиот канал се однесува на активностите на привлекување на поголеми заштеди, ефикасно и ефективно работење заради креирање на поволни извори на финансирање на кредитната активност. Втората насока се однесува на операциите на страната на активата, насочени кон соодветната диверзификација на ризикот на кредитното портфолио и селекцијата на виоскоприносни и сигурни инвестициони проекти за кредитирање. Извршувајќи ги петте функции на финансискиот сектор, низ овие канали, банките делуваат во насока на поттикнување на економскиот раст.

#### **4.1 Мобилизацијата на заштедите**

Банкарскиот сектор ги мобилизира заштедите преку понуда на широк опсег на инструменти за штедење деноминирани на различни износи. Мобилизацијата овозможува редуцирање на трансакционите трошоци поврзани со собирање на индивидуалните заштеди. Надминувајќи ја информационата асиметричност со која се соочуваат, им овозможува на штедачите да се чувствуваат безбедно при отстапувањето на контролата над сопствените заштеди.

Мобилизацијата може да вклучи повеќе билатерални договори помеѓу една дефицитна и неколку суфицитни економски единици. Заради заштеда на трошоците поврзани со повеќе билатерални договори помеѓу поединечните дефицитни и суфицитни економски единици, здружувањето може, исто така, да се изврши и преку посредници. Во овој случај, илјадници инвеститори го доверуваат

своето богатство на посредници кои понатаму ги инвестираат расположливите средства во стотици фирми.

Банкарскиот сектор кој е поефикасен во здружувањето (the pooling) на поединечните заштеди делува позитивно врз економската развиеност преку: зголемувањето на заштедите, искористувањето на економијата од обем и надминувањето на недостигот од информации за донесување на инвестиционите одлуки. Поефикасната мобилизација на заштедите има директен ефект врз акумулацијата на капиталот. Посредно, таа ја подобрува алокацијата на ресурсите и ги јакне технолошките иновации. Преку ефикасна мобилизација на ресурсите за финансирање на инвестиционите проекти, банкарскиот сектор овозможува усвојување на подобри технолошки линии во производниот процес. На тој начин влијае врз зголемувањето на економскиот раст.

Мобилизацијата, вообичаено, вклучува креирање на инструменти за штедење деноминирани на помали износи. Овие инструменти им пружаат можност на домаќинствата да држат диверзифицирано портфолио. Кај големите и неделиви капацитети, банкарскиот сектор ги здружува заштедите на диверзифицирана структура на поединечни штедачи и ја олеснува реалокацијата на инвестициите кон поприносни активности со позитивни ефекти врз економскиот раст.

#### **4.2 Диверзификацијата на ризикот**

Банкарскиот сектор игра клучна улога во олеснувањето на диверзификацијата на различните типови на ризик. Улогата на финансискиот сектор врз намалувањето на ризикот (Levine, 2004) ја анализира од три аспекти: секторската диверзификација на ризикот, меѓувременската распределба на ризикот низ повеќе генерации и намалувањето на ликвидносниот ризик.

Традиционално, финансиската теорија се фокусира на меѓусекторската диверзификација на ризикот. Банкарскиот сектор може да го ублажи ризикот поврзан со поединечните проекти, фирми, индустрии, региони и земји. Преку



способноста да обезбеди услуги со диверзифициран ризик, банкарскиот сектор има можност да влијае врз долгорочниот економски раст. Штедачите генерално се аверзни на ризик. Високоприносните проекти, вообичаено, се поризични од нископриносните проекти. Финансиските пазари кои им олеснуваат на индивидуалните штедачи да го диверзифицираат ризикот имаат тенденција да предизвикаат пренасочување на портфолиото кон проекти со повисок очекуван поврат. Банкарскиот сектор ја игра улогата на премостувач на спротивните интереси на суфицитните и дефицитните субјекти. Acemogly и Zilibotti моделираат врска помеѓу меѓусекторската диверзификација на ризикот и економскиот раст, врз основа на која аргументираат дека банкарскиот сектор кој дозволува држење на диверзифицирано портфолио на проекти, ја охрабрува реалокацијата на штедните влогови во високоприносни проекти, одразувајќи се со позитивен ефект врз економскиот раст.

Согласно со меѓувременската диверзификација на ризикот, ризиците кои не можат да се диверзифицираат во одреден временски момент (на пример, макроекономските шокови), можат да се распределат низ повеќе генерации. Тоа подразбира дека финансиските посредници ќе настојуваат да инвестираат во долгорочни проекти кои, без оглед на економските шокови, ќе имаат стабилен принос кој нема да се движи во иста насока со цикличните економски движења.

Намалувањето на ликвидносниот ризик е можност која ја нуди банкарскиот сектор во рамките на реализирањето на функцијата на диверзификација на ризикот воопшто. Банкарскиот сектор управува со ликвидносниот ризик преку понуда на високоликвидни финансиски инструменти кои овозможуваат нивно претворање во готовина без посебни тешкотии. На тој начин поединците, кои главно се аверзни на ризикот, на брз начин доаѓаат до потребната готовина. Исто така, на фирмите им е овозможен континуитет во тековното работење и обезбедување на дополнителни финансиски средства за поддршка на инвестиционите проекти. Сето ова има позитивно влијание врз целокупното економско работење и одржување на ликвидноста на целокупниот систем.

### **4.3 Олеснувањето на размената**

Оваа функција се однесува и на степенот на монетизација во економијата и на ликвидноста на пазарот на капитал. Улогата на финансискиот сектор во олеснувањето на размената е претставена преку понудата на одреден сет на финансиски активности: прибирањето на депозити, финансирањето на потрошувачката и инвестициите преку инвестициони, потрошувачки или станбени кредити, понудата на широк асортман на платежни картичи, овозможувањето на брзи и ефикасни плаќања по електронски пат и слично.

Особено во земјите во кои не постои доволно развиен пазар на акции, улогата на финансискиот сектор во одржувањето на стабилно средство за размена е поврзана со мобилизацијата на заштедите од страна на банките. Доколку имаат потреба од средства за финансирање на набавката на реални добра и услуги, штедачите можат да ги подигнат своите депонирани заштеди пред или во рокот на нивното достасување. Банкарскиот сектор им овозможува да извршат размена на заштедите во готовина која понатаму ќе подлежи на размена за реални добра и услуги. И дефицитните економски единици можат да се јават во улога на кредитокорисници кои со добиените кредити ги финансираат своите инвестиции. Банкарскиот сектор им овозможува да дојдат до потребните финансиски средства пласирајќи кредити врз основа на мобилизираните заштеди на суфицитните економски единици.

### **4.4 Поефикасното алоцирање на ресурсите**

Индивидуалните штедачи, вообичаено, немаат способност да ги собираат и преработуваат информациите за потенцијалните инвестиции. Банките како финансиски посредници можат да ги намалат трошоците за генерирање и обработка на информациите и со тоа да ја подобрат алокацијата на ресурсите.

Преку генерирањето на потребните информации за донесување на инвестициони одлуки, финансиските посредници имаат свој удел во зголемувањето на економскиот раст. Не е доволно посредниците да ги мобилизираат заштедите и

понатаму само технички да ги канализираат кон субјектите кои стануваат нивни должници. Од гледна точка на улогата на банкарскиот сектор во зголемувањето на ефикасноста при алокацијата на ресурсите, критичен момент е оној кој се однесува на влијанието на банките врз намалувањето на трошоците за прибирање на информации. Ова води кон подобрување на прелиминарното оценување на инвестиционите можности со позитивни последици врз алокацијата на ресурсите. Под претпоставка дека постојат бројни претприемачи на кои им е потребен капитал чија понуда е недоволна и ограничена, финансиските посредници кои располагаат со подобри информации за фирмите ќе ги препознаат поквалитетните инвеститори и ќе овозможат поефикасна алокација на капиталот, односно канализирање на капиталот до местата на неговата најпродуктивна употреба. Банките можат да ја зајакнат стапката на технолошки иновации преку идентификување на оние претприемачи кои имаат најдобри можности за успешно воведување на нови производи во производствениот процес.

#### **4.5 Мониторингот на менаџерите и примената на корпоративното управување**

Оваа функција на финансискиот сектор базира на концептот наречен корпоративно управување и вклучува следење на менаџерите на фирмите на кои им е даден кредит. Банките се ефикасни во спроведувањето на оваа функција бидејќи се способни да ги намалат трошоците за мониторинг преку економијата од обем. Исто така, тие можат да креираат финансиски аранжмани според кои ќе ги присилат менаџерите да функционираат на одреден начин.

Банките ги кредитираат фирмите врз основа на мобилизираните заштеди, а потоа во име на штедачите го контролираат искористувањето на средствата од страна на кредитокорисниците. Преку ваквото делегирано надгледување, банките ги намалуваат трошоците за канализирање на средствата (каматните стапки) и влијаат врз поголема профитабилност на финансираните проекти. Долгорочните воспоставени контакти помеѓу банките и фирмите кредитокорисници нудат можност за стекнување на доверба, востановување на односи на меѓусебна

долгорочна соработка и поголема сигурност во поглед на финансирањето на високоприносни и иновативни капитални проекти. Административниот дел од процедурата околу финансирањето е дополнително олеснет заради фактот што станува збор за комитенти чие работење е редовно следено од страна на банката. Можноста за скратување на постапката за одобрување на кредит овозможува кредитокорисникот да го минимизира чувањето на ликвидни средства (готовина) кои би претставувале негово сопствено учество во финансирањето на преземената инвестиција и со тоа да постигне поголема ефикасност во работењето.

Ефикасниот механизам на корпоративно управување директно влијае врз перформансите на компаниите со потенцијално позитивни ефекти врз стапките на економски раст во една национална економија. Доколку акционерите и кредиторите соодветно ги следат фирмите и ги поттикнуваат менаџерите да ја максимизираат вредноста на фирмите, ќе се подобри и ефикасноста во алокацијата на ресурсите. Во спротивно, отсуството на финансиски аранжмани кои го поттикнуваат корпоративното управување може да ја попречи мобилизацијата на заштедите на индивидуалните штедачи и да го попречи движењето на капиталот кон попрофитабилните проекти. Од гледна точка на економскиот раст, бројни модели прикажуваат дека банките како финансиски посредници влијаат врз растот преку јакнењето на корпоративното управување. Силното корпоративно управување води кон намалување на цената на средствата добиени од финансиските посредници, а оттука и кон зајакната продуктивност, зголемена акумулација на капиталот и раст на фирмите. На тој начин, финансиските посредници имаат позитивно влијание врз вкупниот економски раст во една земја.

## **5. УЛОГАТА НА ИНСТИТУЦИОНАЛНИТЕ ИНВЕСТИТОРИ ВО РАЗВОЈОТ НА ФИНАНСИСКИОТ СЕКТОР И ПРОМОВИРАЊЕТО НА ЕКОНОМСКИОТ РАСТ**

Во овој дел на докторската дисертација е направен обид да се даде одговор на две клучни прашања. Прво, дали развиеноста на финансиските пазари е предуслов за раст на институционалните инвеститори или институционалните инвеститори го стимулираат развојот на финансиските пазари. Второ, дали институционалните инвеститори имаат директен придонес врз економскиот раст или економскиот раст го поттикнува развојот на институционалните инвеститори.

### **5.1 Институционалните инвеститори и развиеноста на финансискиот сектор**

Институционалните инвеститори се очекува да ја подобрат ефикасноста на финансискиот сектор. Проучувањето на институционалните инвеститори во функционалната рамка на Merton & Bodie's (1995) го формализира влијанието на институционалните инвеститори на финансиските пазари. Merton & Bodie (1995) истакнуваат шест функционални улоги на финансиските институции кои поединечно ќе бидат анализирани со цел да се уочи уделот на институционалните инвеститори во развојот на финансискиот сектор. Растот на институционалните инвеститори влијае врз преминување на финансиските пазари од банкарски кон капитално ориентирани. Овие функции, вообичаено, поефикасно се реализираат во земјите чии финансиски пазари се повеќе насочени кон пазарот на капитал, отколку кон банките.

#### **5.1.1 Порамнување на плаќањата и олеснување на размената**

Институционалните инвеститори играат клучна улога во модернизацијата на пазарното тргување. “Тие вршат притисок за модерни, ефикасни и сигурни бек – офис операции” (Vittas 1998). Инфраструктурната модернизација на пазарите на капитал овозможува поефикасно извршување на функциите на клиринг и

порамнување од една и обезбедување на посензитивни ценовни информации од друга страна, што, во крајна линија, води кон подобрена алокација на ресурсите од страна на институционалните инвеститори. Ова може да резултира во намалени трошоци и зголемена достапност на средства на пазарите на капитал со позитивно влијание врз индустрискиот развој и процесот на приватизација. Во земјите во развој, влијанието на инфраструктурната модернизација на пазарот на капитал се манифестира преку развиеноста на вкупната пазарна инфраструктура (на пример, системите за тргување и порамнување) и подобрената ликвидност. Во развиените земји, каде во фокусот на вниманието е ликвидноста, институционалните инвеститори нудат дополнителни средства на пазарите на капитал. Со тоа овие пазари стануваат повеќе “големопродажни”, помалку монополистички и помалку концентрирани.

Ликвидниот пазар на акции го стимулира инвестирањето во подолгорочни проекти поради тоа што инвеститорите имаат можност лесно да ги продадат своите удели во одреден проект, доколку имаат потреба од вложените средства пред нивното достасување. Притоа, компаниите имаат перманентен пристап до капиталот инвестиран од иницијалните акционери. Преку олеснувањето на размената пазарите на акции го намалуваат ликвидносниот ризик. Поликвидни пазари на акции се оние кај кои постои можност да се купи или да се продаде одредена акција – брзо, со мали трошоци и со незначителни ефекти врз пазарната цена. Средствата добиени од продажбата на акциите (размената на акциите за пари) можат понатаму да бидат разменети за реални добра и услуги.

Водејќи кон дисинтермедијација, растот на институционалните инвеститори претставува зголемена конкуренција на *банкарскиот сектор*. Со оглед на тоа што и банките и институционалните инвеститори се способни да нудат ликвидност, платежни услуги и штедни услуги, суштинската разлика е во природата на даденото ветување од страна на финансиската институција и во ризикот преземен од страна на инвеститорите. Банките ветуваат дека ќе отплатат фиксен износ, додека институционалните инвеститори ветуваат пазарно ориентиран поврат. Ваквите развојни насоки ја зголемуваат конкурентноста во однос на банките на

страната на обврските, но влијаат врз нивната состојба и на страната на средствата. Традиционалните компаративни предности на банките во однос на прибирањето на информации, скринингот и мониторингот губат од своето значење. Обемот на јавно достапни информации и ефикасноста во нивното искористување се зголемени со развојот на информационата технологија и порастот на влијанието на кредитните рејтинг агенции, инвестиционите банки и другите учесници на пазарите на капитал. Што се однесува до пасивната страна на билансот на состојба на банките, корпорациите наместо да ги депонираат своите средства во банка користат краткорочни финансиски инструменти на пазарот на пари (депозитните сертификати, комерцијалните хартии од вредност, депозитните ноги, своповите и репо-трансакциите), што ја поткопува компаративната предност на банките во однос на обезбедувањето на ликвидност. Од една страна, ваквата конкуренција може да води кон зголемена ефикасност на банките која би ја поттикнала економската развиеност. Институционалните инвеститори обезбедувајќи алтернативен извор на ликвидност покрај долгорочното финансирање од банките, влијаат врз диверзификацијата на банкарските ризици. Но, може да влијаат и врз нивното генерирање. Банките може да реагираат на притисоците врз нивните профити преку зголемено фокусирање кон некамотоносните приходи, вршење агресивна експанзија на билансот на состојба проследено со несоодветни премии за ризик или преку редуцирање на капацитетите – припојувања или затворање на филијали.

### **5.1.2 Здружување на средствата**

Институционалните инвеститори имаат одиграно клучна улога во развојот на пазарот на пари. Тие нудат механизам за здружување на средствата на поединци заради полесно финансирање на големи неделиви проекти. Во суштина, институционалните инвеститори ги здружуваат малите заштеди и ги инвестираат во поголеми износи, нудејќи повисоки стапки на поврат на краткорочните инвестиции во споредба со конвенционалните банкарски депозити. Главниот придонес на институционалните инвеститори кон пазарот е нивното функционирање како големи и сигурни извори на финансиски ресурси.

Економиите од обем им овозможуваат на овие институционални инвеститори да ги здружат средствата и да го максимизираат нивниот поврат.

Во однос на корпоративниот сектор, пристапот кон долгорочни извори на финансирање и акционерски капитал расте со порастот на расположливите средства на институционалните инвеститори. Со тоа растат можностите на корпоративниот сектор во однос на финансирање на инвестиционите проекти во случајот на постојните фирми. Но, се олеснува и реализирањето на иницијалните јавни понуди, како и на приватизационите процеси. Сè поочигледно е дека секторот на домаќинства ги намалува директните имоти на хартии од вредност со повисок ризик, повисоки трошоци и ниска ликвидност, додека делот од акциите и обврзниците кои го држат институциите има тенденција да расте. Уште поважно, институционалните инвеститори како што се пензиските фондови и осигурителните компании обезбедуваат постојана побарувачка на хартии од вредност и обезбедуваат ликвидност и стабилност на пазарот, притоа редуцирајќи ги трансакционите трошоци на инвеститорите.

### **5.1.3 Трансфер на економските ресурси низ времето и географските региони**

Прашањето за тоа дали институционалните инвеститори имаат придонес во квантитативното зголемување на заштедите на домаќинствата е сè уште дискутабилно. Сепак, постои генерален консензус во однос на тоа дека институционализацијата влијае врз квалитативната промена на пазарот на капитал преку понудата на долгорочни средства. Impavido, Musalem & Tressel (2002a) имаат емпириски докажано дека пензиските фондови и осигурителните компании колективно “обезбедуваат институционална рамка која ја фаворизира акумулацијата на долгорочен капитал”. Во однос на временскиот хоризонт на употребата на средствата, постои очигледна разлика помеѓу домаќинствата и институционалните инвеститори. Овој временски хоризонт за домаќинствата е релативно краток, додека во најголем број случаи институционалните



инвеститори го држат оној дел од капиталот за кој е својствена поголема неизвесност и подолги рокови. Давајќи им долгорочна природа на обврските, институционалните инвеститори можат да се сконцентрираат кон портфолио со долгорочно и со виоскоприносно достасување на средствата. Што се однесува до вкупните економски придобивки од пренасочувањето кон долгорочни средства, тие би можеле да ги намалат трошоците и да ја зголемат достапноста до капитал и долгорочни извори на финансирање на фирмите, поттикнувајќи го формирањето на продуктивен капитал. Економски ефикасното формирање на капитал за возврат би ги зголемило аутпутот и економскиот раст со повратно влијание на заштедите.

Покрај пренасочувањето кон долгорочни средства, финансирањето може да ги зголеми интернационалните портфолио инвестиции, односно трансферот на ресурси надвор од националните граници. Во однос на просторниот трансфер на економските ресурси, постои зголемување на волуменот на меѓународното инвестиционо портфолио од страна на институционалните инвеститори. Нерамномерноста во географските промени, како и разликите во штедењето и инвестициите помеѓу земјите, укажуваат на можноста за меѓугранично реструктурирање на домашните нето приливи канализирани низ институционалните инвеститори. Зголеменото чување на странски средства од страна на институционалните инвеститори е поттикнато од подобрите глобални комуникации, зголемената либерализација и конкурентност на финансиските пазари, укинувањето на девизните контроли и дерегулацијата на странските портфолиа на институционалните инвеститори. Од една страна, меѓународните инвестиции можат да бидат набљудувани како загубен потенцијал за развој на домашниот пазар на капитал или како ризик во однос на одливот на капитал. Од друга страна, меѓународните инвестиции можат да имаат предности за институционалните инвеститори заради можноста за редуцирање на несигурноста во повратот на средствата.

### **5.1.4 Управување со несигурноста и контролирање на ризикот**

Улогата на институционалните инвеститори во управувањето со несигурноста и контролирањето на ризикот води кон развој на иновативни финансиски продукти и инвестициони стратегии. Деривативите и хибридните финансиски инструменти се специјално воведени и развиени за потребите на институционалните инвеститори. Институционалните инвеститори предничат во однос на домаќинствата при ангажирањето на деривативите и другите софистицирани начини на контролирање на ризикот на нивното портфолио. На пример, потребата за хедџинг за справување со кусокот на средствата во однос на обврските преку пензиските фондови со дефинирани придонеси води кон развој на бројни финансиски иновации какви што се безкупонските обврзници и индексните фјучерси. Покрај тоа, основниот процес на секјуритизација спроведен од страна на институционалните инвеститори самиот за себе означува вреднување и тргување со ризиците на пазарот на хартии од вредност. Покрај поттикнувањето на иновативноста во развивањето на новите инструменти, институционалните инвеститори, исто така, го охрабруваат влезот на пазарни учесници какви што се агенциите за преземање на ризици, советниците, консултантите и чуварите на имот. Растот на институционалните инвеститори, исто така, води и кон развој на иновативни инвестициони стратегии. Имунизационите стратегиите преземени од осигурителните компании го олеснуваат управувањето со ризикот. Притоа, можни се и важни индиректни предности со оглед на тоа што институционалните инвеститори вршат притисок за унапредување на т.н. "архитектура на алокативниот механизам", која вклучува подобро сметководство, ревизија, посредување и откривање на информации. Како заклучок, инструментите и стратегиите на институционалните инвеститори го подобруваат управувањето со ризикот и неизвесноста.

### **5.1.5 Обезбедување на ценовни информации**

Обезбедувањето на ценовни информации помага во координацијата на децентрализираното одлучување во различните сектори на економијата. Важен

ефект поврзан со институционалните инвеститори е нивната потреба за навремено, сигурно и соодветно информирање за операциите, инвестициите и платежните политики на корпорациите во кои е инвестирано (Castillo 1993). Институционалните инвеститори кои како резултат на економијата од обем имаат помали трансакциони трошоци и повеќе информации, е поверојатно дека ќе имаат забрзано приспособување на цените на средствата кон нивната основна вредност. Зголемената ефикасност која се рефлектира во располагање со точни информации за пазарните цени, насочувајќи го капиталот кон правецот на неговата најпродуктивна намена, им овозможува на штедачите да ги максимизираат своите приноси (Davis, 2003)<sup>9</sup>. За разлика од банките, институционалните инвеститори повеќе се потпираат на јавни отколку на приватни информации при инвестирањето, што подразбира релативно пониски трошоци за стекнување на информации. Економијата од обем, специјализираноста, поврзаноста со инвестиционите банки ја прави нивната информираност супериорна во однос на индивидуалните инвеститори.

#### **5.1.6 Справување со проблемите на информационата асиметричност и високите трошоци на индивидуалните инвеститори**

Индивидуалните инвеститори се соочуваат со проблемот на информациона асиметричност. Покрај тоа, трошоците за спроведување и контрола на договорите се повисоки на ниво на индивидуален инвеститор. Институционалните инвеститори им помагаат на индивидуалните инвеститори во надминувањето на ваквите проблеми.

Институционалните инвеститори имаат компаративна предност над индивидуалните инвеститори и заради тоа што се занимаваат со прашањето за корпоративното управување во компаниите во кои тие ги инвестирале средствата доверени од поединечните инвеститори. Честопати е неопходно фирмите да исполнат одредени барања за да си го обезбедат пристапот до капитални средства

---

<sup>9</sup> Davis, F. (2003), "Financial development, institutional investors and economic performance"

од институционалните инвеститори. На пример, компаниите се соочуваат со зголемен притисок во поглед на редовната исплата на повисоки дивиденди, насочување кон попрофитабилни инвестиции во фиксни средства, поголема достапност до информации, отстранување на неефикасните менаџери, соодветна менаџерска структура, еднакво право на глас за сите акции итн. Дополнително, институционалните инвеститори бараат закони и регулативи во поглед на преземањето на фирми, ограничувањето на инсајдерските информации и лимитирањето на второкласните акции со цел да ги заштитат малцинските акционери, како и еднаков третман на кредиторите во случај на банкрот, за да ги заштитат своите имоти во корпоративни обврзници. Сето ова би имало одраз не само врз структурата на билансот на состојба со потенцијално понизок показател на долгот во однос на капиталот, туку и врз корпоративното управување кое значи поголема контрола од пазарите на капитал и институционалните инвеститори.

Концептот на корпоративното управување особено доаѓа во израз во ситуациите кога поединечните акционерите не располагаат со доволно информации за донесување на рационални одлуки со опасност од негативен одраз врз ефикасната алокација на ресурсите и стапката на економски раст. Вообичаено, помеѓу менаџерите и малите акционери постои голема информациона асиметричност и менаџерите имаат ограмна дискреција во однос на протокот на информациите. Тие често се впуштаат во проекти во зависност од личните интереси, а не во зависност од интересите на фирмата со која управуваат или општеството во целина. Од друга страна, на малите акционери им недостасува експертиза и иницијатива за следење на менаџерите како резултат на големите трошоци за надгледување на менаџерите и засилување на корпоративната контрола. Diamond развива модел во кој финансиските посредници го подобруваат корпоративното управување. Посредниците ги мобилизираат средствата на индивидуалните штедачи и ги позајмуваат на фирмите. Финансиските посредници како “делегирани надгледувачи” ги намалуваат вкупните трошоци за мониторинг и ги елиминираат проблемите на “слободниот јавач” заради тоа што посредникот врши мониторинг во име на сите инвеститори. Дополнително, колку што финансиските

посредници и фирмите востановуваат подолгорочна меѓусебна соработка, толку трошоците за стекнување на информации уште повеќе се намалуваат.

## **5.2 Улогата на институционалните инвеститори во промовирањето на економскиот раст**

Претходно беше разгледана улогата на институционалните инвеститори во поефикасното реализирање на основните функции на финансискиот сектор. Во продолжение, следи дополнителен осврт на можните канали кон економскиот раст од аспект на поодделните институционални инвеститори. И покрај тоа што ќе има одреден степен на преклопување со дискусијата од претходната точка, оваа точка ќе се обиде да ја идентификува конкретната врска со економскиот раст и да го истакне главниот придонес на секој поодделен институционален инвеститор. Подолу следи анализа на компонентите низ кои институционалните инвеститори имаат придонес во економскиот раст.

### **5.2.1 Пензиските фондови и економскиот раст**

Капитално финансираните пензиски фондови можат да го поттикнат економскиот раст преку: зголемувањето на стапката на агрегатното штедење, развојот на пазарот на капитал, намалувањето на дисторзиите на пазарот на работна сила и унапредувањето на корпоративното управување<sup>10</sup>.

*Зголемувањето на стапката на агрегатно штедење.* Главен канал преку кој пензиските фондови влијаат врз економскиот раст е агрегатното штедење. Меѓутоа, прашањето за конкретното влијание на пензиските фондови врз заштедите, особено во земјите кои се наоѓаат во процес на транзиција (целосна или делумна) од PAYG системот кон системот на капитално финансирање, е предмет на бројни дискусии. Исто така, дискутабилно е дали зголемените заштеди ќе се преточат во инвестиции и во крајна линија, дали преземените инвестиции ќе

---

<sup>10</sup> Yandberg, E. and Spierdijk, L. (2010), "Funding of pensions and economic growth: Are they really related?"

бидат насочени кон доволно квалитетни проекти кои би имале позитивно влијание врз стапката на економски раст.

Придонесите на вработените уплатени во PAYG системот можат да се посматраат како своевидни даноци, бидејќи средствата собрани врз основа на овие придонеси веднаш се користат за исплата на пензии. Спротивно, придонесите на вработените уплатени во системот на капитално финансирање можат да се посматраат како заштеда која би се преточила во инвестиции на пазарот на капитал. Оттука, зголеменото капитално финансирање би влијаело врз порастот на стапката на агрегатното штедење, а со тоа и врз пораст на стапката на економски раст. За ваквиот ефект практично да профункционира, неопходно е исполнување на три предуслови: капиталното финансирање треба да резултира со пораст на стапка на штедење во однос на PAYG системот, ваквите дополнителни заштеди да бидат пренасочени во зголемени инвестиции и конечно, дополнителните инвестиции да доведат до повисока стапка на економски раст. Ваквите дополнителни заштеди е поверојатно дека ќе се формираат во транзициониот период, при преминот кон капитално финансираниот систем. Понатаму, во одреден временски момент може да дојде до ситуација кога нето приливите во фондот ќе се намалат или ќе станат негативни, како резултат на потребата за исплата на пензии. Исто така, во транзициониот период PAYG системот продолжува да исплаќа пензии на сегашните пензионери во услови на одлив на дел од придонесите во капитално финансираните фондови. Во недостиг на сопствени приливи по основ на придонеси за исплата на пензиите, се вклучува државата која го пополнува настанатиот јаз. Јазот се финансира од буџетската каса, со средства собрани врз основа на задолжување на државата или зголемени даноци, што во крајна линија води кон намалување на расположливиот доход на поединците, со негативно влијание врз штедењето и можност за неутрализирање на ефектите од претходно зголемената стапка на агрегатно штедење. Од сето ова произлегува дека функционирањето на капитално финансираните пензиски фондови на долг рок би ги редуцирало државните трошоци за финансирање на пензиите, со позитивни повратни ефекти врз расположливиот доход на населението, стапката на штедење и економскиот раст.

*Развиеноста на пазарот на капитал.* Втор канал преку кој капитално финансираните пензиски фондови можат да влијаат врз економскиот раст е развиеноста на пазарот на капитал. Врз основа на позитивната врска помеѓу капитално финансираните пензиски фондови и финансиската развиеност, како и позитивната врска помеѓу финансиската развиеност и економскиот раст, може да се заклучи дека капиталното финансирање на пензиите води кон поразвиени пазари на капитал со повратно позитивно дејство врз економскиот раст.

*Редуцирањето на дисторзиите на пазарот на работна сила.* Пензиските реформи воспоставувајќи блиска врска помеѓу придонесите и пензиите, имаат одраз врз редуцирање на дисторзиите на пазарот на работна сила. Како резултат на слабата врска помеѓу уплатените придонеси од страна на сегашните вработени и пензиите што тие би ги користеле по пензионирањето врз основа на PAYG системот, вработените тежнеат кон порано пензионирање, постои слаба мобилност на работната сила и демотивираност за поголемо ангажирање во работењето. Ваквите дисторзии на пазарот на работна сила се намалени кај капитално финансираните пензиски системи. Знаејќи дека нивните придонеси се влогови кои би им донеле оплодени и зголемени приноси по пензионирањето, вработените се мотивирани за зголемено ангажирање во работењето, зголемена економска ефикасност и потенцијално позитивно влијание врз стапката на економски раст.

*Унапредувањето на корпоративното управување.* Капитално финансираните пензиски фондови можат да влијаат врз зголемувањето на стапката на економски раст преку унапредувањето на корпоративното управување. Ова може да се реализира преку барањето на пензиските фондови за поголема транспарентност и одговорност од страна на фирмите, како и притисок врз самите пензиски фондови за преземање на “разумни” инвестиции.

### **5.2.2 Осигурителните компании и економскиот раст**

Осигурителните компании како дел од финансискиот систем исполнуваат значителен дел од неговите функции делувајќи и преку одредени специфични

канали - маргиналната продуктивност на капиталот, технолошките иновации, стапката на штедење, акумулацијата и алокацијата на ресурсите и финансиските иновации, придонесуваат за зголемување на стапката на економски раст. Во продолжение следи краток осврт на влијанието на осигурителните компании врз економскиот раст преку секој поединечен канал<sup>11</sup>.

*Технолошките иновации.* Со можноста за пренесување на различните видови на ризици на осигурителните компании, осигурувањето ја одржува потрошувачката на добра и услуги, ги охрабрува производството и вработеноста и во крајна линија, го зголемува економскиот раст. Фирмите кои се изложени на различни ризици за нивните средства и обврски, како и ризици за животот, здравјето и способноста за работа на нивните вработени, имаат можност да управуваат со ваквите ризици пренесувајќи ги на осигурителните компании. Ова им овозможува на фирмите вниманието и ресурсите да ги насочат исклучиво кон клучните сегменти на сопствениот бизнис. Во таа насока, тие се поподготвени и поспособни за преземање на инвестициони активности кои резултираат со повисока стапка на економски раст. Дополнително, претприемачите се охрабрени да ги преземат не само оние инвестиции кои ги опфаќаат постојните производи и производни процеси, туку и оние инвестиции кои вклучуваат технолошки иновации. Имено, да се биде иновативен подразбира подготвеност да се преземе ризик. Иако осигурувањето не може да го смени ставот на економските единици во однос на ризикот (аверзијата кон ризик не се менува со осигурувањето), тоа игра клучна улога во ослободувањето на претприемничкиот дух. (СЕА, 2006). Оттука, осигурувањето им помага на претприемачите да преземаат иновативни и високоприносни проекти. Без механизмот на меѓусебно споделување, здружување и пренесување на ризикот кој го обезбедуваат осигурителните компании, еден дел од економските активности нема да биде преземен и нема да се реализираат позитивните ефекти на социјалната благосостојба. Со други зборови, преку креирање на посигурно окружување, осигурувањето ги забрзува инвестициите и иновациите, односно економскиот раст.

<sup>11</sup> Curak, M., Loncar, S. and Poposki, K. (2009), "Insurance Sector Development and Economic Growth in Transition Countries", *International Research Journal of Finance and Economics*



*Зголемувањето на маргиналната продуктивност на капиталот.* Осигурувањето ја зголемува и маргиналната продуктивност на капиталот и тоа на начин кој прави да нема потреба фирмите да држат високи ликвидни средства за непредвидени околности, што резултира во повеќе средства достапни за финансирање на високоприносни проекти. Зголемената достапност на средства може да резултира од оној вид на осигурителни продукти со кој осигурителните компании обезбедуваат заштита од кредитен ризик на другите финансиски посредници. На тој начин финансиските посредници се поподготвени да позајмуваат средства за финансирање на реалните инвестиции и со тоа да влијаат врз поттикнување на економскиот раст.

*Стапката на штедење.* Функцијата на обезбедување на осигурително покритие може да влијае на економскиот раст преку каналот на стапката на штедење на повеќе начини. Од една страна, осигурителната заштита придонесува за поголема сигурност што ги прави поединците и фирмите побезгрижни. Како последица, тие можат да го намалат штедењето за претпазливост. Од друга страна, преку понуда на различни продукти за животно осигурување кои комбинирани нудат заштита од ризикот и бенефити од штедењето, осигурителните компании ги поттикнуваат долгорочните заштеди.

*Акумулацијата и алокацијата на ресурсите.* Осигурителните компании ги намалуваат трансакционите трошоци или постигнуваат економија од обем прибирајќи средства од дисперзираните економски единици кои плаќаат релативно мали премии и насочувајќи ги средствата кон дефицитните економски единици со цел финансирање на поголеми проекти. На овој начин, осигурителните компании ја зголемуваат изводливоста на големите и високоприносните реални инвестиции. Дополнително, осигурителните компании полесно ги диверзифицираат големите износи на акумулирани средства отколку што тоа го прават индивидуалните економски единици кои се ограничени во можноста за постигнување на диверзификација на нивните мали заштеди. И на двата начина тие ја подобруваат алокацијата на ресурсите и го поттикнуваат економскиот раст.

*Олеснувањето на размената.* Осигурителните компании можат да придонесат за економскиот раст преку реализирање на функцијата на финансискиот систем која се однесува на олеснувањето на размената. Сепак, осигурителите не ја олеснуваат размената на добра и услуги директно преку механизмот на плаќање, туку индиректно преку одредени видови на осигурителни производи. На ваков начин, кредитното осигурување има важна улога, особено во меѓународната размена.

*Финансиските иновации во осигурителниот сектор.* Вршејќи ги своите функции, осигурителните компании апсорбираат дел од ресурсите кој се користи за да се покријат трошоците на осигурителните компании и да се наградат нивните услуги. Доколку осигурителните компании можат да го намалат овој дел од ресурсите, т.е. да го зголемат делот на заштедите кои се канализираат во инвестиции, тие ќе имаат поголем придонес во економскиот раст. Финансиските иновации како што се деривативните инструменти (финансиски и осигурителни) и секјуритизацијата во осигурувањето можат да придонесат за поефикасно менаџирање на актуарските и финансиските ризици во осигурителните компании, што може да придонесе за намалување на одливот на ресурси. Дополнително, иновативните осигурителни дистрибуциони канали како банкоосигурувањето и е-каналите можат да ги намалат дистрибуционите трошоци и да ја зголемат ефикасноста при трансфер на заштедите во инвестиции. Оттука, овие развојни трендови во осигурителниот сектор можат позитивно да се одразат врз економскиот раст.

Од функционална перспектива, Skipper (1998)<sup>12</sup> има идентификувано седум категории на осигурителни услуги кои се важни за економскиот раст. Прво, осигурителните компании промовираат финансиска стабилност и сигурност преку надоместување на штетите настанати по основ на ризиците кои се јавуваат на индивидуално, корпоративно, социјално и на национално ниво. Второ, осигурителните компании нудат реални супститути на скапите државни програми

---

<sup>12</sup> Skipper, H. (1998), "International Risk and Insurance: An Environmental – Managerial Approach", Irwin McGraw-Hill.

за социјална сигурност. Трето, осигурителните компании ја олеснуваат трговијата во национални и меѓународни рамки. Четврто, осигурителните компании ги мобилизираат заштедите на договорна основа и ги трансформираат краткорочните мали заштеди во долгорочни активи. Петто, осигурителните компании имаат клучна улога во унапредувањето на управувањето со ризикот преку соодветно вреднување (pricing), трансформирање и здружување на ризикот. Осигурителните компании ги идентификуваат, оценуваат и применуваат најефективните и најефикасните начини на управување со ризикот. Шесто, осигурителните компании ги ублажуваат загубите на осигуренците. Конечно, осигурителните компании ја поттикнуваат поефикасната алокација на капиталот преку својата претпазлива инвестициона активност. Услугите кои ги вршат осигурителните компании се од суштинско занчење за економскиот раст. Skipper (1998), исто така, верува дека колку што осигурителниот пазар на една земја е поефикасен и поразвиен, толку тој има поголем придонес во економскиот раст, се останато еднакво.

### **5.2.3 Инвестиционите компании и економскиот раст**

Клучната улога на инвестиционите компании е во нивната способност професионално да ги здружат и мобилизираат заштедите на голем број домаќинства. Уште поважно, обезбедувајќи широк асортиман на производи, инвестиционите компании ги зголемуваат можностите за штедење на домаќинствата и се пофлексибилни од договорните штедни институции. Домаќинствата вообичаено би инвестирале во прудентно регулирани фондови со добри перформанси. Ова претставува важен механизам на пазарната дисциплина, кој ги казнува лошите, а ги наградува добрите инвестициони компании. Способноста на инвестиционите компании за ефикасна мобилизација на заштедите за огромен број на домаќинства ги шири и ги продлабочува пазарите на капитал. Нивното професионално спроведување на инвестициите креира поттик за подобрување на перформансите, притисок за намалување на ризикот и охрабрување на побарувачката за подобра финансиска инфраструктура, информираност и управување. Покрај ова, способноста на инвестиционите

компаниии да обезбедат ликвидност согласно со специфичните потреби на своите инвеститори, воведувањето на иновативни продукти и инвестициони стратегии, искористувањето на арбитражните можности и диверзификацијата на инвестициите низ различните продукти и националните граници ја зголемува ефикасноста на финансискиот сектор со прелевање на позитивните ефекти низ целата економија<sup>13</sup>.

За економскиот раст е значајна и улогата на инвестиционите компании за собирање и анализирање на информациите за должниците. Со други зборови, инвестиционите компании имаат придонес во економскиот раст преку *намалувањето на информационата асиметричност*. Поединечните штедачи немаат време, ресурси и способност да соберат и анализираат информации за должниците, што може да резултира во проблем на негативна селекција или дури и во неподготвеност да ги позајмуваат своите средства. Предностите на инвестиционите компании во алокацијата на ресурсите од аспект на индивидуалните економски единици се пристапот до релевантни информации, знаењето и намалените трошоци за обработка на информациите. Инвестиционите компании се специјализирани за селекција на високопродуктивните проекти. Ова резултира со алокација на средствата кон проекти со највисока маргинална продуктивност на капиталот и највисока стапка на економски раст. Дополнително, со оглед на тоа што инвестиционите компании имаат континуиран интерес за фирмите на кои им ги позајмуваат своите средства, тие имаат иницијатива да ги следат менаџерите за да ги осигураат правата на акционерите и да постигнат високи стандарди на корпоративното управување. Инвестиционите компании се повеќе специјализирани за ваквото следење и можат да ги реализираат овие активности со пониски трошоци во однос на индивидуалните економски единици. На овој начин, инвестиционите компании ја намалуваат информационата асиметричност и проблемот на моралниот hazard и придонесуваат за поефикасна алокација на капиталот.

---

<sup>13</sup> Harichandra, K. (2004), "Institutional investors, Financial Sector Development and Economic Growth"

## ГЛАВА 2: ТЕОРЕТСКА РАМКА

### 1. МОДЕЛИТЕ НА ФИНАНСИСКАТА РАЗВИЕНОСТ И ЕКОНОМСКИОТ РАСТ

Во рамките на оваа точка ќе биде направен осврт на основните модели на финансиската развиеност и економскиот раст: кејнзијанскиот модел, неокласичниот модел, моделите на McKinnon и Shaw и ендегените модели на финансиската развиеност и растот.

#### 1.1 Кејнзијанскиот модел

Согласно со Кејнзијанскиот модел, екстремните случаи на премногу високи или премногу ниски каматни стапки не се погодни за растот. На пример, премногу ниските каматни стапки не се погодни за растот како резултат на неефикасноста на монетарната политика. Имено, постојат каматни стапки кои поединците во одреден временски момент ги сметаат за “нормални”. Кога каматните стапки ќе паднат под нивното нормално ниво, поединците имаат очекувања дека тие во иднина ќе растат. Во такви услови поединците претпочитаат да држат пари заради шпекулативниот мотив. Шпекулативната побарувачка на пари произлегува од одлуките за избор помеѓу држењето на средствата во облик на пари или во облик на обврзници. Оттука, порастот на понудата на пари нема да резултира со зголемено инвестирање. Овој феномен познат како “замка на ликвидноста”, претстваува одраз на неефикасноста на монетраната политика и е од круцијално значење за рамнотежното ниво на аутпутот.

Сумарно, функцијата на реалната побарувачка на пари,  $(M/P)D$ , може да се изрази како:

$$(M/P)D = \alpha + \beta/(i - \tilde{i}), \alpha > 0, \beta > 0 \quad (1)$$

каде  $\alpha$  и  $\beta$  се параметри,  $i$  е пазарната каматна стапка,  $\tilde{i}$  е каматаната стапка на замката на ликвидност и  $i > \tilde{i}$ . Оттука, пазарната каматна стапка е инверзно поврзана со побарувачката на реални активи.

Во овој поедноставен кејнзијански модел, планираните инвестиции се усогласени со реалните каматни стапки. Кога реалните каматни стапки растат, штедењето ќе расте, а инвестирањето ќе се намалува. За да се воспостави рамнотежа при неможност да се делува на зголемување на агрегатната побарувачка, неопходно е да дојде до намалување на агрегатната понуда – производството и аутпутот. Затоа, кејнзијанската рамка подразбира дека и високите каматни стапки не се погодни за растот.<sup>14</sup>

## 1.2 Неокласичниот модел

Неокласичниот модел подразбира дека пазарите на капитал функционираат совршено и со минимални трошоци. По исклучок, парите можат да имаат улога во задоволувањето на трансакциониот мотив, без директно влијание врз акумулацијата на капиталот. Согласно со ова, не е важно да се направи дистинкција помеѓу готовината и депозитите, заради тоа што во овој случај се сметаат за надворешни законски пари. Клучната идеја на неокласичниот модел сумарно може да се искаже како:

$$(M/P)D = f(Y, R_{CAPITAL}, R_{MONEY}); f_Y > 0, f_{R_{CAPITAL}} < 0, f_{R_{MONEY}} > 0$$

каде  $(M/P)D$  е реалната побарувачка на пари,  $Y$  е реалниот доход,  $R_{CAPITAL}$  е реалната стапка на поврат на капиталот и  $R_{MONEY}$  е реалниот поврат на парите.  $Y$  е во позитивна врска со  $(M/P)D$  како резултат на трансакционата побарувачка на пари. Главна претпоставка на овој модел е дека парите и капиталот се супститути. Оттука, порастот на реалниот поврат на парите ја редуцира побарувачката за физички капитал. Со други зборови, држењето на големи реални готовински активи ќе ја спречи акумулацијата на капитал. Ова подразбира дека реалната побарувачка на пари е во позитивна врска со реалниот поврат на парите, а во негативна врска со реалниот поврат на капиталот.

<sup>14</sup> James, A. (2008), "A survey of recent developments in the literature of finance and growth", *Journal of Economic Surveys*, Vol. 22, No. 3, p. 536-576

### **1.3 Моделите на McKinnon и Shaw**

Двата модела на финансиска либерализација на McKinnon (1973) и Shaw (1973) ги истакнуваат различните аспекти на ефектите од порастот на каматните стапки. Моделот на McKinnon ја истакнува врската помеѓу каматната стапка на депозитите и инвестициите, додека моделот на Shaw е фокусиран на важноста на активностите на кредитирање и задолжување. Главната разлика помеѓу овие два модела лежи во претпоставките за начините на кои доаѓа до пораст на финансиите. Во моделот на екстерни пари на McKinnon, вкупните финансии се зголемуваат интерно, додека Shaw (1973) поставува еден модел на интерни пари каде се зема предвид и екстерниот пораст на средствата. Екстерните пари се однесуваат на парите кои се чуваат надвор од монетарната база, на пример злато или готовина. Спротивно, интерните пари се однесуваат на долговите кои се употребени како пари. Поконкретно, најголем дел од проектите се финансирани од комбинација на сопствени средства (екстерни пари) и позајмени средства (интерни пари). Овие два модела е неопходно да се анализираат како комплементарни. Нивниот модел има силни последици за финансиската развиеност преку допуштањето реалните каматни стапки да се формираат слободно согласно со пазарниот механизам. Сепак, овој модел е критикуван заради тоа што употребата на каматните стапки како клучен индикатор на финансиската развиеност е неубедлива. Според De Gregorio и Guidotti (1995), ова може да доведе до заблуда заради тоа што високите каматни стапки можат да претставуваат одраз на недоволната доверба во банкарскиот систем и економската политика, како и прифаќањето на поризични активности во инвестиционите потфати.

#### **1.3.1 Моделот на McKinnon (1973)**

McKinnon (1973) ги критикува кејнзијанскиот и неокласичниот модел заради претпоставката дека пазарите на капитал функционираат во конкурентни услови регулирани од единствена каматна стапка. Ова гледиште не може соодветно да го објасни функционирањето на пазарите на капитал во сиромашните земји, за кои

најчесто се карактеристични диференцирани каматни стапки. Хипотезата за комплементарноста на McKinnon (1973) укажува дека парите и капиталот се комплементарни во земјите во развој во отсуство на ефикасен финансиски систем. Хипотезата е изведена од моделот за екстерни пари каде е претпоставено дека сите економски единици се подобни за самофинансирање и парите во суштина се законските парични единици издадени од јавниот сектор. Претприемачите мораат да го акумулираат расположливиот вишок на фондови во монетарни средства за финансирање на инвестиционите проекти. Како такви, парите и капиталот се набљудуваат како комплементарни средства каде парите служат како канал низ кој се одвива акумулацијата на капиталот.

Врз основа на хипотезата за комплементарноста, McKinnon (1973) развива алтернативем монетраен модел кој може подобро да ја објасни врската помеѓу монетарниот процес и акумулацијата на капиталот во помалку развиените економии. Хипотезата на комплементарноста е заедничка хипотеза каде побарувачката на реални монетрани активи  $(M/P)^*D$  е во позитивна зависност со реалниот просечен поврат на капиталот ( $RCAPITAL$ ), а показателот на инвестициите  $(I/Y)$  расте со порастот на реалната каматна стапка на депозитите ( $RMONEY$ ). Оваа заедничка хипотеза подразбира дека и  $(M/P)^*D$  и  $I/Y$  реагираат позитивно на порастот на  $RCAPITAL$  и  $RMONEY$ , што може да се сумира како:

$$(M/P)^*D = f(Y, RCAPITAL, RMONEY); f_Y > 0, f_{RCAPITAL} > 0, f_{RMONEY} > 0 \text{ and} \\ I/Y = g(RCAPITAL, RMONEY); g_{RCAPITAL} > 0, g_{RMONEY} > 0$$

### 1.3.2 Моделот на Shaw (1973)

Гледиштето за должничкото посредување на Shaw (1973) е формирано врз основа на моделот на интерните пари, каде парите креирани како кредити на приватниот сектор базираат на интерните долгови во рамките на овој сектор. Колку што растат депозитите при пораст на економската активност, толку е поголем степенот на



финансиска интермедијација помеѓу штедачите и инвеститорите преку финансискиот систем. Shaw (1973) тврди дека високите каматни стапки се од суштинско значење во привлекувањето на поголемо штедење кое претставува основа за зголемено кредитирање. Со поголема понуда на кредити, финансиските посредници можат да ги промовираат инвестициите и да го зголемат порастот на аутпутот преку задолжување и кредитирање. Shaw (1973) ја потенцира важноста на екстерно зголемените фондови каде парите играат улога на материјален и кредитен медиум за размена. Овој модел може да се сумира како

$$(M/P)*D = f(Y, ROPP, RMONEY, T); f_Y > 0, f_{ROPP} < 0, f_{RMONEY} > 0, f_T > 0$$

каде  $Y$  е реалниот доход,  $ROPP$  е векторот на опортунитетниот трошок на држење пари,  $RMONEY$  е реалната каматна стапка на депозитите и  $T$  е технолошкото унапредување во финансиската индустрија. Технолошките унапредувања е предвидено да имаат позитивно влијание врз побарувачката на пари.

#### 1.4 Ендогените модели на финансиската развиеност и растот

Во неокласичниот модел на растот, производството во една економија зависи од износот на капиталот и трудот и нивото на технолошкиот прогрес. Под претпоставка дека не постои технолошки прогрес и дека работната сила расте со константна стапка, производството по жител би зависело од капиталните фондови по жител. Согласно со законот за намалување на маржалниот поврат, порастот на капиталните фондови по жител резултира во сè помал готов производ. Како таква, повисоката акумулација на капиталот која се должи на поголемите заштеди може да има само привремено влијание врз растот. Постигнувањето на долгорочен раст бара континуиран технолошки прогрес. Оваа претпоставка води кон појава на ендогените модели на растот.

Развиеноста на финансискиот систем може да води кон повисок економски раст низ технолошкиот прогрес, при што експанизијата во финансискиот систем

овозможува реализирање на поиновативните проекти. Сепак, долгорочниот раст е единствено можен при континуиран технолошки развој. Со оглед на тоа што технолошкиот прогрес има третман на егзоген фактор, финансиската развиеност не може да биде детерминанта на долгорочниот раст во неокласичната рамка. Ендогените модели на растот се модели во кои долгорочниот раст е ендогена варијабла. Овие модели обезбедуваат теоретска рамка, демонстрирајќи дека финансиската интермедијација може да има ефекти врз растот и развиеноста.

Како илустрација, може да се земе предвид моделот развиен од Pagano (1993) за да се истакне важноста на финансиските фактори во процесот на економски раст. Само капиталот ( $K_t$ ) е употребен во производството, а повратот на обемот е константен. Капиталот се намалува по стапка  $\delta$  и не постои раст на популацијата, така што  $K_{t+1} = I_t + (1 - \delta)K_t$ . Исто така, се претпоставува дека одреден дел од заштедите, големината на  $1 - \varphi$ , е загубен во процесот на финансиска интермедијација. Само делот  $\varphi$  од вкупните заштеди може да биде искористен за финансирање на инвестициите. Ваквото протекување на заштедите индицира неефикасност на финансиските системи. Оттука, врската штедење – инвестиции може да се опише како  $I_t = \varphi S_t$ , а стапката на одржлив раст ( $g$ ) да се изрази како

$$g = (K_{t+1} - K_t) / K_t = (I_t + (1 - \delta)K_t - K_t) / K_t = \varphi S_t / K_t - \delta = A\varphi s_t - \delta$$

каде  $s_t = S_t/Y_t = S_t/AK_t$ . Согласно со ова, очигледно е дека постојат три начини на кои финансиите можат да влијаат на растот: (1) зголемувањето на маргиналната продуктивност на капиталот ( $A$ ); (2) порастот на делот на заштедите кој се канализира во инвестиции ( $\varphi$ ) и (3) влијанието на стапките на штедење ( $s$ ). Стапката на амортизација ( $\delta$ ) е предвидено да биде константна. Двете ограничувања се дека ова е модел на затворена економија кој не ги зема предвид приливите на капитал и дека моделот е ограничен на активностите на финансиските посредници игнорирајќи ги активностите на пазарот на акции и другите компоненти на финансискиот систем.

## 2. ПРИМЕНАТА НА КВАНТИТАТИВНИ МЕТОДИ ВО ОЦЕНКАТА НА ВРСКАТА ПОМЕЃУ ФИНАНСИИТЕ И РАСТОТ

Литературата за финансиите и растот во својата најрана фаза на конципирање се темели доминантно на регресионата анализа на група одбрани земји, во чии рамки заради надминување на опасноста од донесување на искривени проценки се користат и регресиите со инструментални варијабли. Анализата на финансиите и растот вклучува и динамичка панел анализа и анализа на временски серии, со цел да се надминат статистичките проблеми кои се јавуваат кај регресионата анализа на група одбрани земји. Во продолжение следи осврт на трите основни видови на квантитативни методи за оценка на врската помеѓу финансиите и растот: регресионата анализа на група одбрани земји, динамичката панел анализа и анализата на временски серии.

### 2.1 Регресионата анализа на група одбрани земји (Cross country regressions)

Економетриската врска помеѓу финансиите и растот може да биде прикажана во следниов едноставен регресионен модел:

$$g(i,t) = y(i,t) - y(i,t-1) = \alpha + \beta_i f(i,t) + C(i,t) + \mu(i) + \varepsilon(i,t)$$

каде  $y$  е  $\log$  на реалниот БДП (per capita),  $g$  е стапката на раст на  $y$ ,  $f$  е индикатор за финансиската развиеност,  $C$  е збир на информации за условите во окружувањето (анг. conditioning information),  $\mu$  и  $\varepsilon$  се резидуали (анг. error terms),  $i$  е видот на опсервацијата во регресијата која може да се однесува на одредена земја, индустрија, фирма или домаќинство,  $t$  е набљудуваниот временски период, додека  $\beta_i$  е регресиски коефициент.

Литературата за финансиите и растот во својата најрана фаза на конципирање се темели доминантно на регресиониот метод на обични најмали квадрати (анг. Ordinary Least Squares - OLS ) кои базираат на регресијата на растот на Barro. Таков е примерот со Goldsmith (1969), King & Levine (1993), Kunt & Maksimovic (1998), Levine & Zevos (1998) и други. Во вака поставената регресија постои

опасност од искривување на проценката од различни причини, како на пример, грешките во мерењето, инверзната каузалност и пропуштањето на одредени варијабли како резултат на незабележаните ефекти специфични за одредени земји (иницијалното ниво на човечки и физички капитал, трошењето на владата, отвореноста на трговијата и слично)<sup>15</sup>.

За надминување на можноста за создавање на искривена проценка кај OLS регресиите како резултат на горенаведените причини, аналитичарите користат инструментални варијабли кои ги дообјаснуваат изоставените вредности на ендогените варијабли, при што како појдовна основа се користи следнава регресија:

$$g(i,t) = y(i,t) - y(i, t-1) = \alpha_1 + \beta_i f(i) + C(i)\gamma_1 + \delta_1 \gamma(i, t-1) + \varepsilon(i)$$

Доколку се додадат инструментални варијабли со цел да се коригира искривената проценка, горенаведената регресиона равенка го добива следниов облик:

$$f(i) = \alpha_2 + Z(i) \beta_2 + C(i)\gamma_2 + \delta_2 \gamma(i, t-1) + v(i)$$

каде инструментални варијабли се C и Z, при што со C се означени вклучените, а со Z исклучените егзогени контролни варијабли.

Овој пристап базира на примената на двостепениот метод на најмали квадрати TSLS (Two Stage Least Squares Estimator). За разлика од регресијата OLS, регресијата TSLS користи помалку информации, бидејќи ги употребува само варијациите во независните варијабли кои се во корелација со инструментот. Од оценувачот TSLS може да биде изведен и оценувачот GMM (General Method of Moments), кој спаѓа во групата на динамични панел оценувачи.

Регресиите кои користат инструментални варијабли (во натамошниот текст - IV регресиите) зависат од квалитетот на инструменталните варијабли, независно од тоа дали е применет двостепениот метод на најмали квадрати (TSLS) кој се користи при регресиона анализа на група на земји или Генералниот метод на моменти (GMM) кој се користи кај динамичката панел анализа. Главниот

<sup>15</sup> Beck, T. (2008), "The Econometrics of Finance and Growth", Policy Research Working Paper 4608

предизвик се состои во тоа да се идентификуваат економски механизми низ кои инструменталните варијабли влијаат врз ендегените варијабли (финансиската развиеност), истовремено осигурувајќи се дека овие инструменти не се во директна корелација со растот.

## 2.2 Динамичка панел анализа

Анализите на финансиите и растот вклучуваат и динамичка панел анализа со цел да доведат до надминување на бројните статистички проблеми кои се јавуваат кај регресионата анализа на група одбрани земји. Според Levine (2004) преминот кон панел техниките има одредени предности: 1) способноста да се искористи временската димензија и различните податоци по одделни земји; 2) можноста да се избегнат слабостите поврзани со cross country регресиите и 3) дозволената употреба на инструментални варијабли за сите регресори со што е обезбедена попрецизна проценка на врската помеѓу финансиите и растот.

Како алтернатива на IV регресиите применети на група на земји, аналитичарите ги употребуваат динамичките панел регресии од следниов формат:

$$g(i,t) = \alpha + \beta f(i,t) + C^1(i,t)\gamma_1 + C^2(i,t)\gamma_2 + \delta\gamma(i,t-1) + \mu(i) + \lambda(t) + \varepsilon(i,t)$$

каде  $C^1$  претставува збир на егзогени независни променливи,  $C^2$  претставува збир на ендегени независни променливи,  $\lambda$  е вектор на временската варијабла, додека  $\beta$  е регресиона вештачка променлива.

За разлика од регресиите на група одбрани земји кои употребуваат екстерни инструментални варијабли, динамичките панел регресии употребуваат интерни инструменти како дополнување на независните променливи. Динамичките панел оценувачи вообичаено се применуваат кај панели со помал број временски периоди и поголем број земји. Матрицата која ги претставува исклучените егзогени контролни варијабли ( $Z$ ) вообичаено е составена од посебни колони за инструментите во различните временски периоди. Притоа, доаѓа до квадратен пораст на колоните на  $Z$  со порастот на временските периоди, што резултира во

преклопување на ендегените варијабли и искривување на проценката. Со цел да се избегне ваквото преклопување, препорачливо е лимитирање на бројот на временските заостанувања или комбинирање на инструментите во помали множества.

Со оглед на тоа што индикаторите за финасискиот сектор на поголема група на земји се достапни за период од 25 до 40 години, најголем број аналитичари го делат анализираниот период на неколку непреклопувачки петгодишни периоди, располагајќи со разумен број на периоди потребни за анализата и истовремено користејќи ја можноста за подобра контрола на ефектите на бизнис циклусите. Како алтернатива на ова се јавува користењето на петгодишни периоди кои се преклопуваат со цел да се зголеми бројот на временските периоди во панелот.

Cross – country регресиите и динамичките панел регресии претпоставуваат хомогена врска помеѓу финансиите и растот низ различните земји, т.е.  $\beta_i = \beta$ . Од друга страна, анализите на временски серии претпоставуваат целосна хетерогеност помеѓу земјите и се потпираат на преголеми временски серии со податоци. The Pooled Mean Group (PMG) оценувачот воведен од Pesaran, Shin и Smith (1999), се наоѓа на средината помеѓу овие два екстрема, воведувајќи исти коефициенти во сите земји на долг рок, но овозможувајќи краткорочните коефициенти да ги одразат специфичните карактеристики на секоја поодделна земја.

### **2.3. Анализа на временски серии**

Употребата на податоци со повисока фреквентност (зачестеност), најчесто ограничена на една или само на неколку земји, како и концептот на каузалноста се главните разлики помеѓу пристапот на анализа на временски серии од една и анализите на група одбрани земји (cross – country регресиите и динамичните панел регресии), од друга страна.

Прво, анализата на временски серии базира на пофреквентни податоци, најчесто годишни, додека другите пристапи базираат на повеќегодишни просеци.

Кредебилитетот на ваквата анализа се должи повеќе на должината на периодот на кој се однесуваат временските серии, отколку на бројот на опсервации. Анализата на временски серии ја отфрла ограничувачката претпоставка за хомогеноста на врската помеѓу финансиите и растот во сите земји,  $\beta_i = \beta$  (рестриktivна претпоставка дека врската помеѓу финансиите и растот не се разликува помеѓу земјите) и овозможува целосна хетерогеност помеѓу земјите. Како резултат на горенаведеното, најголем број аналитичари ги фокусираат своите анализи на неколку земји со податоци за подолги временски серии.

Второ, различните концепти на каузалноста се основа на два можни пристапа. Анализата на временски серии базира на концептот на каузалноста на Granger. Станува збор за тестирање на капацитетот за предвидување, односно појаснување за тоа до кој степен една серија содржи информации за другите серии. За разлика од панел регресиите применети на група од земји, овој концепт не ги контролира искривените проценки настанати како резултат на испуштените варијабли преку директно вклучување на други варијабли или преку контролирање со инструментални варијабли.

Најголем број на трудови ја тестираат двонасочната каузалност на Granger употребувајќи го следниов векторски авторегресивен модел (VAR):

$$Y(t) = \alpha_1 Y(t-1) + \alpha_2 Y(t-2) + \dots + \alpha_j Y(t-j) + \Sigma(t)$$

каде  $Y$  е вектор кој се однесува и на БДП по глава на жител и на финансиите, како и на другите можни макроекономски варијабли, додека  $\Sigma$  претставува матрица на резидуалите.

### **3. ОГРАНИЧУВАЊАТА КАЈ АНАЛИЗАТА НА ВРСКАТА ПОМЕЃУ ФИНАНСИИТЕ И РАСТОТ**

Во рамките на оваа точка на докторската дисертација ќе биде направен посебен осврт на ограничувањата кај квантитативните методи за анализа на врска помеѓу финансиите и растот. Најнапред, вниманието ќе биде насочено кон економетриските ограничувања поодделно кај трите основни квантитативни методи за оценка на врска помеѓу финансиите и растот. Дополнително, ќе бидат дискутирани одреден број нерешени прашања и проблеми кои се јавуваат како дополнителни ограничувања при овие анализи.

#### **3.1 Ограничувањата кај квантитативните методи за анализа на врска помеѓу финансиите и растот**

Економетриските ограничувања при анализата на врска помеѓу финансиите и растот претставуваат неизбежна појава при примената на поодделените анализи за оценка на врска помеѓу финансиите и растот: регресионата анализа на група одбрани земји, динамичката панел анализа и анализата на временски серии. Во продолжение, следи посебен осврт на поодделните ограничувања.

##### **3.1.1 Ограничувањата кај регресионата анализа на група одбрани земји**

Доминантен дел од cross – country анализите укажува на позитивното влијание што го вршат финансиите врз растот. И покрај тоа што овие истражувања имаат значителен придонес кон литературата која ја разработува врска помеѓу финансиите и растот, сепак резултатите кои од нив произлегуваат се предмет на бројни критики.

Едноставните cross – country регресии вообичаено конструираат опсервации за секоја земја преку упросечување на варијаблите во текот на целиот анализиран период. Упросечувањето на податоците во подолги временски периоди може да



прикрие важни карактеристики за растот во економијата и да ја елиминира целата динамика.

Доминантен дел од анализите ја прифаќаат водечката позиција на финансиите како дадена, фокусирајќи се на начинот на кој финансиите влијаат врз растот. Во однос на истражувањето на врската во обратната насока се направени само незначителни обиди.

Економетриските модели прифатени во едноставните cross – country анализи претежно се насочени кон краткорочно анализирање на врската помеѓу финансиите и растот. Thiel (2001) ја образложува потребата од располагање со долги временски серии при анализата. Со оглед на тоа што готовинските приливи и профитите на фирмите се проциклични по својата природа, нивната побарувачка за екстерно финансирање може да биде предмет на истиот процикличен шаблон. Согласно со ова, мерилата на финансиската развиеност не мора секогаш да се поврзани со растот на краткорочна основа. Со оглед на тоа што растот е долгорочен феномен, неопходен е доволен број на временски серии за анализирање на врската помеѓу финансиите и растот.

Врската помеѓу финансиите и растот е во голема мера детерминирана од природата и функционирањето на финансиските институции и политиката која се води во секоја земја. Но, компаративните анализи кои вршат споредба на одредени упросечени индикатори во различни земји не се во можност подлабински да го опфатат финансискиот систем на секоја поединечна земја од аспект на историските карактеристики и комплексното окружување.

IV регресиите применети на група на земји, исто така, се соочуваат со одредени ограничувања. Прво, тие вообичаено ги контролираат ендегеноста и грешките при мерењето на финансиската развиеност, но не и другите независни променливи вклучени во регресијата за растот. Второ, во присуство на пропуштени варијабли

кои се карактеристични за одредени земји, зависната променлива со временско задоцнување е корелирана со резидуалите, доколку не е инструментализирана.

Како резултат на ваквите ограничувања, бројни аналитичари претпочитаат користење на временски серии кои пружаат можност за подлабинско испитување на специфичностите на секоја поодделна земја.

### **3.1.2 Ограничувањата кај динамичката панел анализа**

Иако употребата на динамичката панел анализа претставува обид за вклучување на временската димензија, таа сè уште може да биде предмет на економетриските проблеми дискутирани во претходната потточка која ги разработува ограничувањата кај регресионата анализа на група одбрани земји (cross – country regressions).

Овој тип на анализа се соочува со проблемот на искривени проценки заради пропуштените варијабли кога во резидуалите се вклучени незабележани ефекти специфични за одредена земја.

Дополнителен проблем претставува ограничувачката претпоставка за хомогеноста на врската помеѓу финансиите и растот во сите земји (рестриктивната претпоставка дека врската помеѓу финансиите и растот не се разликува помеѓу земјите).

Непроменливите вредности на специфичните ефекти на земјите во панел регресиите може да генерира лажна агрегатна врска, доколку објавената врска помеѓу финансиската развиеност и економскиот раст се должи на разликите помеѓу земјите во еден момент, а не на разликите во рамките на една иста земја низ подолг временски период.

### 3.1.3 Ограничувањата кај анализата на временски серии

Како резултат на ограничените податоци, периодот на проценка употребен во најголем број анализи на временски серии е најчесто краток. Овој проблем е особено сериозен за повеќето земји во развој за кои постојат оскудни расположливи податоци. Релевантните анализи на временски серии бараат долги временски периоди со цел соодветно да ја вкalkулираат присутната динамика.

Резултатите можат да бидат чувствителни и на временските задоцнувања и вклучувањето на трендовите во економетрискиот модел.

Употребата на квартални податоци заради зголемување на примерокот не претставува целосно решение на проблемот бидејќи е потребен доволно долг временски период кој би овозможил донесување на соодветни заклучоци.

Најголем дел од расположливите анализи на временски серии се соочува со проблемот на пропуштените варијабли. Заради ограничените податоци за повеќето земји во развој, повеќето студии вообичаено специфицираат модел на временски серии со една равенка или со симултани равенства кои содржат не повеќе од 4 варијабли (на пример, реалниот доход  $Y_t$ , индикаторот за финансиската развиеност  $F_t$  и некои контролни варијабли  $Z_{it}$ , како што се реалните каматни стапки, инфлацијата, инвестициите и слично). Варијаблите во моделот на временски серии секогаш се држат на минимум со цел да се зачува одреден степен на слобода. Сепак, не постојат релевантни причини за да се поверува дека  $F_t = f(Y_t, Z_{it})$  и  $Y_t = g(F_t, Z_{it})$  претставуваат адекватна спецификација на врската помеѓу финансиската развиеност и аутпутот. Овие поедноставени равенства можат да доведат до проблемот на недоволна специфицираност на моделот и да бидат со ограничена корисност во однос на идентификувањето на трансмисиониот механизам кој ги поврзува финансиската развиеност и економскиот раст. Овој проблем е особено нагласен во анализите кои го употребуваат VAR моделот кој често се смета дека се карактеризира со недоволна теоретска поткрепеност.

Анализите кои базираат на Granger-овиот тест на каузалноста можат да доведат до погрешно интерпретирање на резултатите. Ова е поради тоа што очекувањата за идната економска развиеност можат да предизвикаат финансиска развиеност. Доколку фирмите антиципираат подобри економски перформанси во блиска иднина, се јавува поголема побарувачка за финансиски услуги и се зголемуваат инвестициите во финансиски инструменти кои би донеле високи приноси во иднина. Во оваа смисла, финансиската развиеност е повеќе водечки индикатор отколку што е каузален фактор. Токму затоа ваквите докази за каузалноста треба да се толкуваат многу претпазливо. Дополнително, Granger-овиот тест на каузалноста повеќе е испитување дали минатите вредности на една варијабла се корисни во предвидувањето на тековните вредности на друга варијабла. Според Demetriades и Andrianova (2004), доколку една варијабла помага да се предвиди друга варијабла, не значи дека едната варијабла е причинител на другата варијабла. Токму затоа, резултатите за каузалноста треба да бидат интерпретирани повеќе како веројатни, а не како дефинитивни.

Анализите на случаи на поединечните земји обезбедуваат значаен увид кој може да биде употребен при креирањето на економската политика. Меѓутоа, резултатите добиени од секоја поединечна земја не можат да бидат генерализирани или проширени и на другите земји.

### **3.2 Дополнителни ограничувања во анализата на врската помеѓу финансиите и растот**

Покрај дискутираните слабости на регресиите применети на група на земји, панел регресиите и анализата на временски серии, во литературата која ја разработува врската помеѓу финансиите и растот постојат и други нерешени прашања кои се однесуваат на: недостигот на подлабинска анализа која се однесува на карактеристиките на поодделните земји, мерењето на финансиската развиеност, интерпретацијата на индикаторите на финансиската развиеност, прекумерното фокусирање на банките, институционалните фактори, фундаменталните

ограничувања во пристапот и функционалната спецификација. Во продолжение, ќе биде направен кус осврт на секое поодделно прашање.

**Недостигот на подлабинска анализа по земји.** До неодамна, големо ограничување во истражувањето на динамичката врска помеѓу финансиската развиеност и економскиот раст беше недоволниот број на временски серии за земјите во развој. Од оваа причина, доминантно место во литературата имаа анализите на група одбрани земји. Иако овие анализи бележат значаен придонес во литературата и имаат поттикнато бројни истражувања, прашањето на каузалноста не може да биде успешно разрешено во нивната широка и едноставна компаративна рамка. Покрај тоа што делат одредени заеднички карактеристики, земјите од одредена анализирана група поседуваат и свои сопствени специфичности. За да се објаснат одредени економски односи низ времето, неопходна е примена на динамички економски модел кој зема предвид што поголем број на податоци кои се однесуваат на конкретните специфичности во поодделните земји.

**Мерењето на финансиската развиеност.** Изборот на клучните варијабли кои укажуваат на нивото на финансиските услуги и ја мерат ефикасноста на финансиската интермедијација во една економија претставува главен проблем на емпириските истражувања. Главен предизвик со кој се соочуваат финансиските аналитичари е одредувањето на соодветно мерило на степенот на финансиска развиеност. Со цел да прикажат “покомплетна” слика за финансиската развиеност, некои истражувања настојуваат да вклучат што поголем број на финансиски показатели во оценките. Но, ова може да доведе до мултиколинеарност и преголема параметризираност во оценките. Најчесто употребуваните мерила за финансиската развиеност не можат да обезбедат сеопфатна слика за големината на финансискиот систем заради тоа што постојат бројни видови на неевидентирани финансиски побарувања. Третманот и класификацијата на овие финансиски побарувања се разликуваат во различни земји и различни временски периоди. Овој проблем е повеќе нагласен во помалку развиените земји со сиромашна финансиска инфраструктура. Земјите се

разликуваат во однос на финансиската структура, степенот на концентрација на финансиските институции, големината на финансиските инструменти и институции, ефикасноста на финансиските посредници, волуменот на финансиските трансакции и ефикасноста на финансиската законска рамка. Од оваа причина, особено е тешко да се издвои заеднички финансиски показател за сите земји, кој ќе биде доволен да покрие што поголем број аспекти на финансиската развиеност. Високо агрегираните мерила на финансиската развиеност, како што е М2/БДП и банкарските кредити/БДП се најподобни за мерење на финансиската развиеност и покрај веројатноста различните компоненти на финансискиот систем (пазарите на акции, банките, осигурителните компании, пензиските фондови итн.) да имаат различно влијание врз економскиот раст.

### **Интерпретирањето на индикаторите на финансиската развиеност.**

Високо агрегираните мерила на финансиската развиеност е неопходно да бидат интерпретирани претпазливо. На пример, високиот показател на приватни кредити/БДП и М2/БДП не секогаш укажува на високо ниво на софистицираност на финансискиот систем. Исто така, значителен дел од кредитите наменети за приватниот сектор може да биде пласиран за финансирање на потрошувачки кредити за населението наместо да биде канализиран кон финансирање на продуктивни активности. Дополнително, со зголемената глобална финансиска интеграција, домашните финансиски индикатори не се доволни за целосен опфат на развиеноста на финансиските системи. Во поново време, зголемените активности на мерџери и аквизиции имаат значително влијание врз порастот на фондовите на пазарите на акции. Но, приливите на средства по овој основ не се секогаш употребени за финансирање на продуктивни инвестициони проекти, како резултат на што е намалена веродостојноста на стандардните индикатори за финансиската развиеност на пазарот на акции.

**Прекумерното фокусирање на банките.** Истражувајќи ја важноста на финансиските пазари, аналитичарите вообичаено се фокусираат на улогата на банките. Нивните трудови ги ставаат во позадина другите компоненти на

финансискиот систем, како што се пензиските фондови, осигурителните компании, пазарите на акции и обврзници, базирајќи се на тоа дека овие посредници се релативно мали и нови и како резултат на тоа обезбедуваат малку средства за забрзување на растот. Игнорирањето на рапидниот развој на овие посредници може да доведе до значително потценување на нивото на финансиската развиеност. Дополнително, неформалните финансии се често запоставени во анализите заради тоа што одреден број на економисти неформалниот сектор го сметаат за неорганизиран и нематеријализиран сектор кој не е во можност да генерира ресурси кои би го забрзале економскиот раст.

**Институционалните фактори.** Институционалните фактори се во голема мера игнорирани од страна на голем број емпириски студии. Земјите се разликуваат меѓусебно во однос на: квалитетот на регулаторните власти, правниот систем, извршувањето на договорите, бариерите за партиципација на странските банки итн. Финансиските пазари и финансиските посредници се онолку добри колку што е добро окружувањето во кое тие делуваат. Често се тврди дека за успешноста на политиката на финансискиот сектор критична улога има доброто владеење. И покрај тоа, најголем број на аналитичари не ги земаат предвид институциите, пред сè, поради тоа што е навистина тешко да се најдат соодветни институционални мерила и показатели. Како резултат на ова, резултатите кои се добиваат од нивните истражувања се недоволно комплетни.

**Фундаменталните ограничувања во пристапот.** Емпириските истражувања се соочуваат со фундаментални ограничувања при анализирањето на врската помеѓу финансиите и растот. Анализите на група одбрани земји вообичаено го користат регресиониот модел на Варто (1991) дополнет со некои индикатори за финансиската развиеност. И покрај тоа што се направени обиди преку употреба на двостепениот метод на најмали квадрати или инструменталните варијабли да се пресмета потенцијалната ендегеност на финансиските варијабли, останува неопфатена целосната врска помеѓу финансиската развиеност и економскиот раст. Поадекватен начин на презентирање на врската помеѓу финансиите и растот претставува употребата на систем на равенки преку експлицитно моделирање на

економскиот раст, финансиската развиеност и другите контролни варијабли. Иако анализите на временски серии специфицирани со VAR моделот ги третираат сите варијабли како ендогени, оваа редуцирана форма на равенства содржи слаба теоретска позадина. Во последно време се прават обиди за пренасочување кон користењето на одредени теоретски модели на VAR кои би биле компромисно решение помеѓу овие два приода.

**Функционалната спецификација.** Одреден број на трудови го оспоруваат гледиштето дека врската помеѓу финансиите и растот е линеарна. На пример, Deidda и Fattouh (2002) во своето истражување прикажуваат дека не постои значајна врска помеѓу финансиите и растот во нискодоходните земји, но оваа врска е значајна кај високодоходните земји. На сличен начин, Rioja и Valev (2004) констатираат дека финансиите имаат силен позитивен ефект на растот дури по достигнување на одреден праг. Ваквите резултатите имаат важни импликации во специфицирањето на врската помеѓу финансиите и растот.



#### **4. ОСВРТ НА РАЗЛИЧНИТЕ АСПЕКТИ НА АНАЛИЗАТА НА ВРСКАТА ПОМЕЃУ ФИНАНСИИТЕ И РАСТОТ**

Постојат значителни дебати кои датираат уште од XIX век во однос на прашањето дали типот на финансискиот систем и нивото на финансискиот развој имаат влијание врз долгорочниот раст. Економистите имаат спротиставени гледишта во однос на врската помеѓу финансиите и растот. Едни аналитичари ја потврдуваат позитивната врска, додека други се уверени дека финансиите се релативно неважен фактор за економскиот раст. Во продолжение следи осврт на неколку истражувања кои се однесуваат на различните аспекти на анализа на врската помеѓу финансискиот сектор и економскиот раст.

##### **4.1 Осврт на истражувањата кои ја потврдуваат позитивната врска помеѓу финансиите и растот**

Во овој дел на докторската дисертација ќе биде направен осврт на одреден број истражувања врз основа на кои е докажано дека постои позитивна врска помеѓу финансиите и растот. Овие истражувања се систематизирани врз основа на различните појдовни аспекти при истражувањето, почнувајќи од најраните анализи и движејќи се кон посеопфатна поставеност на анализираната проблематика.

##### **4.1.1 Поранешните истражувања**

Врската помеѓу финансиската развиеност и економскиот раст опширно е анализирана уште пред неколку децении од Walter (1873), Shumpeter (1912), Gurley & Shaw (1955), Goldsmith (1969), McKinnon (1973) и други. Врз основа на своите истражувања, не ја прифаќаат идејата дека врската помеѓу финансиите и растот може да биде игнорирана без значително ограничување на информациите кои се однесуваат на проблематиката на економскиот раст. Тие имаат пронајдено цврста

и позитивна корелација помеѓу степенот на развиеност на финансискиот систем и стапката на економскиот раст.

**Табела број 1. Истражувања кои ја потврдуваат позитивната врска помеѓу финансиите и растот**

Примерок	Метод на истражување	Финансиски индикатори	Клучни наоди
<b>1) ПОРАНЕШНИТЕ ИСТРАЖУВАЊА</b>			
<b>Goldsmith (1969)</b>			
период (1860г.-1963г.) 35 земји, годишни податоци	а) OLS cros section анализа б) Графичка анализа	средствата на финансиските посредници / БДП	Постои позитивна корелација помеѓу финансиската развиеност и економскиот раст. Правецот на каузалноста не е дефиниран и земено се предвид ограничен број на фактори кои влијаат врз финансиската развиеност.
<b>2) ПРВИТЕ ПООПСЕЖНИ ИСТРАЖУВАЊА</b>			
<b>King &amp; Levine (1993)</b>			
период (1960г.-1989г.) 77 земји, годишни податоци	OLS cros section анализа	а) 4 индикатори за развиеноста на финансиските посредници: DEPTH, BANK, PRIVATE, PRIVY	Просечното ниво на финансиска развиеност е силно поврзано со растот во анализираниот период. Цврстата врска е потврдена во сите 12 регреси. Иницијалното ниво на финансиска развиеност може успешно да ги предвиди идните стапки на економски раст, акумулацијата на капиталот и растот на продуктивноста.
<b>3) АНАЛИЗА СО ВКЛУЧУВАЊЕ НА ПАЗАРОТ НА АКЦИИ</b>			
<b>Levin &amp; Zervos (1998)</b>			
период (1976г.-1993г.), 47 земји, годишни податоци	OLS cros section анализа	а) индикатори на развиеноста на банк. сектор (банкарските кредити) и на пазарот на акции (ликвидноста, големината, нестабилноста и интегрираноста со меѓународниот пазар на капитал) б) индикатори на растот (БДП, акумулацијата на капитал, продуктивноста и приватното штедење)	Констатирана е цврста позитивна врска помеѓу финансиската развиеност и економскиот раст. Финансиските фактори се интегрален дел на процесот на раст. Банкарската развиеност и ликвидноста на пазарот на акции се добри предвесници на економскиот раст, акумулацијата на капиталот и порастот на продуктивноста. Меѓутоа, другите индикатори на пазарот на акции не бележат цврста поврзаност со долгорочниот економски раст.
<b>4) АНАЛИЗА НА НИВО НА ПООДДЕЛНИ ИНДУСТРИИ</b>			
<b>Rajan &amp; Zingales (1998)</b>			
период (1980г.-1990г.), 42 земји со податоци за 36 индустрии	а) OLS cros section анализа б) Панел анализа	а) вк. капитализација како збир од капитализацијата на пазарот на акции и учеството на домашните кредити во БДП  б) сметковод. стандарди  в) просечната годишна стапка на раст на додадената вредност во одредена индустрија	Финансиските пазари и институции им помагаат на фирмите да ги надминат проблемите на моралниот hazard и негативната селекција благодарение на финансиската развиеност која ги редуцира трошоците за екстерно финансирање на фирмите и го промовира нивниот раст. Една индустрија со поголема побарувачка за надворешно финансирање треба да расте побрзо во земјите со поразвиени финансиски пазари.

<b>5) АНАЛИЗА НА НИВО НА ФИРМИ</b>			
<b>Kunt &amp; Maksimovic (1998)</b>			
период (1980г. -1991г), 30 развиени земји и земји во развој во	OLS cros section анализа	Предвидливата стапка по која може да расте една фирма доколку се потпре на акумулираната добивка или краткорочните позајмици.	Фирмите во земјите кои имаат активни пазари на акции и висок рејтинг во усогласеноста со правните норми се во можност да обезбедат средства од екстерни извори и да растат побрзо. Големината на пазарот на акции сама по себе не е толку важна за мобилизацијата на финансиите како што е нивото на пазарната активност. Пријавениот поврат на капиталот е понизок во земјите со активен пазар на акции и добро функционирачки правни системи.
<b>Love (2003)</b>			
период (1988г. -1998г), податоци за околу 5000 фирми во 36 земји за	Равенката на Еулер	Варијабил на ниво на фирми се инвестициите и продажбите намалени за капиталот и готовината на почетокот на периодот. Индикатор на ниво на земји е индексот на фин. развиеност (FD), како упросечена вредност на 5 стандардизирани индекси.	Поголемата развиеност на финансиските пазари доведува до намалување на финансиските ограничувања и олеснување на пристапот до екстерно финансирање на фирмите кои имаат перспективни инвестициони планови чија реализација овозможува поефикасна алокација на капиталот и поголем економски раст.
<b>Beck, Kunt &amp; Maksimovic (2005)</b>			
период (1995г. – 1999г.), примерок од околу 4000 фирми во 54 земји	Панел анализа	Реалниот БДП per capita; Стапката на раст на БДП; Инфлацијата изразена како Log на Индексот на потрошувачки цени; Растот на фирмите изразен како процент на промена во продажбите; Финансиските, правните и корупциските ограничувања.	Финансиските, правните и корупциските ограничувања имаат негативно влијание, при што секоја поединечна пречка има различна релативна важност за растот на фирмите. Степенот до кој финансиската и правна неразвиеност и корупцијата ќе го ограничат растот на фирмите во голема мера зависи од големината на фирмите, при што најголемо негативно влијание од сите тие ограничувања имаат малите фирми.
<b>6) АНАЛИЗА ОД АСПЕКТ НА ОРИЕНТИРАНОСТА НА ФИНАНСИСКИОТ СЕКТОР</b>			
<b>Kunt &amp; Levine (1999)</b>			
период (1990г. - 1995 г.), примерок од 150 земји	а) Регресиона анализа б) Графичка анализа	БДП per capita; Ликвидни обврски / БДП; Активата на банките / БДП; Обврски на банките кон приватниот сектор/ БДП; Активата на ЦБ / БДП; Нето каматна маржа на банките; Индексот на концентрација на банките; Учеството на девизната актива во вкупната актива на банките; Уделот на јавноста во средствата на комерцијалните банки; Пазарната капитализација / БДП; Тргуваната вредност / БДП; Показателот на обртот.	Банките, небанкарските институции и пазарите на акции се поголеми, поактивни и поефикасни во побогатите земји. Финансиските системи се во просек поразвиени во побогатите земји. Во земјите со повисок доход, пазарите на акции се поактивни и поефикасни во однос на банките. Постојат одредени тенденции за националните финансиски системи да станат повеќе пазарно ориентирани како што стануваат побогати.

<b>Beck, Kunt, Levin &amp; Maksimovic (2000)</b>			
период (1980г. – 1995г.), примерок од 34 земји	а) Регресиона анализа на група на земји и б) Панел анализа	а) индикатори на финансиската развиеност од аспект на активноста, големината и ефикасноста и б) индикатори на финансиската структура од аспект на активноста, големината и ефикасноста	Финансиски зависните индустрии не се шират со повисоки стапки, новите фирми не се креирани полесно, постојните фирми не растат побрзо, нивниот пристап кон екстерно финансирање не е полесен во зависност од тоа дали финансискиот систем е пазарно или банкарски ориентиран. Вкупното ниво на финансиска развиеност, степенот на заштита на правата на надворешните инвеститори и законското окружување имаат критично влијание врз економската развиеност.
<b>7) АНАЛИЗА ОД АСПЕКТ НА РАЗЛИЧНИТЕ КОМПОНЕНТИ НА РАЗВИЕНОСТ НА ФИНАНСИСКИТЕ ПОСРЕДНИЦИ</b>			
<b>Levin, Loayza &amp; Beck (2000)</b>			
период (1960г.-1995г.), податоци за 71 земја	а) Динамичка панел анализа со примена на ГММ и б) Регресиона анализа на група на земји со примена на инструментални варијабли	а) вкупната големина на секторот на финансиски посредници; б) спроведувањето на интермедијацијата од страна на деловните банки или централната банка; в) степенот до кој финансиските посредници ги канализираат кредитите кон приватниот сектор	Егзогените компоненти на развиеноста на финансиските посредници се во позитивна врска со економскиот раст. Правните и сметководствените реформи кои ги јакнат правата на кредиторите, извршувањето на договорите и сметководствените практики можат да го зајакнат развојот на финансиските посредници и со тоа да го забрзаат економскиот раст.
<b>8) ИНСТИТУЦИОНАЛНА ПЕРСПЕКТИВА НА АНАЛИЗАТА</b>			
<b>Demetriades &amp; Law (2006)</b>			
период (1978г.-2000г.), податоци за 72 земји	а) Регресиона анализа на група на земји и б) Панел анализа	а) ликвидни обврски / БДП б) кредити дадени на приватниот сектор / БДП; в) домашните кредити обезбедени од банкарскиот сектор / БДП	Финансиската развиеност има поголеми ефекти врз долгорочниот економски раст кога финансискиот систем е вграден во рамките на здраво институционално окружување. Подобрувањата во институциите е поверојатно дека ќе донесат поголеми директни ефекти на економската развиеност отколку финансиите сами за себе.
<b>9) ВРЕМЕНСКА ПЕРСПЕКТИВА НА АНАЛИЗАТА</b>			
<b>Loayza &amp; Ranciere (2005)</b>			
период (1960г. – 2000г.), податоци за 82 земји	Панел анализа	а) упросечениот показател на приватните кредити во однос на БДП б) фреквентноста на системските банкарски кризи в) стандардната девијација на стапката на раст на приватните кредити / БДП	Врската помеѓу финансиската интермедијација и порастот на аутпутот е позитивна на долг рок, а негативна на краток рок. Развојниот процес може да биде проследен со слабости прикажани преку системски банкарски кризи, циклуси на бумови и падови и севкупна финансиска нестабилност со негативно влијание врз економскиот раст на краток рок.
<b>Rousseau &amp; Wachtel (2007)</b>			
период (1960г. – 2003г.), податоци за 84 земји	а) Регресиона анализа на група на земји и б) Панел анализа	а) ликвидни обврски / БДП б) ликвидни обврски (М3) / М1 в) кредитите алоцирани во приватниот сектор	Иако врската помеѓу финансиите и растот е цврсто вкоренета во емпириската литература, таа не е толку силна според најновите анализи како што била забележана во претходните истражувања. Од ова произлегува заклучокот дека ефектите од финансиското пролабчување врз растот се намалуваат.

На пример, Goldsmith (1969) во своето дело “Финансиската структура и развиеноста” ја дефинира финансиската структура како мешавина од финансиски инструменти, пазари и институции кои функционираат во една економија. Тој се обидува: 1) да ја истражи еволуцијата на националните финансиски системи низ процесот на економскиот развој; 2) да оцени дали развиеноста на финансискиот систем влијае врз стапката на економски раст и 3) да го вреднува влијанието на финансиската структура врз темпото на економската развиеност. Goldsmith обработува податоци за 35 земји низ периодот 1860 – 1963 за вредноста на средствата на финансиските посредници како удел во економскиот аутпут.

Goldsmith, главно, е успешен во документирањето на еволуцијата на националните финансиски системи, особено еволуцијата на финансиските посредници. Но, тој се соочува со ограничен успех во оценката на линкот помеѓу нивото на финансиската развиеност и економскиот раст. Истакнувајќи ја позитивната корелација помеѓу финансиската и економската развиеност во голем број земји, укажува на фактот дека не е во можност да го дефинира правецот на каузалноста. Тој не врши систематска контрола над другите фактори кои имаат влијание врз економскиот раст и не истражува дали финансиската развиеност е поврзана со растот на продуктивноста и акумулацијата на капиталот. Исто така, трудот не разјаснува дали финансиските пазари, небанкарските финансиски посредници или, пак, миксот од пазари и посредници е важен за економскиот раст.

Воопшто, поранешните истражувања на врската помеѓу финансиите и растот имаат одредени фундаментални недостатоци. Прво, тие не успеваат да развијат теоретски основи за ваквата релација. Второ, нивните емпириски истражувања не потенцираат дека правецот на поврзаноста се движи од финансиската развиеност кон растот. Каузалноста може да се движи и во обратна насока. Финансиската развиеност да биде предводена од растот, односно високиот раст може да води кон појава на поразвиени финансиски посредници и пазари. Трето, емпириската поврзаност помеѓу индикаторите на финансиската развиеност и економскиот раст може да биде случајна. Не е сигурно дека оваа врска и натаму ќе постои кога би се контролирале и други важни варијабли за растот. Четврто, поранешните трудови

немаат истражувано дали подобрите ефекти на растот на финансиската развиеност произлегуваат од зголемениот раст на продуктивноста. Најновите истражувања од оваа област ги земаат предвид ваквите недостатоци и имаат преземени чекори за нивно надминување.

#### 4.1.2 Првите поопсежни истражувања

Првиот обид кон сеопфатно емпириско истражување во насока на решавање на ваквите проблеми бил инициран од страна на King & Levine (1993). Shumpeter во 1912 година тврди дека услугите обезбедени од финансиските посредници – мобилизирањето на заштедите, евалуацијата на проектите, управувањето со ризикот, следењето на менаџментот и олеснувањето на трансакциите – ги стимулираат технолошките иновации и економскиот развој<sup>16</sup>. King & Levine презентираат докази со кои го поддржуваат ова гледиште.

Со цел да истражат дали Shumpeter бил во право, неопходно е емпириски да ја дефинираат “финансиската развиеност”. Тие воведуваат четири индикатори за нивото на развиеност на финансиските посредници кои можат да го мерат функционирањето на финансискиот систем попрецизно, упросечено низ периодот од 1960 година до 1989 година: 1)DEPTH (големината на формалниот сектор на финансиски посредници во однос на БДП); 2)BANK (важноста на улогата на банките во однос на централната банка при алоцирањето на кредитите); 3)PRIVATE (односот помеѓу кредитите алоцирани на приватните бизниси и вкупните домашни кредити; 4)PRIVY (однос на кредитите на приватните бизниси и БДП). Тие, исто така, вклучуваат три индикатори за растот упросечени во текот на истиот период: 1)GYP (реалниот раст на БДП per capita - економски раст); 2)GK (стапката на физичка акумулација на капиталот) и 3)INV (показателот на домашните инвестиции во однос на БДП). Користени се следниве методи: едноставни корелации, едновремени регрсии и сензитивна анализа. Извршени се 12 регрсии на примерот на 77 земји контролирајќи и други варијабли кои се

<sup>16</sup> King R. and Levine R.(1993), “Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right”

поврзани со економскиот раст (на пример, доходот per capita, едукацијата, политичката стабилност, индикаторите за девизниот курс, трговијата, фискалната и монетарната политика).

Резултатите од нивното истражување се следниве: прво, просечното ниво на финансиска развиеност за периодот од 1960 година до 1989 година е многу силно поврзано со растот во овој период. Тие пронаоѓаат статистички и економски значајни коефициенти во сите 12 регресији и ја потврдуваат цврстата врска помеѓу секој од четирите мерила за финансиската развиеност и секоја од трите варијабли за растот. Исто така, тие доѓаат до заклучок дека финансиската развиеност му претходи на растот. Со цел да истражат дали растот резултира од финансиската развиеност тие, исто така, разгледуваат колку степенот на финансискиот долг во 1960 година е во корелација со трите индикатори на растот упросечени во периодот од 1960 година до 1989 година. Нивните регресији сугерираат дека иницијалното ниво на финансиска развиеност може успешно да ги предвиди и идните стапки на економскиот раст, акумулацијата на капиталот и растот на продуктивноста, дури и по контролирањето на различните специфични карактеристики и политички индикатори на поодделните земји и трето, финансиската развиеност е позитивно поврзана и со стапката на инвестициите и ефикасноста со која економиите го употребуваат капиталот. Податоците се конзистентни со гледиштето дека финансиските услуги го поттикнуваат економскиот раст преку порастот на стапката на акумулација на капиталот и преку подобрувањето на ефикасноста со која економиите го употребуваат капиталот.

Трудот на King & Levine е првиот важен чекор во правец на отстранување на некои од недостатоците на поранешните трудови. На примерот на поголем број земји, тие: 1) конструираат пофункционална поврзаност на индикаторите на нивото на финансиската развиеност; 2) систематски ги контролираат другите варијабли кои имаат влијание врз долгорочниот раст; 3) ја истражуваат причинската поврзаност, разгледувајќи дали развиеноста може да го предвиди долгорочниот раст и 4) го

истражуваат ефектот на економскиот раст преку каналите на акумулација на капиталот и растот на продуктивноста<sup>17</sup>.

Сепак, сè уште остануваат некои недостатоци во нивните анализи. Прво, нивниот труд е неопределен во однос на релативната важност на растот на продуктивноста и стапката на инвестициите. Дополнително, тие не ги истражуваат разликите во улогите на различните финансиски пазари (на пример, пазарот на акции, пазарот на обврзници, осигурителниот пазар и пазарот на потрошувачките кредити).

#### **4.1.3 Анализа со вклучување на пазарот на акции**

Покрај дотогашниот фокус на банкарството, доаѓа до проширување на литературата која теоретски ја анализира и врската помеѓу пазарот на акции и економскиот раст. Levine & Zervos (1998) имаат значаен придонес за постигнатиот прогрес во овој правец. Тие ја проучуваат емпириската поврзаност помеѓу различните мерила за развиеноста на пазарот на акции и банкарскиот сектор од една, со економскиот раст од друга страна. Вклучувајќи ги различните мерила за развиеноста на пазарот на акции, нивниот труд претставува проширување на истражувањето на King & Levine (1993) кое се однесува исклучиво на поврзаноста на мерилата за развиеност на банкарскиот сектор со економскиот раст.

Анализите се направени на примерот на 49 земји во периодот од 1976 година до 1993 година. Levine & Zervos (1998) истражуваат дали индикаторите кои се однесуваат на развиеноста на банкарскиот сектор (банкарските кредити) и пазарот на акции (ликвидноста, големината, нестабилноста и интегрираноста со меѓународниот пазар на капитал), се силно поврзани со индикаторите на растот (БДП, акумулацијата на капиталот, продуктивноста и приватното штедење)<sup>18</sup>.

Генерално, во овој труд е констатирана цврста позитивна врска помеѓу финансиската развиеност и економскиот раст. Резултатите укажуваат дека

---

<sup>17</sup> Levine R.(2004), "Finance and Growth: Theory and Evidence"

<sup>18</sup> Levine R. and Zervos S.(1998), "Stock Markets, Banks and Economic Growth"



финансиските фактори се интегрален дел на процесот на раст. Поконкретно, Levine & Zervos врз основа на извршените анализи заклучуваат дека банкарската развиеност и ликвидноста на пазарот на акции се добри предвесници на економскиот раст, акумулацијата на капиталот и порастот на продуктивноста. Меѓутоа, другите индикатори на пазарот на акции не бележат цврста поврзаност со долгорочниот економски раст. Нестабилноста е незначајно поврзана со растот во најголем број на случаи. Исто така, големината на пазарот и неговата интегрираност со меѓународниот пазар на капитал не се силно поврзани со растот, акумулацијата на капиталот и порастот на продуктивноста. Конечно, ниту еден од финансиските индикатори не е силно поврзан со стапката на приватното штедење.

Неопходно е идните трудови да овозможат поцелосен пристап при анализата на врската помеѓу развиеноста на финансискиот сектор и економскиот раст. Тоа подразбира, вклучување и на пазарот на обврзници, како и на финансиските услуги обезбедени од небанкарските финансиски институции. Пожелно е анализите да бидат поткрепени и со дополнителни податоци за меѓународната интеграција, како и способноста на инвеститорите да вршат меѓународно диверзифицирање на ризикот.<sup>19</sup> Levine & Zervos (1998), исто како и King & Levine (1993), укажуваат дека финансиската развиеност го предвидува економскиот раст, меѓутоа не даваат одговор на прашањето за каузалноста. Можно е финансиските пазари да се развиваат антиципирајќи ја идната економска активност. Оттука, финансиите можат да бидат индикатор на економскиот раст, а не негов основен причинител.

#### **4.1.4 Анализа на ниво на поодделни индустрии**

За подобро да се разбере врската помеѓу финансиската развиеност и економскиот раст, истражувачите вклучуваат податоци на ниво на поодделни индустрии и компании во различни земји. Нивните трудови се обид попрецизно да се одговори

---

<sup>19</sup> Levine R. (2004), "Finance and Growth: Theory and Evidence"

на прашањето за каузалноста и подетално да се објасни механизмот низ кој финансиите влијаат врз растот.

Rajan & Zingales истражуваат дали индустриите кои технолошки повеќе се зависни од екстерното финансирање растат споредбено побрзо во земјите кои повеќе се финансиски развиени. Овој приод им овозможува да го проучат екстерното финансирање како специфичен механизам низ кој делуваат финансиите и да ги искористат сознанијата за разликите во однос на индустриите во рамките на поодделните земји<sup>20</sup>.

Rajan & Zingales употребуваат податоци за 36 индустрии низ 42 земји. Со цел да ја измерат финансиската развиеност, тие ги испитуваат а) вкупната капитализација која претставува збир од капитализацијата на пазарот на акции и учеството на домашните кредити во БДП и б) сметководствените стандарди. Обидувајќи се да направат прогрес кај прашањето за каузалноста, тие се фокусираат на деталите околу теоретскиот механизам низ кој финансиската развиеност влијае врз економскиот раст. Тие истакнуваат дека финансиските пазари и институции им помагаат на фирмите да ги надминат проблемите на моралниот hazard и негативната селекција благодарение на финансиската развиеност која ги редуцира трошоците за екстерно финансирање на фирмите и го промовира нивниот раст. Тргуваат од претпоставката дека различните индустрии имаат своја сопствена ефективна побарувачка за екстерно финансирање (инвестиции минус внатрешен готовински тек) и дека дистрибуцијата на потребата за екстерно финансирање од страна на поединечна индустрија е споредлива низ различните земји. Оттука, финансиската развиеност непропорционално би им помогнала на фирмите (или индустриите) чиј раст вообичаено е зависен од екстерното финансирање. Согласно со ваквата поставеност, една индустрија со поголема побарувачка за надворешно финансирање треба да расте побрзо во земјите со поразвиени финансиски пазари.

Тие тврдат дека подобро развиените финансиски посредници и пазари, помагајќи да се надмине пазарниот неуспех, водат кон разграничување на цените на екстерното и интерното финансирање. Пониските трошоци на екстерното

---

<sup>20</sup> Tsuru K. (2000), "Finance and Growth, Some theoretical considerations, and a review of the empirical literature"

финансирање го олеснуваат растот на постојните и создавањето на новите фирми. Оттука, индустриите кои природно се поголеми корисници на екстерно финансирање ќе имаат непропорционално повеќе корист од поголемата финансиска развиеност. Во продолжение, тие истакнуваат дека доколку индустриите кои природно се поголеми корисници на екстерно финансирање растат побрзо во економиите со подобро развиени финансиски системи, поддржано е гледиштето дека финансиската развиеност го стимулира растот преку олеснување на тековите на екстерното финансирање.

Во својот труд Rajan & Zingales развиваат нова методологија со цел да испитаат дали развиеноста на финансискиот сектор има влијание врз индустрискиот раст. Нивната цел е делумно да ги заобиколат проблемите со постојните методологии по одделни земји. Тие прават дополнителен чекор во однос на прашањето за каузалноста преку наоѓање на докази за каналот низ кој финансиите теоретски влијаат врз растот<sup>21</sup>. Освен методолошкиот придонес, наодите од овој труд покриваат три различни области на тековно истражување. Прво, тие укажуваат дека финансиската развиеност има значително поддржувачко влијание врз стапката на економски раст. Тоа се реализира, меѓу другото, и преку редуцирање на трошоците за екстерно финансирање на финансиски зависните фирми. Второ, овој труд обезбедува најнови докази дека несовршеноста на финансиските пазари влијае врз инвестициите и растот. Конечно, наодите укажуваат на потенцијалното објаснување на шемата на индустриска специјализација низ земјите, според кое постоењето на добро развиени пазари во одредени земји претставува компаративна предност за земјата во која поголем број индустрии се зависни од екстерното финансирање.

#### **4.1.5 Анализа на ниво на фирми**

Истражувањето на микро – ниво на врската помеѓу реалните и финансиските одлуки на фирмите бележи значителен број на трудови по првиот труд на

---

<sup>21</sup> Rajan R. and Zingales L. (1998), "Financial Dependence and Growth"

Modigliani & Miller (1958) во кој е истакнато дека во светот на совршените пазари на капитал, финансиите се ирелевантни за донесување на реални инвестициони одлуки. Ова гледиште е оспорувано и менувано преку употреба на побогати теоретски модели и емпириски студии кои констатираат постоење на цврста врска помеѓу финансиските фактори и инвестиционите одлуки на фирмите<sup>22</sup>.

Литературата која се однесува на корпоративното финансирање укажува на тоа дека пазарната неперфектност настаната како резултат на конфликтните интереси и информационата асиметрија помеѓу инсајдерите во фирмите и потенцијалните инвеститори, ја ограничува способноста на фирмите за финансирање на инвестиционите проекти. Големината на овие неперфектности делумно зависи и од ефикасноста на правните и финансиските системи. Со оглед на тоа што овие системи се различни во различни земји, литературата подразбира дека би требало да постојат систематски разлики во поодделните земји од аспект на способноста на фирмите да обезбедат екстерен капитал за финансирање на инвестициите.

Kunt & Maksimovic (1998) истражуваат дали финансиската развиеност влијае врз степенот до кој фирмите се ограничени да вложуваат во профитабилни инвестиции. Фокусирани се на употребата на долгорочните кредити и екстерниот капитал во финансирањето на растот на фирмите. Го анализираат специфичниот механизам низ кој финансиите влијаат врз растот: дали поголемата финансиска развиеност ги отстранува пречките за искористување на профитабилните инвестициони можности. За разлика од Rajan & Zingales (1998) кои ги разгледуваат потребите за екстерно финансирање на поодделните индустрии, Kunt & Maksimovic (1998) ги оценуваат потребите за екстерно финансирање на поодделните фирми.

Тие истакнуваат дека едноставните корелации помеѓу растот на фирмите и финансиската развиеност не ги контролираат разликите во износот на потребите

---

<sup>22</sup> Kunt, D. and Maksimovic, V. (1998), "Law, Finance and Firm Growth", *The Journal of Finance*, Vol.53, p-2107-2137

од екстерно финансирање на фирмите од иста индустрија во различни земји. Ваквите разлики можат да се јават поради употребата на различни технологии, разликите во профитните стапки, побарувачката и инвестиционите можности во поодделните земји. Заради соодветно контролирање на разликите, Kunt & Maksimović користејќи примерок од 30 развиени земји и земји во развој во периодот од 1980 година до 1991 година, ја испитуваат предвидливата стапка по која може да расте една фирма доколку се потпре на акумулираната добивка или краткорочните позајмици.

Резултатите покажуваат дека делот од фирмите кои растат по стапки кои ја надминуваат оваа предвидлива стапка во секоја земја зависи од специфичните карактеристики на правниот и финансискиот систем на земјата. И активниот пазар на акции и добро развиениот правен систем се важни за олеснувањето на растот на фирмите. Фирмите во земјите кои имаат активни пазари на акции и висок рејтинг во усогласеноста со правните норми се во можност да обезбедат средства од екстерни извори и да растат побрзо. Во согласност со Levine & Zervos, тие наоѓаат дека големината на пазарот на акции сама по себе не е толку важна за мобилизацијата на финансиите како што е нивото на пазарната активност. Тие, исто така, наоѓаат дека пријавениот поврат на капиталот е понизок во земјите со активен пазар на акции и добро функционирачки правни системи. Оттука, развиените институции можат да ја зголемат зависноста од екстерно финансирање.

Уште еден методолошки приод кој овозможува испитување на врската помеѓу нивото на финансиската развиеност на земјите и финансиските ограничувања на фирмите претставува развенката на Euler која ја користи Love (2003). Во неговиот труд тој презентира докази дека финансиската развиеност влијае врз растот преку намалување на ограничувањата кои би можеле да ја нарушат ефикасната алокација на инвестициите. Анализите се направени врз основа на податоци за околу 5000 фирми во 36 земји за периодот од 1988 година до 1998 година. Главни користени варијабли на ниво на фирми се инвестициите и продажбите намалени за капиталот и готовината на почетокот на периодот. Главен индикатор на ниво на земји е индексот на финансиската развиеност (FD), кој претставува упросечена

вредност на следниве 5 индикатори: пазарната капитализација во однос на БДП, вкупната тргувана вредност во однос на БДП, вкупната тргувана вредност во однос на пазарната капитализација, показателот на ликвидни обврски (МЗ) во однос на БДП, и кредитите дадени на приватниот сектор во однос на БДП<sup>23</sup>.

Врз основа на извршеното истражување авторот доаѓа до следниве констатации: 1)зависноста на фирмите од интерните фондови се намалува со порастот на финансиската развиеност; 2)фирмите кои се соочуваат со финансиски ограничувања поради високите трошоци на капиталот се стремат да ги одложат инвестициите за следниот период; 3)финансиските ограничувања на фирмите мерени преку трошоците на капиталот се двојно поголеми во земјите со ниско ниво на финансиска развиеност отколку што се во земјите со просечно ниво на финансиска развиеност; 4)малите фирми непропорционално повеќе се обесправени во финансиски помалку развиените земји во однос на големите фирми и 5)индикаторите на правниот систем (ефикасноста на правниот систем, ризикот од експропријација, корупцијата и законското потекло), исто така, се поврзани со намалувањето на финансиските ограничувања. Овој труд дава придонес во литературата која го разработува прашањето на врската помеѓу финансиите и растот покажувајќи дека поголемата развиеност на финансиските пазари доведува до намалување на финансиските ограничувања и олеснување на пристапот до екстерно финансирање на фирмите кои имаат перспективни инвестициони планови чија реализација овозможува поефикасна алокација на капиталот и поголем економски раст.

Beck, Kunt & Maksimovic (2005) во своето истражување користат примерок од околу 4000 фирми во 54 земји со цел да оценат: 1) дали финансиските, правните и корупциските пречки влијаат врз растот на фирмите; 2) дали ваквите влијанија се разликуваат во зависност од големината на фирмите; 3) дали малите, средните и

---

<sup>23</sup> Love, I. (2003), "Financial Development and Financing Constraints: International Evidence from the Structural Investment Model", *The Review of Financial Studies*, Vol. 16, pp. 765-79

големите фирми имаат различни ограничувања во зависност од нивото на развиеноста на финансиските институции; 4) специфичните карактеристики на правниот систем кои го олеснуваат растот на фирмите и 5) важноста на корупцијата кај финансиските посредници за растот на фирмите<sup>24</sup>.

Резултатите од извршеното истражување укажуваат на тоа дека финансиските, правните и корупциските ограничувања имаат негативно влијание, при што секоја поединечна пречка има различна релативна важност за растот на фирмите. На пример, доколку вниманието се насочи кон финансиските ограничувања, може да се заклучи дека растот на фирмите е ограничен од: тешкотиите во работењето со банките заради бројните административни и бирократски процедури, барањата за колатерал, како и макроекономските ограничувања кои се однесуваат на високите каматни стапки и недоволната ликвидност на банкарскиот систем. Во продолжение, тие констатираат дека степенот до кој финансиската и правна неразвиеност и корупцијата ќе го ограничат растот на фирмите во голема мера зависи од големината на фирмите, при што најголемо негативно влијание од сите тие ограничувања имаат малите фирми. Земајќи ги предвид разликите кои постојат помеѓу националните економии, констатираат дека во поголема мера се погодени од сите пречки фирмите кои функционираат во неразвиените системи со повисоки нивоа на корупција.

И покрај тоа што го потенцираат фактот дека развојот на секторот на мали и средни претпријатија (МСП секторот) е од суштинско значење за растот на фирмите и намалувањето на сиромаштијата, авторите на овој труд не се фокусираат на влијанието на МСП секторот врз економската развиеност. Вниманието е насочено во обезбедувањето на аргументи со кои ќе се докаже дека МСП се соочуваат со поголеми финансиски, правни и корупциски пречки во однос на големите фирми, односно дека ограничувачкото влијание на пречките врз

---

<sup>24</sup> Beck, T., Kunt, A. D., Maksimovic, V. (2005) "Financial and Legal Constraints to Growth: Does Firm Size Matter?", *The Journal of Finance*, Vol. 60, p 137-17

растот на фирмите е инверзно поврзано со големината на фирмите. Овој труд покажува дека токму малите фирми кои имаат најголемо негативно влијание од различните видови на ограничувања, истовремено имаат најголема корист од зголемената финансиска развиеност и намалувањето на корупцијата.

#### **4.1.6 Анализа од аспект на ориентираноста на финансискиот сектор**

Според Levine & Kunt (1999), финансискиот систем на една земја може да се дефинира како пазарно ориентиран или банкарски ориентиран во зависност од неговата големина, активноста и нивото на ефикасноста. Сите овие компоненти се подеднакво важни во обезбедувањето на поефикасна алокација на ресурсите. По евалуацијата на банкарски ориентираната и пазарно ориентираната финансиска структура, кои заедно го чинат единствениот финансиски систем на земјата, може да се востанови кој од овие системи е најдобро развиен и доминантен. Врз основа на нивото на развиеност на вкупниот финансиски систем на земјата, преку употреба на агрегатен индекс на финансиската структура, се припишува, пазарната или банкарската ориентација на финансискиот систем. Притоа, развиеноста на пазарно ориентираниот финансиски систем се рефлектира во големата капитализираност на пазарот на акции и високото ниво на ликвидност споредена со БДП на земјата. Развиеноста на банкарски ориентираниот финансиски систем се рефлектира во големината на банкарската актива, опсегот на финансирање на приватниот сектор, конкурентните каматни стапки и ниските трошоци<sup>25</sup>.

Levine & Kunt (1999) вршат анализа на податоци на примерок од 150 земји со користење на корелации, регрсии и графички анализи со цел да ја илустрираат врската помеѓу финансиската структура и економската развиеност. Притоа, доаѓаат до следниве заклучоци:

---

<sup>25</sup> Kunt, D. and Levine, R. (1999), "Bank – based and market – based financial systems: cross – country comparisons", World Bank, Development Research Group, Policy Research Working Paper 2143



- Банките, небанкарските институции и пазарите на акции се поголеми, поактивни и поефикасни во побогатите земји. Финансиските системи во просек се поразвиени во побогатите земји.
- Во земјите со повисок доход, пазарите на акции се поактивни и поефикасни во однос на банките. Постојат одредени тенденции националните финансиски системи да станат повеќе пазарно ориентирани како што стануваат побогати.
- Земјите со Common Law традиција, цврста заштита на правата на акционерите, добри сметководствени регулативи, ниско ниво на корупција и неексплицитно осигурување на депозитите тежнеат да бидат повеќе пазарно ориентирани.
- Земјите со French Civil Law традиција, сиромашна заштита на правата на акционерите и кредиторите, сиромашно спроведување на договорите, високи нивоа на корупција, сиромашни сметководствени стандарди, рестриктивни банкарски регулативи и висока стапка на инфлација вообичаено имаат недоволно развиени финансиски системи.

Beck, Kunt, Levine & Maksimovic (2000) ја истражуваат врската помеѓу финансиската структура – степенот до кој финансискиот систем е банкарски или пазарно ориентиран и економската развиеност<sup>26</sup>. Тие употребуваат три пристапа:

Пристапот од аспект на група на земји употребува податоци за поодделните земји за да оцени дали побрзо растат економиите со банкарски ориентиран или економиите со пазарно ориентиран финансиски систем.

Пристапот од аспект на индустријата употребува панел на индустриите на поодделни земји за да оцени дали индустриите кои доминантно зависат од екстерно финансирање растат побрзо во економиите со банкарски ориентиран или во економиите со пазарно ориентиран финансиски систем и дали финансиската структура влијае врз стапката на креирање на нови фирми.

---

<sup>26</sup> Beck T., Kunt A. D., Levin R. and Maksimovic V. (2000), "Financial Structure and Economic Development"

Пристапот од аспект на фирмите употребува податоци на ниво на фирми од група на одбрани земји за да оцени дали за фирмите е поверојатно дека ќе растат над стапката детерминирана од страна на интерните ресурси и краткорочните позајмици во пазарно ориентираните или во банкарски ориентираните финансиски системи.

Сите три аспекти овозможуваат конзистентни заклучоци:

- Финансиската структура не претставува корисен начин за анализа на разликите во финансискиот систем;
- Финансиската структура не помага во разбирањето на економскиот раст, индустриските перформанси и експанзијата на фирмите;
- Резултатите се неконзистентни и во пазарно ориентираното и во банкарски ориентираното гледиште.

Попрецизно, земјите не растат побрзо, финансиски зависните индустрии не се шират со повисоки стапки и новите фирми не се креирани полесно, постојните фирми не растат побрзо и нивниот пристап кон екстерно финансирање не е полесен во зависност од тоа дали финансискиот систем е пазарно или банкарски ориентиран. Тие наоѓаат значајни докази дека вкупното ниво на финансиска развиеност, степенот на заштита на правата на надворешните инвеститори и законското окружување имаат критично влијание врз економската развиеност.

#### **4.1.7 Анализа од аспект на различните компоненти на развиеност на финансиските посредници**

Трудот на Levin, Loayza and Beck (2000) прв ја испитува природата на ефектите од развиеноста на финансиските посредници врз економскиот раст. Поконкретно, овој труд истражува дали егзогените компоненти на развиеност на финансиските посредници имаат влијание врз економскиот раст. Методолошки, употребени се два економетриски приода: 1) динамичка панел анализа со примена на генералниот метод на моменти (ГММ) и 2) регресиона анализа на група на земји

со примена на инструментални варијабли. Користени се упросечени податоци за 71 земја за периодот од 1960 година до 1995 година<sup>27</sup>.

При спроведувањето на ова истражување, LLB конструираат нов сет на податоци и се фокусираат на три мерила за финансиската интермедијација: вкупната големина на секторот на финансиски посредници, спроведувањето на интермедијацијата од страна на деловните банки или централната банка и степенот до кој финансиските посредници ги каналзираат кредитите кон приватниот сектор. Дополнително, тие истражуваат дали разликите низ поодделните земји во однос на законските права на кредиторите, ефикасноста во извршувањето на договорите и системот на сметководствените стандарди помагаат да се разберат разликите во нивото на развиеност на финансиските посредници.

Панел техниката и резултатите низ земјите водат кон ист заклучок: егзогените компоненти на развиеноста на финансиските посредници се во позитивна врска со економскиот раст и таа врска не претставува резултат на симултаноста, изоставените варијабли или инверзните причинско – последични односи<sup>28</sup>. Дополнително, тие доаѓаат до заклучок дека 1) законите кои ги штитат правата и им даваат приоритет на осигурените доверители; 2) правните системи кои се ригорозни во однос на извршувањето на договорите и 3) сметководствените стандарди што продуцираат висок квалитет, сеопфатни и споредливи финансиски извештаи на фирмите, вообичаено се својствени за земјите со подобро развиени финансиски посредници. Наодите од овој труд се конзистентни со гледиштето дека правните и сметководствените реформи кои ги јакнат правата на кредиторите, извршувањето на договорите и сметководствените практики можат да го зајакнат развојот на финансиските посредници и со тоа да го забрзаат економскиот раст.

---

<sup>27</sup> Levine R. (2004), "Finance and Growth: Theory and Evidence"

<sup>28</sup> Levine R., Loayza N. and Beck T. (2000), "Financial intermediation and growth: Causality and causes"

#### 4.1.8 Институционалната перспектива на анализата

Разликите во квалитетот на финансиите се резултат на причини кои се детерминирани од квалитетот на финансиската регулатива и законските правила. На пример, зголеменото финансиско продлабочување врз основа на вообичаените индикатори за финансиската развиеност, можно е да не резултира со зголемен раст заради корупцијата во банкарскиот систем и политичкото мешање кои можат да ги пренасочат кредитите кон непродуктивни и непотребни активности. Овој труд претставува прв обид да се обезбедат докази со кои ќе се потврди дека институциите го менуваат начинот на кој финансиите влијаат врз растот. Во него се преиспитува хипотезата дека интеракцијата помеѓу квалитетот на институциите и финансиската развиеност имаат посебно позитивно влијание врз економскиот раст над ефектот од поединечните влијанија што ги имаат квалитетот на институциите или нивото на финансиската развиеност. Истражувањето во овој труд базира на податоци за 72 земји во периодот од 1978 до 2000 година и за тестирање на поставените хипотези користи cross section и панел економетриски модели.

Резултатите од истражувањето укажуваат на тоа дека финансиската развиеност има поголеми ефекти врз долгорочниот економскиот раст кога финансискиот систем е вграден во рамките на здраво институционално окружување. Тие заклучуваат дека оваа констатација особено е точна во однос на сиромашните земји, кога зголеменото финансирање може или не може да донесе значајни бенефити, доколку институционалниот квалитет е низок. За сиромашните земји, унапредувањето на институциите е поверојатно дека ќе резултира со поголеми директни ефекти врз економскиот раст отколку финансиите сами за себе. Исто така, веројатно е дека ќе имаат и индиректни позитивни ефекти преку финансискиот систем, особено доколку тој обезбедува големи износи на кредити на приватниот сектор<sup>29</sup>.

---

<sup>29</sup> Demetriades, P. and Law, S.H (2006), "Finance, Institutions, and Economic Development", *International Journal of Finance and Economics*, 11 (3), pp. 245-260

Нивните наоди укажуваат и на тоа дека финансиската развиеност е највлијателна во обезбедувањето на реалните економски бенефити во среднодоходните земји. Нивниот ефект е особено голем доколку институционалниот квалитет е висок. Институционалните подобрувања можат, исто така, да обезбедат поголема економска развиеност, особено доколку постои развиен финансиски систем. Ефектите на финансиската развиеност се помали во високодоходните отколку во среднодоходните земји. Сепак, дури и во овие земји ефектите се многу поголеми доколку постои висок институционален квалитет. Може да се заклучи дека интеракцијата помеѓу институционалниот квалитет и финансиската развиеност претставува варијабла која била запоставувана во дотогашните истражувања и е многу важна за сите нивоа на економска развиеност. Оттука, “подобри финансии, повеќе раст” би можело да биде поверојатна претпоставка отколку “повеќе финансии, повеќе раст”.

Нивниот главен резултат е дека во нискодоходните земји институционалниот квалитет претставува позначајна детерминанта на догорочната економска развиеност отколку финансиската развиеност. “Изгледа дека без добри институции секој позитивен ефект на финансиската развиеност, доколку воопшто го има, е значајно ослабен”. Нивниот заклучок е дека подобрувањата во институциите е поверојатно дека ќе донесат поголеми директни ефекти на економската развиеност отколку финансиите сами за себе.

#### **4.1.9 Временската перспектива во анализата**

Емпириските трудови кои се фокусираат на временската перспектива во анализата на врската помеѓу финансиите и растот, своите истражувања ги вршат врз основа на два основни приода: прво, од аспект на ефектите кои настануваат како резултат на влијанието на финансиите врз растот на долг и на краток рок (Rajan (1994), Wynne (2002), Dell’Ariccia & Marquez (2004a, 2004b), Loayza & Ranciere (2005)) и второ, од аспект на промените во јачината на ефектите на финансиската интермедијација со текот на времето (Rousseau & Wachtel (2011)).

За да се разбере подобро врската помеѓу финансиите и растот е неизбежно да се објасни прашањето на различните ефекти на финансиската интермедијација на долг и на краток рок. Презентираните трудови наведени подолу предвидуваат позитивна долгорочна врска помеѓу финансиската интермедијација и економскиот раст. Тие, исто така, предвидуваат дека на краток рок оваа врска може да биде негативна и објаснуваат низ кои канали ова може да се случи. Заедничко за сите овие објаснувања е тоа што сите го поврзуваат потенцијалното негативно краткорочно влијание на финансиската интермедијација со присуството на нестабилност и веројатноста од појава на банкарски кризи.

Rajan (1994)<sup>30</sup> развива механизам кој ја објаснува финансиската ранливост, фокусирајќи се на однесувањето на менаџерите на банките во услови на пораст и пад на економската активност. Согласно со неговиот модел, менаџерите на банките практикуваат да ги прикриваат нефункционалните кредити водејќи либерална кредитна политика кога должниците се главно солвентни (“добри” времиња). Кога економијата е погодена од агрегатни шокови, менаџерите практикуваат да ја заострат кредитната политика. Ваквата проциклична кредитна практика води кон финансирање на лоши проекти во добрите времиња и нефинансирање на кредитоспособни фирми за време на кризи. Банкарската супервизија претставува можност за решавање на ваквата неефикасна кредитна практика. Сепак, на краток рок по финансиската либерализација, се јавува голема потреба од кредитна експанзија во услови на сиромашна развиеност на супервизорските капацитети. Во контекст на ова, поверојатно е дека на краток рок ќе се појават циклуси на пораст и пад на растот на кредитите и аутпутот, кои постепено се заменуваат со стабилен догорочен раст како резултат на развојот на институционалните и супервизорските капацитети.

---

<sup>30</sup> Rajan, R. (1994), “Why Bank Credit Policies Fluctuate: A Theory and Some Evidence”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, p399-442

Според Wynne (2002)<sup>31</sup>, основниот проблем на финансиската ранливост не се наоѓа во подготвеноста на банките да ги следат потенцијалните должници. Главно, проблемот е во тоа што на фирмите им е потребно вложување на време и напори да изградат финансиска репутација и јавно мислење за квалитетот на нивните инвестициони проекти. Ова е особено важно поради вродената асиметричност на информациите помеѓу потенцијалните должници и кредитори. Фирмите го креираат “информациониот” капитал постепено. Во услови на финансиска либерализација, на пазарот влегува голема група на нови фирми, а недостигот од информациона капитал води кон високи каматни стапки, ризично кредитно портфолио на банките и неизбежна несоодветна распределба на кредитите. Од макроекономски аспект, ова може да резултира во банкарски кризи, циклуси на кредитна експанзија и контракција и низок пораст на аутпутот, особено доколку економијата е погодена од големи шокови. По одреден временски период, сепак, добрите фирми акумулираат информациона капитал, каматните стапки на кредитите се намалуваат и кредитното портфолио на банките станува побезбедно. На агрегатно ниво, на долг рок соодветната алокација на кредитите резултира во повисок и во постабилен пораст на продуктивноста.

Dell’Ariccia & Marquez (2004a, 2004b)<sup>32</sup> гледаат на последиците од финансиската либерализација како на период кој се карактеризира со прекумерно кредитирање заради тоа што можностите на банките за анализирање на кредитобарателите не се усогласени со рапидниот пораст на побарувачката за кредити. Во нивниот модел, иницијативата на банките за анализа на потенцијалните кредитокорисници произлегува од негативната селекција помеѓу банките – банките прават анализи за да го избегнат финансирањето на фирмите чии проекти се оценети и одбиени од страна на други банки. Кога финансиските пазари се либерализирани и бараат финансирање на бројни и нови неоценети

---

<sup>31</sup> Wynne, J. (2002), “Information Capital, Firm Dynamics and Macroeconomic Performance”, *Mimeo, Duke University*

<sup>32</sup> Dell’Ariccia, G. and Marquez, R. (2004a), “Lending Booms and Lending Standards”, *Mimeo, International Monetary Fund and University of Maryland*

Dell’Ariccia, G. and Marquez, R. (2004b), “Information and Bank Credit Allocation”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 72, p185-214

проекти, банките немаат цврста иницијатива за анализирање на сите кредитобаратели, како резултат на што доаѓа до појава на преголема кредитна експанзија. Во ваков случај е веројатно дека ќе се наруши квалитетот на кредитното портфолио и прекумерното кредитирање ќе резултира во финансиска ранливост. Од макроекономски аспект, со појавата на негативните шокови, финансиската ранливост ќе го отвори патот кон финансиска нестабилност и загуба на аутпутот. По истекот на одреден временски период, сепак, обновени се иницијативите и практиките на банките за вршење на соодветни кредитни анализи и кредитирањето започнува да расте со стабилни стапки. На крајот авторите заклучуваат дека од краткорочен аспект финансиската либерализација е обележана со финансиски кризи, нестабилност и низок пораст на аутпутот, додека на долг рок влијае врз зголемување на економскиот раст.

Loayza & Ranciere (2005)<sup>33</sup> во своето истражување ги разработуваат двојните ефекти на финансиската интермедијација врз економскиот раст и прават јасна дистинкција помеѓу краткорочните и долгорочните ефекти на финансиската интермедијација. Врз основа на извршената панел анализа на примерок од 82 земји со годишни податоци за периодот (1960-2000), тие доаѓаат до констатација дека врската помеѓу финансиската интермедијација и порастот на аутпутот е позитивна на долг рок, а негативна на краток рок. Ваквата констатација тие ја поддржуваат со објаснувањето дека во развојот на една економија, економскиот раст може да трпи последици од финансиската ранливост карактеристична за системите кои се во фаза на развој. Развојниот процес може да биде проследен со слабости прикажани преку системски банкарски кризи, циклуси на бумови и падови и севкупна финансиска нестабилност со негативно влијание врз економскиот раст на краток рок. Меѓутоа, во натамошните фази, развојниот процес повлекува продлабочување на пазарите кои ги канализираат заштедите кон продуктивни инвестиции и овозможуваат диверзификација на ризикот. Овие

---

<sup>33</sup> Loayza, N. and Ranciere, R. (2006), "Financial Development, Financial Fragility and Growth", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 38, p1051-1076



позитивни аспекти на финансиската развиеност долгорочно водат кон повисок економски раст. Финансиската длабочина води кон повисок раст, а финансиската ранливост прикажана преку финансиската нестабилност и банкарските кризи има негативни последици врз растот. Вкупниот резултат може да биде комбинација од поединечните ефекти на финансиската либерализација и финансиската интермедијација, при што релативното влијание на секој поединечен ефект ќе зависи од фазата на финансиска развиеност на секоја поединечна земја.

Rousseau & Wachtel (2011)<sup>34</sup> во своето истражување се обидуваат да откријат дали врската помеѓу финансиите и растот во панел анализите на поодделните земји слабее со текот на времето. Тие констатираат дека иако врската помеѓу финансиите и растот е цврсто вкоренета во емпириската литература, таа не е толку силна согласно со најновите анализи како што била забележана во претходните истражувања во периодот од 1960 година до 1989 година. Од ова произлегува заклучокот дека ефектите од финансиското продлабочување врз растот се намалуваат. Авторите земаат предвид неколку објаснувања за ваквата појава. Тие откриваат дека појавата на финансиските кризи е поврзана со отфрлањето на ефектот на финансиското продлабочување врз растот. Прекумерното финансиско продлабочување или прекумерниот пораст на кредитите можат да водат кон инфлација и слабеење на банкарскиот систем кои резултираат со појава на финансиски кризи. Прекумерното финансиско продлабочување може да биде резултат и на финансиската либерализација на крајот на 80-те и почетокот на 90-те години на минатиот век во земјите во кои не постоела соодветна правна и законска инфраструктура која би овозможила успешно експлоатирање на финансиската развиеност. Тие истакнуваат дека “постои тенка линија помеѓу финансиското продлабочување кое произлегува од зголемената активност на финансиските посредници и финансиското продлабочување кое е последица на кредитниот бум”. Во првиот случај, веројатно е дека зголемената интермедијација ќе го поттикне растот, во однос на вториот случај кога се

---

<sup>34</sup> Rousseau, P. and Waachtel, R. (2011), “What is happening to the impact of financial deepening on economic growth?”, *Economic Inquiry*, Vol. 49, p276-288

влошуваат кредитните стандарди, се размножуваат нефункционалните кредити и се развива банкарска криза. Авторите заклучуваат дека со цел подобро да се разбере врската помеѓу финансиите и растот, е неопходно систематско проучување на искуствата во развојот на поединечните земји.

#### **4.2 Осврт на истражувањата кои на врската помеѓу финансиите и растот гледаат со скептицизам**

Во овој дел се систематизирани неколку трудови чии автори ја истакнуваат хетерогеноста помеѓу земјите како резултат на која тие се попрепазливи при донесувањето на своите заклучоци. Бројни автори се скептици и врската помеѓу финансиите и растот ја гледаат со одредена резерва. Тие веруваат дека финансиите се релативно неважен фактор на економската развиеност.

Joan Robinson (1952)<sup>35</sup> своевремено истакнува дека економскиот раст креира побарувачка за финансиски услуги, односно дека “онаму каде што фирмите водат, финансиите следат”. Од нејзина перспектива - финансиите не предизвикуваат раст, финансиите претставуваат одговор на променливата побарувачка од “приватниот сектор”. Ова гледиште подразбира дека финансискиот развој е едностран приказ на економскиот развој.

Од гледна точка на нобеловецот Robert Lukas (1988) финансиите се детерминанта на економскиот раст која честопати е пренагласена од страна на економистите. Неговиот труд<sup>36</sup> ги зема предвид можностите за усогласување на неокласичната теорија на растот со некои основни карактеристики на економската развиеност. Моделите користени при истражувањето се однесуваат на три аспекти: 1) физичката акумулација на капиталот и технолошките промени; 2) акумулирањето

---

<sup>35</sup> Robinson, J. (1952), “The Generalization of the General Theory”, In: the Rate of Interest and Other Essays, London: MacMillan

<sup>36</sup> Lukas R. (1988), “On the Mechanics of Economic Development”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 22, p3-42

на човечки капитал преку учење и 3) специјализираното акумулирање на човечки капитал преку практично учење. Lukas смета дека важноста на финансиските прашања е непотребно пренагласена во професионалните дискусии. Тој ги врши анализите заземајќи екстремно стојалиште и апстрахирајќи се од монетарниот аспект на анализираниите појави. Така на пример, во своите анализи кои се однесуваат на надворешната трговија, тој сосема ги исклучува парите како фаза во процесот на размена кој се одвива во насока “стока – пари - стока”, набљудувајќи ја размената како процес во кој стоката се заменува исклучиво со стока.

Уште еден екстреман пример во однос на проблематиката од областа на финансиите и растот претставува нобеловецот Merton Miller (1998)<sup>37</sup> кој тврди дека идејата дека финансискиот пазар има свој удел во економскиот раст претставува факт кој е премногу очигледен за да подлежи на сериозна дискусија.

De Gregorio & Guidotti (1995)<sup>38</sup> имаат направено истражување слично на она на King & Levine (1993). Тие опфаќаат примерок од 98 земји за период од 1960 година до 1985 година и користат само еден индикатор – показателот на банкарските кредити на приватниот сектор во однос на БДП. Авторите покажуваат дека иако општиот ефект на финансиската развиеност врз растот е позитивен, тој се разликува во зависност од регионот, временскиот период и нивото на доходот. Позитивните ефекти се особено изразени во нискодоходните и среднодоходните земји. Дополнително, тие се посилни во 60-те отколку во 70-те и 80-те години на минатиот век. Ефектот на финансиската интермедијација на растот повеќе се должи на влијанието врз ефикасноста отколку на обемот на инвестициите. Посебно испитувајќи ја врската помеѓу финансиите и растот во 12 земји од Латинска Америка за периодот од 1950 година до 1985 година, тие констатираат негативна корелација која според нивното мислење се должи на финансиската либерализација во несоодветно регулаторно окружување во текот на 70-те и 80-те.

---

<sup>37</sup> Merton M. (1998), “Financial Markets and Economic Growth”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 11, p8-14

<sup>38</sup> De Gregorio, J. and Guidotti, P. (1995), “Financial Development and Economic Growth”, *World Development*, Vol. 23, p433 - 449

Demetriades & Hussein (1996)<sup>39</sup> делумно ги потврдуваат наодите на De Gregorio и Guidotti (1995) истакнувајќи ја хетерогеноста на земјите. Тие користат анализа на временски серии на 16 земји за периодот од 1960 до 1990 година, а како индикатори на финансиската развиеност ги користат показателот на депозитните обврски на банките во однос на БДП и побарувањата на банките од приватниот сектор во однос на БДП. Авторите истакнуваат дека правецот на каузалноста помеѓу финансиската развиеност и долгорочниот раст се разликува низ земјите. Тие дури доаѓаат и до докази дека во некои земји растот е причинител на финансиската развиеност. Оттука, не е можно да се донесе општ заклучок дека финансиите предизвикуваат раст ниту пак дека финансиите го следат растот: не постои “просечна” земја за која се издржани резултатите од извршените регресиони анализи. Од оваа причина тие цврсто се спротивставуваат на употребата на cross – section равенства, разликите во развиеноста на финансискиот сектор можат да се рефлектираат на различните институционални карактеристики, различните политики и разликите во нивната имплементација.

Хетерогеноста особено ја истакнува Favara (2003)<sup>40</sup>, кој преку анализа на примерок од 85 земји во периодот од 1960 година до 1998 година, ги преоценува емпириските анализи на LLB (2000), користејќи различни економетриски модели, обновен сет на податоци и две стандардни мерила на финансиската развиеност: нивото на ликвидните обврски на банкарскиот систем и износот на кредити пласирани во приватниот сектор од страна на банките и другите финансиски институции. Резултатите од овој труд укажуваат на тоа дека финансиската развиеност нема првостепен ефект врз економскиот раст.

---

<sup>39</sup> Demetriades, P. and Hussein, K. (1996), “Does financial development cause economic growth? Time-series evidence from 16 countries”. *Journal of Development Economics*, Vol. 51, p. 387-411.

<sup>40</sup> Favara, G. (2003), “An Empirical Reassessment of the Relationship Between Finance and Growth”, IMF Working Paper 03/123

**Табела број 2. Истражувања кои на врската помеѓу финансиите и растот гледаат со скептицизам**

Примерок	Метод на истражување	Финансиски индикатори	Клучни наоди
<b>1) De Gregorio &amp; Guidotti (1995)</b>			
а) период (1960г. -1985г.), за 98 земји б) период (1950г.-1985г.), за 12 земји	а) Cross section анализа б) Панел анализа	а) банкарски кредити дадени на приватниот сектор / БДП	Иако влијанието на финансиската развиеност врз растот е во голема мера позитивно, тоа се менува во зависност од регионот, временскиот период и нивото на доходот. Позитивните ефекти се особено изразени во нискодоходните и среднодоходните земји. За економиите од Латинска Америка влијанието е негативно.
<b>2) Demetriades &amp; Hussein (1996)</b>			
период (1960г. – 1990г.), за 16 земји	Анализа на временски серии	а) депозитни обврски на банките / БДП б) побарувањата на банките од приватниот сектор / БДП	Насоката на каузалноста помеѓу финансиската развиеност и долгорочниот раст е поставена различно во различни земји
<b>3) Favara (2003)</b>			
период (1960г. -1998г.), за 85 земји	ГММ панел анализа	а) ликвидни обврски / БДП б) кредити на приватниот сектор / БДП	Врската помеѓу фин. развиеност и економскиот раст е слаба и нелинеарна. Во случај на високо или ниско ниво на финансиска развиеност и корелацијата помеѓу финансиите и растот е негативна.
<b>4) Zang &amp; Kim (2007)</b>			
период (1961г.-1995г.), за 4 земји	Панел анализа	а) активата на ком. банки / збирот на активата на ком. банки и ЦБ б) кредитите дадени од фин. посредници во приватниот сектор / БДП в) ликвидните обврски на финансискиот сектор	Постојат значителни индикации дека економскиот раст претходи, а финансиската развиеност следи.

Врз основа на извршеното тестирање, тие доаѓаат до комплетно поинакви резултати од оние на LLB (2000): не постојат докази за каква било еднонасочна каузална врска од индикаторите на финансиската развиеност кон економскиот раст. Спротивно, постојат значителни индикации дека економскиот раст претходи, а финансиска развиеност следи. Високиот раст може да води кон појава на поразвиени финансиски посредници и пазари. Тие истакнуваат дека Робинзон и Лукас можеби се во право, во однос на тврдењата дека финансиската развиеност го следи растот како резултат на зголемената побарувачка за финансиски услуги (Robinson, 1952) и дека важноста на финансиската развиеност за економскиот раст е непотребно пренагласена (Lukas, 1988).

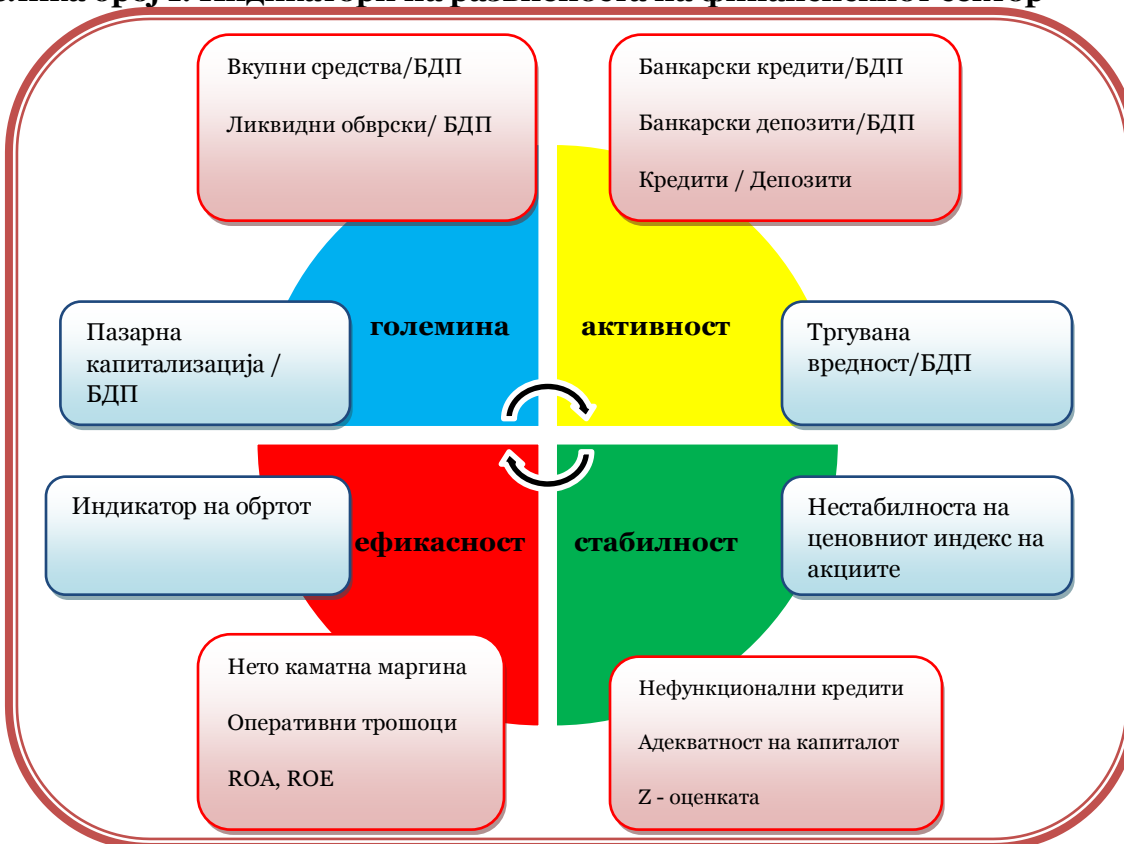
Сепак, авторите укажуваат дека нивните резултати не подразбираат дека улогата на финансиската развиеност е неважна. Теоретски, финансиската развиеност е моделирана да овозможи ефикасно конвертирање на финансиските ресурси во реални инвестиции, како и поефикасна алокација на капиталот преку подобрување на поделбата на ризикот и снабдување со ликвидност на индивидуалните инвеститори. Но, во крајна линија е неопходно да се усвои поурамнотежен пристап во изучувањето на врската помеѓу финансиите и растот.

## ГЛАВА 3: АНАЛИЗА НА ВРСКАТА ПОМЕЃУ ФИНАНСИСКАТА РАЗВИЕНОСТ И ЕКОНОМСКИОТ РАСТ КАЈ ГРУПА ЗЕМЈИ

### 1. ДЕТЕРМИНИРАЊЕ НА ИНДИКАТОРИТЕ НА ФИНАНСИСКАТА РАЗВИЕНОСТ

По анализата на Goldsmith (1969) чие истражување базира на големината и активноста на финансиските посредници, следи истражувањето на King & Levine (1993) кои како дополнителен параметар при анализата на финансиската развиеност ја користат и ефикасноста на финансиските посредници. Истражувањето на Levine & Zervos (1998) го менува дотогашниот фокус на финансиските институции, вклучувајќи ги во анализите и финансиските пазари. Со оглед на тоа што и финансиската стабилност претставува неопходен предуслов за непречено развивање на финансискиот сектор, во поновите анализи на врската меѓу финансиите и растот вообичаено се вклучени и индикаторите на стабилноста.

Слика број 1. Индикатори на развиеноста на финансискиот сектор



Покрај востановената рамка од четирите групи на финансиски индикатори кои ги земаат предвид големината, активноста, ефикасноста и стабилноста на финансиските пазари и институции (Слика број 1), се користат и индикаторите за финансиското окружување кои се однесуваат на правата на потенцијалните и постојните инвеститори и кредитори, како и политичките услови во кои тие делуваат.

### **1.1 Индикатори за големината на финансискиот сектор**

Големината на финансискиот сектор може да се измери преку користење на различни индикатори кои се однесуваат на големината на финансиските посредници и пазарот на акции.

Вообичаени мерила на големината на банкарскиот сектор се вкупните средства и ликвидните обврски на банките. Врз основа на нивните вредности се добиваат индикаторите: **1) Средства на банките/БДП**, кој го претставува учеството на вкупната актива на банкарскиот сектор во БДП на една земја, при што под вкупна актива се подразбираат основните и ликвидните средства на банките, како и вкупните побарувања од приватниот сектор, државата и финансиските институции; **2) Ликвидни обврски/БДП**, кој го претставува односот на ликвидните обврски на банките во однос на економијата во целост, при што ликвидните обврски кореспондираат со монетарниот агрегат М3 и ги вклучуваат депозитните пари, квази депозитите (дефинирани како краткорочни депозити во кои се опфатени депозитите по видување, орочените депозити до 1 година, краткорочните обврски по издадени хартии од вредност и краткорочните кредити од небанкарските институции) и ограничените депозити (дефинирани како депозити чија употреба е ограничена за одредена намена утврдена со пропис – за покривање на акредитиви, гаранции, банкарски дознаки, наменски кредити и слично).



Со цел да се согледа големината на финансискиот сектор од аспект на институционалните инвеститори се користат показателите кои го искажуваат учеството во БДП на средствата на различните групи на институционални инвеститори: **Вкупните средства на инвестиционите фондови/БДП, Вкупните средства на пензиските фондови/БДП и Вкупните средства на осигурителните компании/БДП.**

За мерење на големината на пазарот на акции се користи индикаторот **Пазарна капитализација на котираните друштва/БДП**, кој претставува однос помеѓу вредноста на акциите со кои се тргува на пазарот (пресметана како производ помеѓу цената на акциите на котираните друштва и нивниот број во одреден момент) и БДП.

Со цел да се измери *Вкупната големина на финансискиот сектор* се пресметува учеството на големината на финансискиот сектор во економијата во целост. За таа цел збирот на вкупните средства на финансиските посредници (банки и институционални инвеститори) и пазарната капитализација на пазарот на акции се дели со БДП.

## **1.2 Индикатори за активноста на финансискиот сектор**

Активноста на финансискиот сектор може да се измери преку користење на различни индикатори кои се однесуваат на активноста на финансиските посредници и пазарот на акции.

Најчесто користените индикатори за активноста на банкарскиот сектор се базираат на обемот на кредитната или депозитната активност на банкарскиот сектор во однос на економијата во целост. Притоа, анализите најчесто се фокусирани на кредитите и депозитите на приватниот сектор – нефинансиските институции и населението, додека државните и финансиските институции се од помал интерес. Во таа насока, основен индикатор на активноста на банките е **Банкарски кредити /БДП**, кој е еднаков на уделот во БДП на кредитите дадени на приватниот сектор од страна на банкарскиот сектор. Овој показател ги

исклучува кредитите дадени на јавниот сектор (државата и јавните претпријатија), како и кредитите дадени на останатите финансиски институции. За мерење на активноста на банкарскиот сектор се користи и индикаторот **Банкарски депозити/БДП**, кој е еднаков на уделот во БДП на средствата депонирани во банките од страна на приватниот сектор, како и индикаторот **Банкарски кредити/Банкарски депозити**, кој претставува процент од заштедите депонирани во банките од страна на суфицитните единици од приватниот сектор кој преку банките се канализирал во кредити на дефицитните единици од приватниот сектор.

Општ индикатор на активноста на небанкарските финансиски институции во приватниот сектор претставува индикаторот **Побарувањата на небанкарските финансиски институции од приватниот сектор/БДП** и се фокусира на уделот во БДП на побарувањата на осигурителните компании, инвестиционите компании и приватните пензиски друштва од приватниот сектор. Согласно со ова, активноста на осигурителните компании се мери преку степенот на пенетрација, односно учеството на бруто полисираните премии во БДП, додека пак активноста на пензиските друштва би можела да се изрази преку учеството на придонесите за пензиско осигурување во БДП.

За мерење на активноста на пазарот на акции се користи показателот **Вкупна тргувана вредност / БДП** и се пресметува како однос помеѓу вкупната вредност на сите тргувани акции на пазарот во текот на одреден период и БДП.

### 1.3 Индикатори за ефикасноста на финансискиот сектор

Ефикасноста на банкарскиот сектор би можела да се изрази преку индикаторите за оперативните трошоци, нето каматната маржа, повратот на активата и повратот на капиталот.

Индикаторот **Оперативни трошоци** претставува однос помеѓу оперативните трошоци и вкупните средства на банките. Пониските оперативни трошоци се

интерпретирани како знак на поголема ефикасност. Меѓутоа, премногу ниските оперативни трошоци понекогаш се одраз на недоволното инвестирање во конкурентни финансиски услуги. Со цел да опстанат во конкурентната борба, банките преземаат активности кои ќе им овозможат понуда на широк асортиман на висококвалитетни финансиски услуги. Ваквите инвестиции имаат влијание врз зголемувањето на нивните оперативни трошоци. Оттука, оперативните трошоци претставуваат мерило на ефикасноста со двосмислено значење. Уште едно важно мерило на ефикасноста на банките претставува индикаторот **Нето каматна маржа на банките**. Се пресметува како однос помеѓу нето каматниот приход (разликата помеѓу каматните приходи и расходи) и просечните средства на банките (просек од вредноста на активата на почетокот и на крајот на анализираниот период). На каматната маржа влијаат бројни фактори. Потесните каматни маргини најчесто се одраз на поголема конкурентност и ефикасност.

Горенаведените два индикатора за ефикасноста на банкарскиот сектор ќе бидат најчесто употребувани во истражувањето кое е предмет на оваа докторска дисертација. Меѓутоа, од не помало значење се и индикаторите **Поврат на активата**, како однос помеѓу нето доходот и просечната годишна актива на банките и **Поврат на капиталот**, како однос помеѓу нето доходот и просечниот годишен капитал на банките. Овие два индикатора наоѓаат примена и при мерењето на ефикасноста и профитабилноста на небанкарските финансиски институции.

За мерење на ефикасноста на пазарот на акции се користи **Индикаторот на обртот** кој претставува однос помеѓу вкупната тргувана вредност (вредноста на сите тргувани акции на пазарот во текот на одреден период) и просечната пазарна капитализација (просек од вредноста на пазарната капитализација на почетокот и на крајот на периодот). Овој индикатор не е директно мерило на ефикасноста. Тој не ги мери трошоците на тргување, туку ја мери вредноста на трансакциите во однос на големината на пазарот и вообичаено се користи како мерило на пазарната ликвидност.

#### 1.4 Индикатори за стабилноста на финансискиот сектор

Клучна варијабла која се користи за оценка на финансиската стабилност е **Z-оценката** која ја покрива веројатноста од пропаѓање на банкарскиот систем на една земја. Се пресметува како пондериран просек на Z-оценките на поединечните банки од една земја. Главен акцент е ставен на вкупната актива и капиталот на поединечните банки, при што Z-оценката ги анализира промените на капитализираноста и повратот на активата. Се добива кога збирот од повратот на активата (нето добивка/вкупни средства) и капитализираноста (капитал/вкупни средства) ќе се подели со стандардната девијација на повратот на активата кај секоја поединечна банка. Z-оценката е во инверзна врска со веројатноста за несолвентност на банката, односно веројатноста дека нејзините долгови ќе станат поголеми од нејзините средства. Оттука, повисоките вредности на Z-оценката укажуваат на помала веројатност од несолвентност. За оценка на стабилноста на банкарскиот сектор се користи и процентот на нефункционалните кредити како и стапката на адекватност на капиталот. Индикаторот **Нефункционални кредити** го претставува оној процент од вкупните кредитни пласмани кој е проблематичен. Доколку по некој кредит постои достасана една или повеќе камати и/или главнини 90 или повеќе дена, тогаш целиот кредит се смета за достасан и се води како проблематичен, односно нефункционален. Индикаторот кој ја мери **Стапката на адекватност на капиталот** се добива кога износот на сопствени средства ќе се подели со активата пондерирана според ризици. Алтернативен индикатор за нестабилноста на банкарскиот сектор претставува прекумерниот раст на банкарските кредити. Неспорно е дека еден добро развиен банкарски сектор треба да се карактеризира со кредитен раст кој му овозможува проширување на асортиманот на современи банкарски продукти и профитабилно работење. Меѓутоа, прекумерниот кредитен раст е еден од најчестите фактори поврзани со банкарските кризи. Согласно со извршените истражувања на ММФ, околу 75% од кредитните бумови на пазарите во развој завршува со банкарска криза. Вообичаено, кредитната експанзија е поттикната од оптимистички очекувања за идните доходи и цени комбинирани со капитални приливи. Меѓутоа, со текот на времето населението и корпоративниот сектор акумулираат

значителни долгови при непроменет доход. Ваквата состојба води кон зголемување на процентот на нефункционални кредити и загуби. Доколку е од пошироки размери, постои веројатност ваквиот проблем да прерасне во банкарска криза. Стапката на раст на кредитите *ex ante* сигнализира можност од појва на банкарска криза, а добива негативна вредност *ex post*, односно дури тогаш кога банкарската криза е очигледна фактичка состојба.

За анализа на стабилноста на пазарот на акции се користи индикаторот **Волатилноста на ценовниот индекс на акциите**, кој ја мери дисперзијата на повратот на даден берзански индекс и се пресметува како однос помеѓу 360 дневната стандардна девијација на вредноста на националниот берзански индекс и годишниот просек на вредноста на тој индекс. Волатилноста се однесува на степенот на несигурност или ризичност на промените во вредноста на берзанскиот индекс. Колку што е поголема волатилноста, толку е поголем ризикот од поизразени промени на берзанскиот индекс. Поголемата волатилност значи дека вредноста на ценовниот индекс на акциите потенцијално може да се менува во поголем опсег на вредности и дека цената на акциите од одреден пазарен индекс може да се промени драматично во текот на еден краток временски период во кој било правец. Пониската волатилност значи дека цената на акциите не флукутира драматично и дека во еден подолг временски период темпото на промени на вредноста на ценовниот индекс на акциите е стабилно.

### 1.5 Индикатори за финансиското окружување

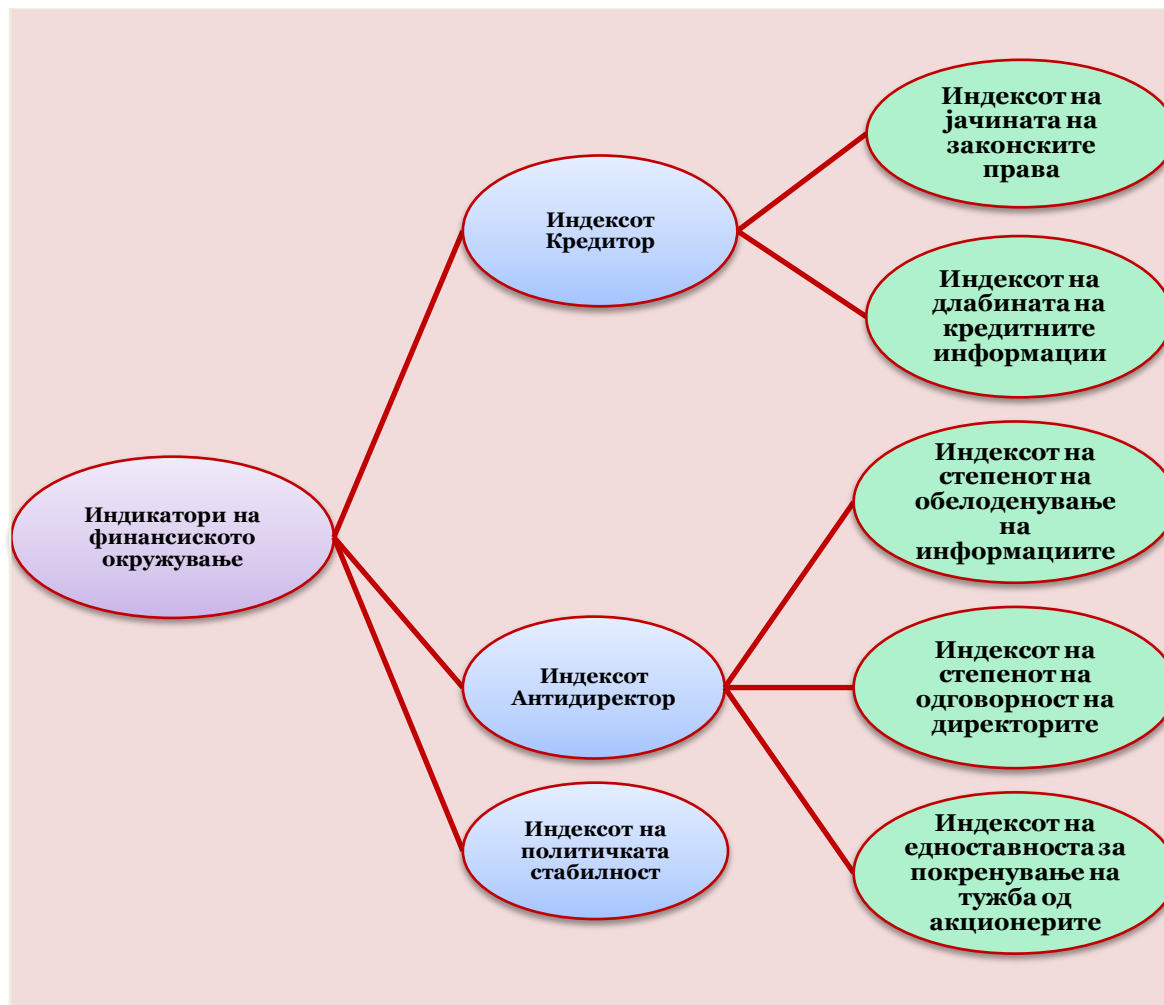
Индикаторите за финансиското окружување се однесуваат на правата на потенцијалните и постојните инвеститори и кредитори и степенот до кој тие се почитуваат и се искажуваат преку оценките на индексите: **Кредитор** и **Антидиректор**, како и **Индексот на политичкиот ризик**, кој ги оценува политичките услови во кои тие делуваат. Во продолжение следи објаснување на секој од овие индекси.

**1. Индексот Кредитор** е конструиран од страна на LLSB (1998) и се однесува на степенот до кој законите во една земја ги штитат правата на кредиторите во случај на ликвидација и реорганизација на компаниите должници. Овој индекс е ревидиран и дополнет од страна на Djankov, McLiesh & Shleifer (2007) и е конструиран на начин кој ги зема предвид законските права и на кредиторите и на должниците. Индексот Кредитор е составен е од два сета на индикатори. Првиот сет на индикатори објаснува до која мера законите кои се однесуваат на колатералот и стечајните постапки го олеснуваат кредитирањето и е претставен преку индексот на јачината на законските права. Вториот сет на индикатори се однесува на опфатот и достапноста на кредитните информации преку јавните кредитни регистри и приватните кредитни бироа и е претставен преку индексот на длабината на кредитните информации. Оценувањето на индексот Кредитор се врши врз основа на перцентилното рангирање на двата индекса за кои подолу следува подетално објаснување.

**Индексот на јачината на законските права.** Овој индекс претставува мерило на степенот до кој законите кои се однесуваат на колатералот и стечајните постапки ги штитат правата на кредиторите и должниците и го олеснуваат кредитирањето. Овој индекс вклучува 8 критериуми кои се однесуваат на законите за колатералот и 2 критериума кои се однесуваат на законите за стечајните постапки. Секој од овие критериуми носи 1 поен во случај на негово исполнување, а можното рангирање на индексот е од 0 до 10. Оттука, повисокото рангирање укажува на тоа дека анализираните закони се подобро креирани во насока на олеснување на пристапот до кредити.

**Индексот на длабината на кредитните информации.** Овој индекс ги мери правилата и постапките кои се однесуваат на опфатот и достапноста на кредитните информации расположливи преку јавните кредитни регистри или приватните кредитни бироа, при што предмет на анализа се следниве 6 критериуми. Секој од овие критериуми носи 1 поен во случај на негово исполнување, а можното рангирање на индексот е од 0 до 6. Оттука, повисокото рангирање укажува на тоа дека постојат доволно кредитни информации кои би го олесниле пристапот до кредити.

Слика број 2. Индикатори на финансиското окружување



**2. Индексот Антидиректор** е конструиран од страна на ЛЛСВ (1998) и се однесува на степенот до кој законите во една земја ги штитат правата на малцинските акционери. Врз основа на овој индекс, Djankov, McLiesh и Shleifer (2007) го конструираат **Индексот на јачината на заштитата на инвеститорите** како просечна вредност на Индексот на степенот на обелоденување на информациите, Индексот на степенот на одговорност на директорите и Индексот на едноставноста за покренување на тужба од акционерите. Неговата вредност се движи од 0 до 10, при што повисоката вредност е одраз на повисок степен на заштита на правата на инвеститорите и малцинските акционери. Во продолжение следи опис на поединечните индекси кои претставуваат компоненти на индексот за заштита на правата на инвеститорите.

**Табела број 3. Индексот Кредитор (Индексот на јачината на законските права)**

<b>ИНДЕКСОТ КРЕДИТОР</b>
<b>Индексот на јачината на законските права</b>
<p>1) Секоја фирма може да употреби, а секоја финансиска институција да прифати подвижни предмети како колатерал без промена на нивната сопственост;</p> <p>2,3) Законот им овозможува на фирмите да дадат како обезбедување за земениот кредит одредени / сите категории на подвижни добра кои и натаму ќе останат во нивно владение на одреден/вкупен износ без посебна аналитичка спецификација;</p> <p>4) Правото на обезбедување може да се однесува и на идни подвижни и недвижни предмети;</p> <p>5) Во договорот за колатерал постои генерален опис на долговите и обврските на договорните страни, како и максимален износ на оптовареност на колатералот со долг;</p> <p>6) Постојат институции во кои се регистрираат товарите (хипотеката, односно залогот) над недвижните и подвижните предмети и кои располагаат со електронска база на податоци за востановените хипотеки и залози;</p> <p>7) Во случај на несолвентност, осигураните кредитори имаат приоритет во наплатата во однос на даночните обврски и обврските кон вработените;</p> <p>8) Во случај на ликвидација, осигураните кредитори имаат приоритет во наплатата во однос на даночните обврски и обврските кон вработените;</p> <p>9) Законот им обезбедува на осигураните кредитори олеснителни процедури доколу должникот е во постапка на реорганизација или пак колатералот е во опасност;</p> <p>10) Законот им овозможува на договорните страни во договорот за колатерал да внесат клаузула која на доверителот ќе му овозможи реализација на колатералот без покренување на судска постапка.</p>
<b>Индексот на длабината на кредитните информации</b>
<p>1) Достапни се и позитивните и негативните информации за кредитната историја на должниците;</p> <p>2) Достапни се информации и за физичките и за правните лица кредитокорисници;</p> <p>3) Достапни се информациите за новите фирми, малите фирми и финансиските институции;</p> <p>4) Постојат историски податоци за најмалку две години. Доколку се бришат информациите со ликвидирањето на кредитот, овој критериум се оценува со 0;</p> <p>5) Достапни се податоци и за износи помали од 1% од доходот по глава на жител и</p> <p>6) Должниците имаат пристап до сопствените податоци во поголемите бироа и регистри.</p>

**Извор:** Извор: World Bank, Doing Business Project

Индексот на степенот на обелоденување на информациите се однесува на трансакциите помеѓу поврзани страни – кој ги одобрува и какви се барањата за обелоденување на информациите во врска со нив. Овој индекс е составен од 5 компоненти во форма на прашања. Секоја од овие компоненти, во зависност од



алтернативните одговори на прашањата може да биде оценета со 0, 1 или 2. Оттука, вкупната вредност на индексот на степенот на обелоденување на информациите се движи од 0 до 10, при што повисоката вредност на индексот е одраз на повисокиот степен на обелоденување на информациите.

*Индексот на степенот на одговорност на директорите* се однесува на способноста на акционерите да ги сметаат поврзаните лица и членовите на одлучувачките тела за одговорни во случај на неуспешна трансакција помеѓу капитално поврзани субјекти, како и на тоа дали постои можност акционерите (директно или индиректно) да покренат судска постапка против одговорните лица и дали постојат достапни правни средства (отштети, враќања на профити, казни) за нивно обесштетување. Овој индекс е составен од 7 компоненти во форма на прашања. Под претпоставка дека лицето  $x$  е физичко лице кое се јавува како мнозински акционер и член на одлучувачките тела во две компании кои имаат склучено купопродажна трансакција, прашањата се формулирани на начин кој е прикажан во Табела број 3. Секоја од овие компоненти, во зависност од алтернативните одговори на прашањата може да биде оценета со 0, 1 или 2 за првите три, односно 0 или 1 за следните четири компоненти. Оттука, вкупната вредност на овој индекс се движи од 0 до 10, при што повисоката вредност на индексот е одраз на повисокиот степен на одговорност на директорите. *Индексот на едноставноста за покренување на тужба од акционерите* се однесува на пристапот до интерните документи и информации во случај на покренување тужба. Овој индекс е составен од 6 компоненти во форма на прашања. Секоја од овие компоненти, во зависност од алтернативните одговори на прашањата може да биде оценета со 0, 1, 2, 3 или 4 за првата компонента, 0, 1 или 2 (за втората компонента) односно 0 или 1 за преостанатите четири компоненти. Оттука, вкупната вредност на индексот на едноставноста за покренување на тужба од акционерите се движи од 0 до 10, при што повисоката вредност на индексот е одраз на повисоката моќ на акционерите да ги оспорат трансакциите.

Табела број 4. Индексот Антидиректор

<b>ИНДЕКСОТ АНТИДИРЕКТОР (ИНДЕКС НА ЈАЧИНАТА НА ЗАШТИТАТА НА ИНВЕСТИТОРИТЕ)</b>
<b>Индексот на степенот на обелоденување на информациите</b>
<ol style="list-style-type: none"> <li>1) Кое корпоративно тело може да обезбеди законско одобрување на трансакциите;</li> <li>2) Дали се бара обелоденување на трансакциите на јавноста, регулаторите и акционерите;</li> <li>3) Дали се бара обелоденување на информациите во годишните извештаи;</li> <li>4) Дали се бара обелоденување на информациите на секој поединечен акционер пред Одборот на директори и</li> <li>5) Дали пред реализирањето на трансакциите се бара нивно ревидирање од страна на надворешни ревизори.</li> </ol>
<b>Индексот на степенот на одговорност на директорите</b>
<ol style="list-style-type: none"> <li>1) Дали акционерот тужител може да го смета лицето <math>x</math> за одговорно за штетата која купопродажната трансакција и ја предизвикала на компанијата;</li> <li>2) Дали акционерот тужител може да ги смета одлучувачките тела за одговорни за штетата која купопродажната трансакција и ја предизвикала на компанијата;</li> <li>3) Дали судот може да ја поништи трансакцијата доколку тужителот го добие спорот;</li> <li>4) Дали лицето <math>x</math> ги надоместува штетите кои купопродажната трансакција ѝ ги нанела на компанијата доколку тужителот го добие спорот;</li> <li>5) Дали лицето <math>x</math> ги враќа дотогашните заработки од купопродажната трансакција доколку тужителот го добие спорот;</li> <li>6) Дали може да се изрече законска или парична казна на лицето <math>x</math> и</li> <li>7) Дали постои можност акционерите (директно или индиректно) да покренат судска постапка против одговорните лица</li> </ol>
<b>Индексот на едноставноста за покренување на тужба од акционерите</b>
<ol style="list-style-type: none"> <li>1) Колкав обем на документи за обвинетиот и сведоците му е достапен на акционерот тужител;</li> <li>2) Дали тужителот може директно да го испитува обвинетиот во текот на судењето;</li> <li>3) Дали тужителот може да располага со потребните документи за обвинетиот во целост без поединечно нивно специфицирање;</li> <li>4) Дали акционерите кои поседуваат до 10% од акционерскиот капитал можат да ангажираат државен инспектор кој ќе ја испита купопродажната трансакција без покренување на судска постапка;</li> <li>5) Дали акционерите кои поседуваат до 10% од акционерскиот капитал имаат право самостојно да ги испитаат документите за купопродажната трансакција без покренување на судска постапка и</li> <li>6) Дали стандардите за докажување на граѓанските спорови се пониски од стандардите во криминалните случаи</li> </ol>

Извор: World Bank, Doing Business Project

Целокупниот процес на оценување на овие индекси во вкупно 185 земји е во надлежност на посебен проект на Светска банка т.н Doing Business. Во продолжение следи кус осврт на вредностите на горенаведените индекси согласно

овој проект во периодот 2005 – 2011 година за групата од 37 земји кои се предмет на анализа на оваа докторска дисертација.

*Индексот Кредитор* бележи највисока вредност во Велика Британија, Црна Гора, Германија и Ирска, а најниска во Словенија, Луксембург и Малта. Просечната вредност на *Индексот на јачината на законските права* изнесува 6,97 поени, при што на врвот се Латвија и Велика Британија со максимални 10 поени, а најдолу се Италија и Португалија со по 3 поени. Вредноста на овој индекс во Македонија е приближно иста со просечната вредност на анализираниот примерок и изнесува 7 поени. Просечната вредност на *Индексот на длабината на кредитните информации* изнесува 4,65 поени, при што на врвот се Австрија, Германија. Литванија и Велика Британија со максимални 6 поени, а најдолу се Македонија, Хрватска, Словачка и Словенија. Просечната вредност на овој индекс во Македонија изнесува 3,84 поени. Меѓутоа, доколку се разгледа движењето на овој индекс во Македонија во целиот анализиран период, евидентна е неговата растечка тенденција. Имено, овој индекс од 3 поени во периодот 2005-2007 година, и 4 поени во периодот 2009 – 2010 година, ги достигнува максималните 6 поени во 2011 година.

Согласно со вредноста на *Индексот Антидиректор*, законите најмногу ги штитат инвеститорите во Ирска и Велика Британија, а најмалку во Хрватска, Грција, Швајцарија и Косово. Просечната вредност на овој индекс за целиот анализиран примерок изнесува 5,41 поен (од максимални 10 поени), а за Македонија 5,98 поени. Притоа, вредноста на овој индекс во Македонија од 5 поени во 2005 година и 5,3 поени во периодот од 2006 година до 2008 година достигнува вредност од 7 поени во периодот од 2009 година до 2011 година. Просечната вредност на *Индексот на степенот на обелоденување на информациите* во периодот од 2005 до 2011 година се движи од 1 поен во Хрватска и Грција, 6,7 поени во Македонија, до максималните 10 поени во Бугарија, Франција, Ирска и Велика Британија. *Индексот на степенот на одговорност на директорите* бележи највисока просечна вредност во Словенија, а најниска во Франција и Бугарија, додека *Индексот на едноставноста за покренување на тужба од акционерите* има највисока просечна вредност во Ирска и Полска, а најниска во Србија и Косово.

**3. Индексот на политичката стабилност.** Индексот на политичката стабилност е креиран преку оценката на политичкиот ризик на поодделните земји која се врши врз основа на оценката на следниве компоненти: владината стабилност, социоекономските услови, инвестициониот профил, интерните конфликти, екстерните конфликти, корупцијата, војската и политиката, верските тензии, законот и редот, етничките тензии, демократската одговорност и квалитетот на бирократијата.

Во продолжение следи кратка дискусија околу поодделните компоненти кои претставуваат основни критериуми за оценка на политичкиот ризик. Компонентата *Владината стабилност* претставува критериум кој ја оценува способноста на владејачката структура да ја задржи својата позиција и да ја реализира ветената политичка програма, додека врз основа на критериумот *Социоекономските услови* се оценуваат социоекономските притисоци во општественото работење кои би го ограничиле делувањето на владата и би го поттикнале социјалното незадоволство. Критериумот *Инвестициониот профил* служи за оценка на ризикот за инвестирање врз основа на фактори кои не се опфатени во другите политички компоненти и економско-финансиски варијабли. *Интерните конфликти*. Станува збор за политичкото насилie во една земја каде посебни цивилни или вооружени групи вршат притисоци врз непреченото функционирање на владата или пак владата свесно или несвесно постапува спротивно од интересите на сопствениот народ. Критериумот *Екстерни конфликти* претставува оценка на ризикот од различни видови на надворешни притисоци врз една земја и нејзината актуелна влада, кои можат да бидат манифестирани во форма на дипломатски притисоци, трговски рестрикции, територијални спорови, санкции за инвестирање или несоодветна распределба на економските ресурси во интернационалните бизниси. Кај критериумот *Законот и редот* поткомпонентата Закон претставува оценка на силата и непристрасноста на правниот систем, додека поткомпонентата Ред е оценка на актуелното почитување на законот. Така, една земја може да ужива висок рејтинг 3, во однос на својот судски систем, но низок рејтинг 1, доколку во неа постои многу висока стапка на криминал, а законите се игнорираат без ефективни казни за нивното

непочитување. Критериумот *Етнички тензии* го оценува степенот до кој тензиите во една земја се должат на расна, национална или јазична поделба, додека критериумот *Верски тензии* оценува до која мера тензиите во една земја се резултат на сузбивањето на верската слобода и желбата на поединечна религиозна група да доминира над другите и да го изрази сопствениот идентитет одвоено од земјата како целина. Притоа, понизок рејтинг е даден на земјите во кои постојат повисоки расни, верски и национални тензии и во кои спротивставените групи се нетолерантни и неподготвени за компромис.

Од особена важност за мерење на политичкиот ризик е критериумот *Корупција* кој го оценува нивото на корумпираност на политичкиот систем на една земја. Корумпираноста предизвикува дисторзија во економското и во финансиското окружување, нереална и неефикасна контрола на државната економија, поттикнување на развојот на црниот пазар, зголемено незадоволство и вродена нестабилност во самиот политички процес. Најчеста форма на корупција која се среќава кај бизнис заедницата е финансиската корупција, која се манифестира преку подмитување за добивање на извозно - увозни дозволи, земање заеми, привилегии при царинските контроли, избегнување на плаќање на даноци и казни. Ваквиот тип на корупција го оневозможува ефикасното водење на бизнисите и може да биде причина за воздржување од инвестирање од страна на потенцијалните инвеститори. Уште позаканувачки се подмолните видови на корупција, како на пример: штитење на одредени бизниси, непотизам, користење на т.н. противуслуги, тајно финансирање на политички партии, користење на својата политичка моќ за финансирање на сопствени бизниси, овозможување на добивање на работни места заради политичката моќ и припадност, а не според работната способност и слично.

Согласно со критериумот *Војската и полицијата*, вклученоста на војската во полицијата значи намалување на демократската одговорност, при што поголемата оценка на оваа компонента е одраз на поголем степен на воено учество во политиката и повисоко ниво на политички ризик. Воените преземања можат да бидат знак за постоење на висок ризик и индикација дека владата е неспособна за

ефикасно функционирање, а како резултат на тоа во земјата климата за странски инвестиции да се смета за неповолна.

**Табела број 5. Индексот на политичката стабилност**

Реден број	КОМПОНЕНТА	ПОТКОМПОНЕНТИ	Макс. поени
1	ВЛАДИНАТА СТАБИЛНОСТ	владиното единство моќта да донесува закони популарноста која ја ужива во јавноста	12
2	СОЦИОЕКОНОМСКИТЕ УСЛОВИ	невработеноста довербата на потрошувачите сиромаштијата	12
3	ИНВЕСТИЦИОНИОТ ПРОФИЛ	одржливоста на договорите враќањето на профитите доцнењето во плаќањата	12
4	ИНТЕРНИТЕ КОНФЛИКТИ	опасноста од државен удар тероризмот / политичко насилство граѓанските нереди	12
5	ЕКСТЕРНИТЕ КОНФИКТИ	војните прекуграничните конфликти надворешните притисоци	12
6	ЗАКОН И РЕД	законите редот	6
7	ЕТНИЧКИ ТЕНЗИИ		6
8	ВЕРСКИ ТЕНЗИИ		6
9	КОРУМПИРАНОСТА		6
10	ВОЈСКАТА И ПОЛИЦИЈАТА		6
11	ДЕМОКРАТСКАТА ОДГОВОРНОСТ		6
12	КВАЛИТЕТОТ НА БИРОКРАТИЈАТА		4
	<b>ВКУПНО</b>		<b>100</b>

Извор: International Country Risk Guide, The PRS Group, Inc.

*Квалитетот на бирократијата* како мерило на институционалната јачина ја претставува можноста за минимизирање на административните промени во владините служби при промена на владата. Оттука, земјите каде што бирократијата има поголема сила и експертиза да функционира без драстични промени во политиката или прекини во владините служби се сметаат за помалку

ризични. Во овие земји бирократијата тежнее да делува независно од политичките притисоци и да има однапред востановен постојан механизам за регрутирање и обука на кадри. Земјите кои немаат квалитетни и постојани бирократски процедури се сметаат за поризични, бидејќи поголема е веројатноста дека промената на власта ќе предизвика бројни промени во преформулирањето на политиките и процедурите и намалување на ефикасноста во работењето.

Во Табела број 5 се дадени максималните поени за оценка на секоја поединечна компонента на политичкиот ризик, при што максималниот број на поени за сите 12 компоненти изнесува 100. Поголемиот број на поени е одраз на помалиот ризик.

Согласно со оваа табела, оценката на ризикот кај секоја од првите 5 компоненти базира на три поткомпоненти од кои секоја носи од 0 до 4 поени, додека кај шестата компонента постојат 2 поткомпоненти од кои секоја носи од 0 до 3 поени. Сублимирано, индексот на политичката стабилност рангиран од 0 до 49 укажува на многу висок; од 50 до 59 висок; од 60 до 69 умерен; од 70 до 79 низок, а од 80 многу низок политички ризик.

Согласно со анализите на The PRS Group, просечната вредност на Индексот на политичката стабилност за 2011 година за 33 анализирани земји (земјите кои се предмет на анализа во оваа докторска дисертација со исклучик на Македонија, Косово, Црна Гора и Босна и Херцеговина) изнесува 77,3. Притоа, највисока вредност на Индексот како израз на помалиот политички ризик бележат Финска, Луксембург, Норвешка, Австрија и Шведска, додека најниска вредност на Индексот како израз на повисокиот политички ризик бележат Бугарија, Романија, Албанија, Србија и Турција. Владината стабилност е највисоко оценета во Луксембург и Кипар, а најниско во Ирска која во однос на оваа компонента на политичкиот ризик се наоѓа веднаш зад Португалија, Италија и Шпанија. Најдобри социоекономски услови има во Норвешка, а најлоши во Србија. Во однос на компонентата која го оценува инвестициониот профил на земјите, Финска и Шведска се оценети со максималните 12 поени, а најдолу на листата се Грција и Србија, веднаш зад Албанија, Романија и Турција. Најнизок ризик во однос на

интерните конфликти има во Швајцарија и Луксембург, а највисок во Ирска, Шпанија, Грција и Турција. Екстерните конфликти се најмалку ризични во Малта и Холандија. Со најголем корупциски ризик се соочуваат Латвија, Албанија, Литванија, Грција, Србија и Бугарија. Повеќе од половина од анализираните земји бележат максимални 6 поени при оценка на компонентата Војската и полицијата. Во анализираната група на земји не постои силно изразен ризик од религиски тензии, додека ризикот од етнички тензии е највисок во Естонија, Франција, Кипар и Турција. Во однос на компонентата Закон и ред, околу една четвртина од анализираните земји се оценети со максимални 6 поени, а како најризични се оценети Албанија и Бугарија. Демократијата е оценета со највисока оценка кај две третини од анализираните земји, додека квалитетот на бирократијата е најслабо оценет во Србија, Бугарија, Албанија, Турција и Романија.



## **2. ГРУПИРАЊЕ НА ЗЕМЈИТЕ ВО ЗАВИСНОСТ ОД ДОХОДОТ, ФИНАНСИСКАТА СТРУКТУРА И РАЗВИЕНОСТА НА ФИНАНСИСКИОТ СЕКТОР**

Бројни релевантни трудови кои сè уште не губат од актуелноста, ја анализираат тенденцијата на развој на финансискиот сектор и економијата во целост истакнувајќи ја важноста на структурата на финансискиот сектор за растот на економијата. Надградувајќи ги анализите на своите претходници, овие научници вршат сеопфатна евалуација на влијанието на развиеноста и структурата на финансискиот сектор на економскиот раст преку класифицирање на земјите во четири групи согласно просечниот БДП per capita.

Во рамките на оваа точка на докторската дисертација е извршена класификација на анализираниот примерок на земји во зависност од: 1) нивото на доходот, при што земјите се поделени на четири групи - високодоходни, средно високодоходни, средно нискодоходни и нискодоходни; 2) финансиската структура, при што земјите се поделени на земји со банкарски ориентиран и земји со пазарно ориентиран финансиски сектор и 3) финансиската развиеност, каде земјите се поделени на земји со развиен и земји со неразвиен финансиски сектор. Ваквата поделба е извршена врз база на просечните вредности на индикаторите за доходот и финансиската развиеност во периодот од 1991 до 2010(2011) година кај анализираниот примерок од 37 земји. Притоа, од особена важност е фактот дека секоја земја е класификувана во поодделните групи според релативната големина на нејзините индикатори во рамките на конкретниот анализиран примерок. Горенаведената класификација е извршена заради потребата од поголема аналитичка прегледност на истражувањето во оваа докторска дисертација. Оттука, сосема оправдано и очекувано е некоја од земјите да се класифицира во друга група при иста ваква поделба доколку е анализирана во рамките на друг примерок на земји.

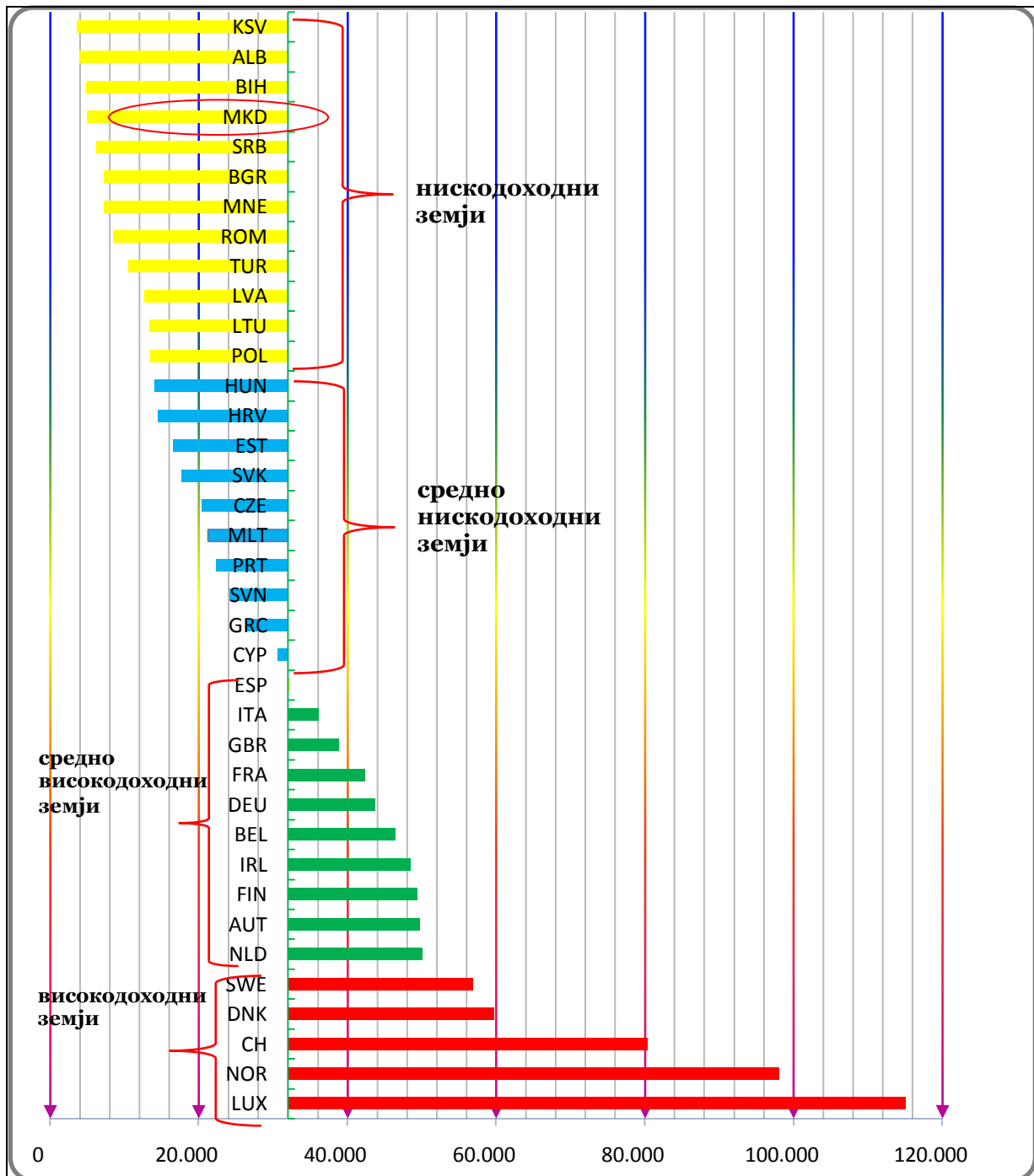
### **2.1 Групирање на земјите во зависност од доходот**

Во рамките на датабазата на Светска банка, врз основа на големината на БДП per capita на 214 анализирани земји е извршена нивна класификација во четири

групи: високодоходни, повисоко среднодоходни, пониско среднодоходни и нискодоходни. Доколку примерокот од 37 земји кој е предмет на оваа докторска дисертација се анализира врз основа на оваа датабаза, доминантен дел, односно 26 земји би се нашле во групата на високодоходни, 9 земји (меѓу кои е и Македонија) во групата на повисоко среднодоходни, 2 земји (Косово и Албанија) во групата на пониско среднодоходни и ниту една земја во групата на нискодоходни земји.

Врз основа на примерот на оваа класификација, за потребите на оваа докторска дисертација предметниот примерок од 37 земји е распореден во 4 групи: високодоходни, средно високодоходни, средно нискодоходни и нискодоходни. Поделбата е извршена врз основа на просечната вредност на БДП per capita кај анализираниот примерок во 2011 година која изнесува 31.128 УСД. Земјите кои имаат БДП per capita поголем од оваа просечна вредност се класифицирани како високодоходни, а оние кај кои вредноста е под просекот се нискодоходни. Понатаму, на истиот принцип, е извршена натамошна поделба на земјите од секоја група на високодоходни и средно високодоходни, односно средно нискодоходни и нискодоходни (во зависност од позицијата на нивниот БДП per capita во однос на просекот на поодделните две групи од првичната поделба). Врз основа на ваквата класификација (Графикон број 1), во групата на високодоходни земји припаѓаат Луксембург, Норвешка, Швајцарија, Данска и Шведска (со БДП per capita кој се движи во распон од 56.927 УСД до 115.038 УСД), додека во групата на нискодоходни земји припаѓаат Косово, Албанија, Босна и Херцеговина, Македонија, Србија, Бугарија, Црна Гора, Романија, Турција, Латвија, Литванија и Полска (со БДП per capita кој се движи во распон од 3.593 УСД до 13.463 УСД). Преостанатите земји од примерокот се класификувани како средно нискодоходни или средно високодоходни. Доколку поделбата на земјите се изврши според просечната вредност на БДП per capita за периодот од 1991 до 2011 година, просечна вредност на БДП per capita според која се делат земјите изнесува 18.972 УСД и не доаѓа до никакво поместување на ниту една земја од примерокот од аспект на првичната поделба на високодоходни и нискодоходни земји.

**Графикон број 1: Поделба на земјите во зависност од нивото на доходот (БДП per capita во УСД во 2011 година)**



Извор: Сопствени анализи на авторот

Напомена: Класификацијата е направена од авторот исклучиво за потребите на истражувањето во оваа докторска дисертација

Единствено, од аспект на натамошната поделба, Шведска преминува од групата на високодоходни во средно високодоходни земји, а Естонија од групата на средно нискодоходни во групата на нискодоходни земји.

## **2.2 Групирање на земјите во зависност од финансиската структура**

Групирањето на земјите во зависност од финансиската структура е базирано на компаративна анализа на индикаторите на финансиската развиеност на пазарите на акции во однос на банките во различните земји. Врз основа на расположливите податоци за големината, активноста и ефикасноста на банките и пазарите на акции, направен е обид за класифицирање на земјите во зависност од тоа дали имаат пазарно или банкарски ориентиран финансиски сектор. Меѓутоа, доколку овие три аспекти на финансиската структура се анализираат независно еден од друг, можно е да се јават тешкотии во анализите. За таа цел креиран е агрегатен индекс на финансиската структура врз основа на кој е направена потребната класификација.

За анализа на финансиската структура врз основа на **големината** на пазарот на акции во однос на големината на банките се користи индикаторот **Капитализација/Банки**, кој претставува однос помеѓу индикаторот на големината на пазарот на акции (Пазарна капитализација/БДП) и индикаторот на големината на банките (Вкупните средства на банките/БДП). Врз основа на вредностите на овој индикатор кај анализираната група земји, може да се констатира дека Швајцарија, Шведска, Финска, Црна Гора и Луксембург имаат релативно поголеми пазари на акции во однос на банките, односно дека од аспект на големината, нивниот финансиски сектор е пазарно ориентиран. И покрај тоа што овој показател дава корисни информации за релативната големина на пазарите на акции во однос на банките, тој има сериозни ограничувања. Имено, доколку една земја има поголема вредност на показателот Капитализација/Банки, тоа не секогаш укажува дека таа земја има подобро развиен пазар на акции во однос на пазарите на акции на другите земји. Така на пример, Црна Гора и покрај тоа што е

класификувана како земја со пазарно – ориентиран финансиски сектор, не значи дека има развиен пазар на акции. Напротив, доколку се анализира прометот или обртот на пазарот на акции во Црна Гора, ќе се забележи дека таа е рангирана ниско во однос на анализираната група на земји, што значи дека станува збор за земја со недоволно развиен пазар на акции. Во случајов, таа е класификувана како пазарно ориентирана од аспект на големината, како резултат на фактот што пазарната капитализација има поголемо учество во бруто домашниот производ на оваа земја отколку вкупните средства на банките. Слично, доколку една земја има пониска вредност на показателот Капитализација / Банки, тоа не секогаш укажува дека таа земја има подобро развиен банкарски сектор во однос на банкарскиот сектор на другите земји. Така на пример, Романија има многу ниска вредност на пазарната капитализација, што не значи дека тоа е резултат на високата вредност на вкупната актива на банките. Имено, оваа земја е рангирана на претпоследното место, пред Косово, во однос на големината на банкарскиот сектор. Станува збор за земја со неразвиен финансиски сектор, во која вкупните средства на банките имаат поголемо процентуално учество во БДП во однос на пазарната капитализација.

За мерење на финансиската структура врз основа на **активноста**, користен е односот помеѓу индикаторот на активноста на пазарот на акции Вкупна тргувана вредност/БДП и индикаторот на активноста на банкарскиот сектор Банкарски кредити/БДП. Врз основа на вредноста на банкарските кредити дадени во приватниот сектор и вкупната вредност на пазарните трансакции на пазарот на акции добиен е индикаторот **Тргувана вредност/Банкарски кредити**. Вообичаено, овој индикатор има поголема вредност во земјите во кои банките се помалку вклучени во каналзирањето на кредитите кон приватниот сектор во однос на вредноста на тргувањето на домашните пазари на акции. Врз основа на овој индикатор е направен обид да се изврши класифицирање на секоја поединечна земја во групата на земји со пазарно ориентиран или во групата на земји со банкарски ориентиран финансиски сектор. Резултатите при оваа класификација се разликуваат од резултатите добиени при класифицирањето на земјите во зависност од релативната големина на банките и пазарот на акции со

користење на показателот Капитализација/Банки. Врз основа на вредностите на овој индикатор кај анализираната група на земји, може да се констатира дека Швајцарија, Шведска, Турција и Финска имаат релативно поактивни пазари на акции во однос на банките, односно дека од аспект на активноста, нивниот финансиски сектор е пазарно ориентиран. Некои земји, како на пример Луксембург имаат големи, но неактивни пазари на акции. (Во рамките на анализираниот примерок од 37 земји, Луксембург се наоѓа на второ место од аспект на големината, а на безмалку последно место од аспект на активноста на пазарот на акции). Други земји, како на пример Турција, имаат релативно помали но доста активни пазари на акции. Покрај тоа што обезбедува корисни информации во врска со релативната активност на пазарите на акции во однос на банките, показателот Тргувана вредност/Банкарски кредити се соочува со сериозни ограничувања. На пример, показателот на релативната активност може да вклучи одредена земја во групата на банкарски ориентирани не заради тоа што таа земја има премногу активен банкарски сектор, туку заради тоа што во неа пазарот на акции е недоволно развиен. Како и во случајот на показателот за големината, доколку одредена земја има голема вредност на банкарски кредити во однос на тргуваната вредност, тоа не секогаш значи дека таа има поразвиен банкарски сектор во однос на банкарските сектори на другите земји. Таков е случајот со најголем број на земји класификувани во групата на нискодоходни кои имаат неразвиен финансиски сектор во целост.

За мерење на финансиската структура врз основа на **ефикасноста**, користени се два индикатора на пазарно ориентираните во однос на банкарски ориентираните пазарни структури. За пазарите е применет индикаторот Вкупната тргувана вредност/БДП. Не е употребен Индикаторот на обртот со цел да се избегне класифицирањето во групата на пазарно ориентирани на оние земји кои имаат активни, но мали пазари на акции. За една земја да се класификува во групата на земји со пазарно ориентирана финансиска структура потребно е да има голем и активен пазар на акции во споредба со нејзиниот банкарски сектор. За банките, се користени индикаторите Оперативни трошоци и Нето каматна маржа на банките. Оттука, за мерење на финансиската структура врз основа на ефикасноста, се

користени следниве два индикатора на пазарно ориентираните во однос на банкарски ориентираните пазарни структури: 1) Индикаторот **Тргувана вредност/Оперативни трошоци** како производ на Вкупната тргувана вредност/БДП и Оперативните трошоци и 2) Индикаторот **Тргувана вредност/Каматна маржа** како производ на Вкупната тргувана вредност / БДП и Нето каматната маржа на банките. Врз основа на вредноста на овие индикатори по поединечни земји направен е обид за нивно класификување на земји со банкарски ориентиран и земји со пазарно ориентиран финансиски сектор. Притоа се случува, одредени земји кои немаат доволно развиен банкарски сектор да бидат класификувани во групата на банкарски ориентиран како резултат на тоа што нивните пазари на акции се неактивни. Таков е случајот со земјите кои имаат неразвиен финансиски сектор воопшто и од аспект на доходот се нискодоходни. Заради попрецизно детерминирање на земјите кои припаѓаат во групата на пазарно ориентиран, неопходно е преземање на следниве два чекора: 1) доколку двата индикатора на ефикасноста имаат вредност над просечната во рамките на анализираниот примерок и 2) доколку вредноста на индикаторот Тргувана вредност / БДП е повисок од просечната вредност на овој показател за сите анализирани земји, тогаш таа земја може да се смета дека има пазарно ориентирана финансиска структура. Кај анализираниот примерок од 37 земји, таков е случајот со Швајцарија, Велика Британија, Шпанија, Шведска, Турција, Италија, Франција, Холандија, Германија, Финска, Норвешка и Данска.

Индикаторите за релативната големина, активност и ефикасност користени поединечно не даваат идентична класификација на земјите во зависност од ориентираноста на финансиската структура – пазарна или банкарска. Исто така, не постои посебна причина за фаворизирање на еден показател во однос на друг. Како резултат на ова, се јавува потреба од креирање на **агрегатен индекс на финансиската структура** кој ќе претставува комбинација од трите поединечни показатели. За таа цел креиран е **Индексот Структура** како просечна вредност на трите индикатори за големината (**Капитализација/Банки**), активноста (**Тргувана вредност/Банкарски кредити**) и ефикасноста (**Тргувана вредност/Оперативни трошоци**). Повисоката вредност на креираниот индекс

укажува на повисокиот степен на развиеност на пазарот на акции во однос на развиеноста на банкарскиот сектор. Поконкретно, земјите со вредност на индексот Структура над просечната од анализираниот примерок се класификувани како пазарно ориентирани, додека оние со вредност на овој индекс под просечната се класификувани како банкарски ориентирани.

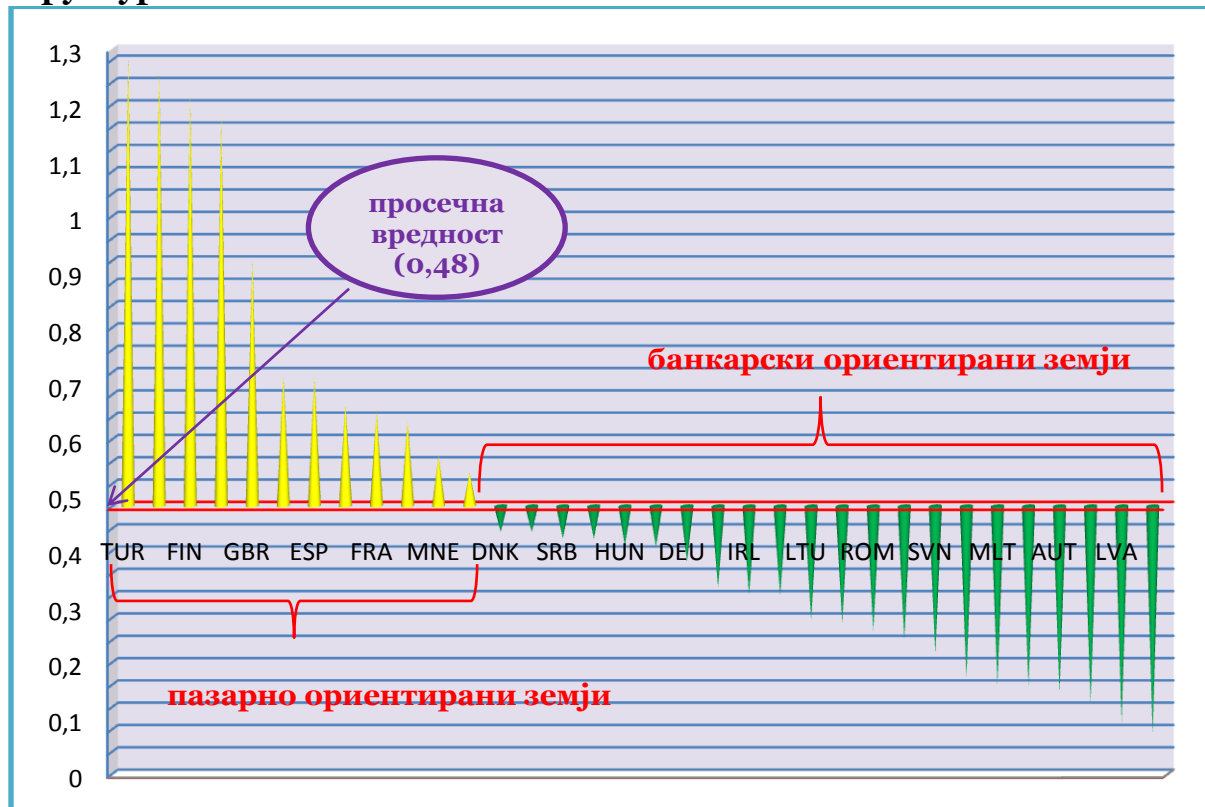
Во однос на финансиската структура финансискиот сектор на една земја може да се дефинира како пазарно ориентиран или банкарски ориентиран во зависност од неговата големина, активноста и нивото на ефикасноста. Сите овие компоненти се подеднакво важни во обезбедувањето на поефикасна алокација на ресурсите. Развиеноста на пазарно ориентираниот финансиски сектор се рефлектира во големата капитализираност на пазарот на акции и високото ниво на ликвидност спореден со БДП на земјата. Развиеноста на банкарски ориентираниот финансиски сектор се рефлектира во големината на банкарската актива, големиот опсег на финансирање на големиот приватен сектор, конкурентните каматни стапки и ниските трошоци.

По калкулирањето на Индексот Структура кај земјите од анализираниот примерок, доаѓаме до заклучок дека Турција, Шведска, Финска, Швајцарија, Велика Британија, Холандија, Шпанија, Луксембург, Франција, Норвешка, Црна Гора и Грција имаат пазарно ориентирана, а сите други земји банкарски ориентирана финансиска структура. Но, покрај користењето на агрегатен индекс, и натаму постои веројатноста одредени земји да бидат класификувани како пазарно ориентирани заради помалку развиените банки. Таков е случајот со Црна Гора и Грција, кои покрај тоа што се класифицирани во оваа група, имаат промет и обрт на пазарот на акции кој е под просекот на анализираниот примерок. Исто така, можно е земји со потпросечни вредности на показателите за развиеност на банкарскиот сектор да бидат класификувани како банкарски ориентирани заради тоа што вредноста на агрегатниот индекс *Структура* е под просечната. Таков е случајот со Албанија, Босна и Херцеговина, Бугарија, Хрватска, Чешка, Естонија, Унгарија, Косово, Латвија, Литванија, Македонија, Полска, Романија, Србија, Словачка и Словенија. Од овие причини, препорачливо е за една земја да се смета дека е банкарски ориентирана доколку таа има релативно поразвиен банкарски



сектор во однос на пазарот на акции и доколку нејзиниот банкарски сектор е релативно поразвиен во споредба со другите земји.

### Графикон број 2. Поделба на земјите според Индексот на финансиската структура



Извор: Сопствени анализи на авторот

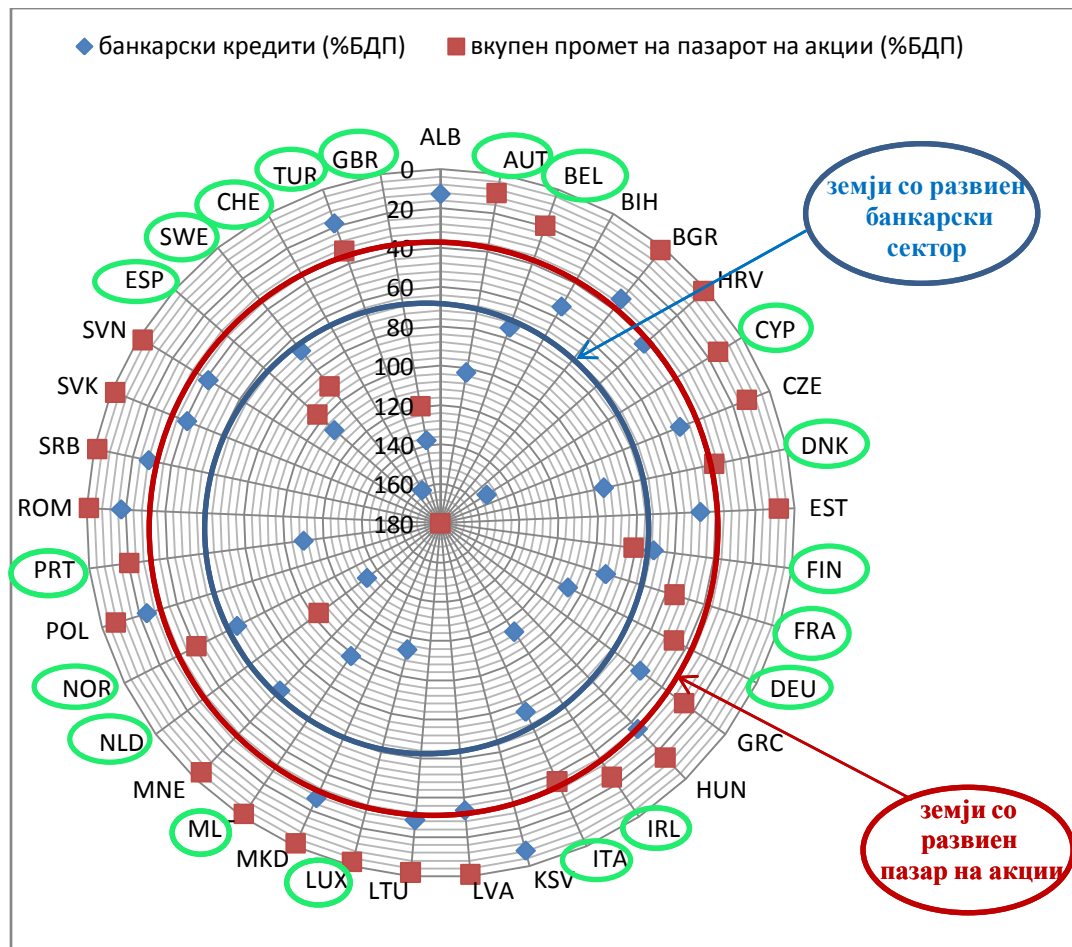
Напомена: Класификацијата е направена од авторот исклучиво за потребите на истражувањето во оваа докторска дисертација

### 2.3 Групирање на земјите во зависност од развиеноста на финансискиот сектор

Дополнителни информации при анализите на финансиската структура се добиваат доколку се направи класификација помеѓу земјите кои имаат развиен и неразвиен финансиски сектор. Потребата од ваквата дополнителна класификација се јавува како резултат на фактот што две земји можат да бидат класифицирани во одредена група (на пример, банкарски ориентиран), но согласно со

меѓународните стандарди можно е да постојат значителни разлики во степенот на развиеност на банкарскиот сектор кај секоја од нив.

**Графикон број 3: Поделба на земјите во зависност од развиеноста на финансискиот сектор** (просечни вредности на показателите за период од 1991 до 2011 година)



Извор: Сопствени анализи на авторот

Напомена: Класификацијата е направена од авторот исклучиво за потребите на истражувањето во оваа докторска дисертација

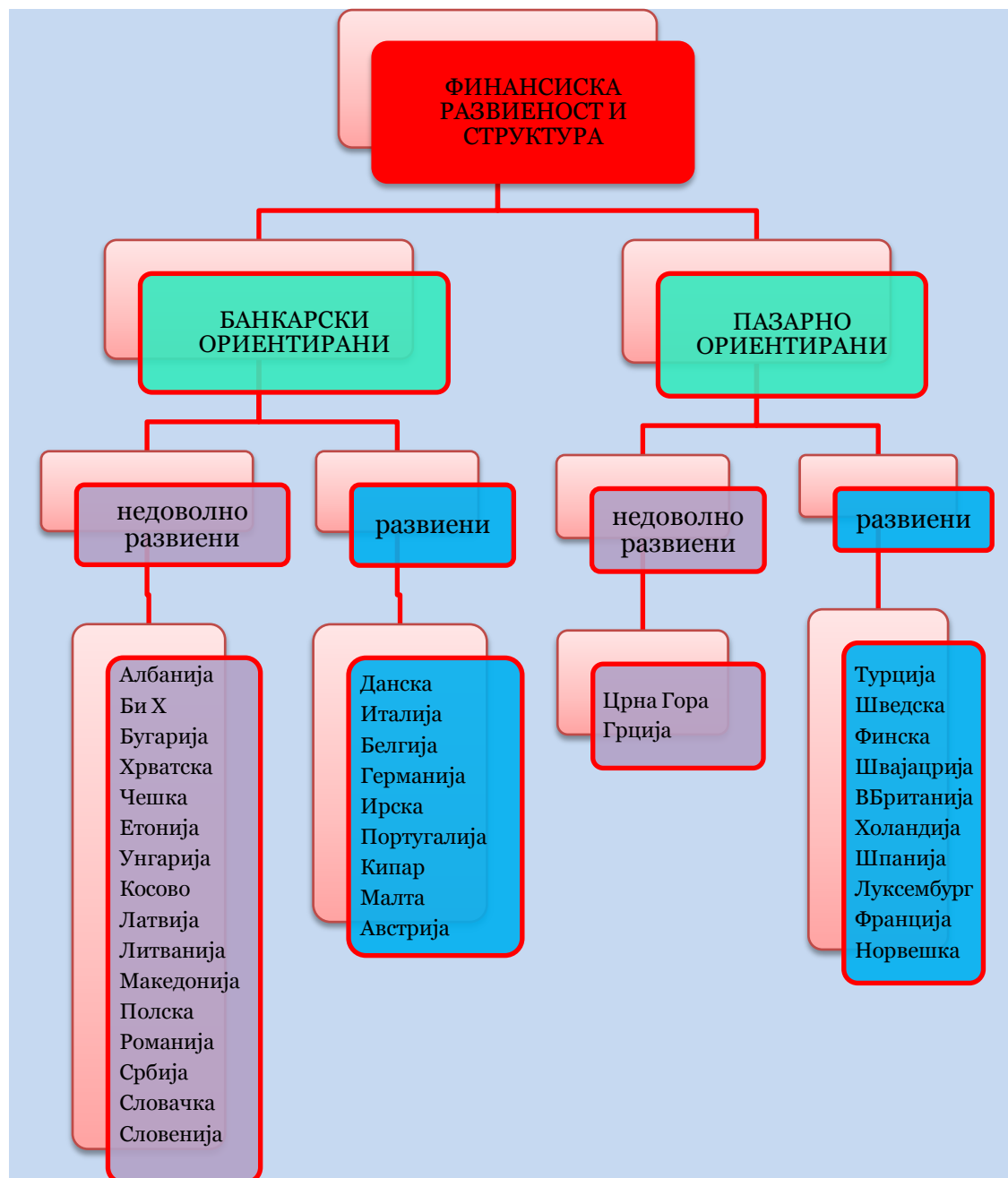
Притоа, може да се констатира дека една земја која е банкарски ориентирана и има помалку развиен банкарски сектор може да има повеќе заеднички карактеристики со некоја друга земја која е пазарно ориентирана и има помалку развиен пазар како резултат на тоа што овие две земји спаѓаат во иста група според класификацијата во зависност од степенот на развиеност на финансискиот сектор.

Од оваа причина, направено е разграничување помеѓу земјите кои имаат недоволно развиен, во однос на оние кои имаат развиен финансиски сектор. Може да се дефинира дека одредена земја има недоволно развиен финансиски сектор доколку показателите **Банкарски кредити/БДП** и **Вкупната тргувана вредност/БДП** имаат вредност која е помала од просечната вредност во анализираниот примерок, како што е прикажано на Графикон број 3. Земјите кај кои вредноста на индикаторот Банкарски кредити/БДП е над просекот на анализираниот примерок се смета дека имаат развиен банкарски сектор, додека земјите кај кои вредноста на индикаторот Вкупна тргувана вредност / БДП е над просекот на анализираниот примерок се смета дека имаат развиен пазар на акции. За една земја да се смета дека има развиен финансиски сектор, неопходно е да има развиен банкарски сектор и/или развиен пазар на акции. Една земја ќе биде класификувана во групата на земји со недоволно развиен банкарски сектор доколку има сиромашно развиени банки и пазари.

Од Графиконот број 3 може да се забележи дека 19 од вкупно 37 земји имаат развиен финансиски сектор. Од нив 7 земји (Австрија, Белгија, Кипар, Ирска, Луксембург, Малта и Португалија) имаат развиени банки, 2 земји (Норвешка и Турција) развиени пазари, а 10 земји (Данска, Шведска, Финска, Франција, Германија, Италија, Холандија, Шпанија, Швајцарија и Велика Британија) развиени банки и пазари. Со цел да се избегне можноста од класификување на две земји во иста категорија на банкарски, односно пазарно ориентирани, доколку некоја од нив според меѓународните стандарди има сиромашно развиен банкарски сектор, односно сиромашно развиен пазар на акции, едноставната класификација на банкарски или пазарни ориентирани е заменета со следниве четири категории на земји врз основа на структурата и нивото на развиеност на финансискиот сектор: 1) недоволно развиени и банкарски ориентирани (Албанија, Босна и Херцеговина, Бугарија, Хрватска, Чешка, Естонија, Унгарија, Косово, Латвија, Литванија, Македонија, Полска, Романија, Србија, Словачка и Словенија); 2) развиени и банкарски ориентирани (Данска, Италија, Белгија, Германија, Ирска, Португалија, Кипар, Малта и Австрија); 3) недоволно развиени и пазарно ориентирани (Црна Гора и Грција) и 4) развиени и пазарно

ориентирани (Турција, Шведска, Финска, Швајцарија, Велика Британија, Холандија, Шпанија, Луксембург, Франција, Норвешка).

**Слика број 3. Групирање на земјите во зависност од финансиската развиеност и структура**



Извор: Сопствени анализи на авторот

### **3. АНАЛИЗА НА ИНДИКАТОРИТЕ НА ФИНАНСИСКАТА РАЗВИЕНОСТ КАЈ РАЗЛИЧНИТЕ ГРУПИ ЗЕМЈИ**

Во рамките на овој дел на докторската дисертација е извршена анализа на индикаторите на финансиската развиеност кај различните групи на земји. Притоа, овие индикатори се прикажани како просечни вредности кај земјите групирани во зависност од нивото на доходот со цел да се добијат информации кои пружаат поголема аналитичка прегледност и можност за донесување на констатации за карактеристиките на финансискиот сектор од аспект на големината, активноста, ефикасноста и стабилноста на поодделните доходни групи на земји.

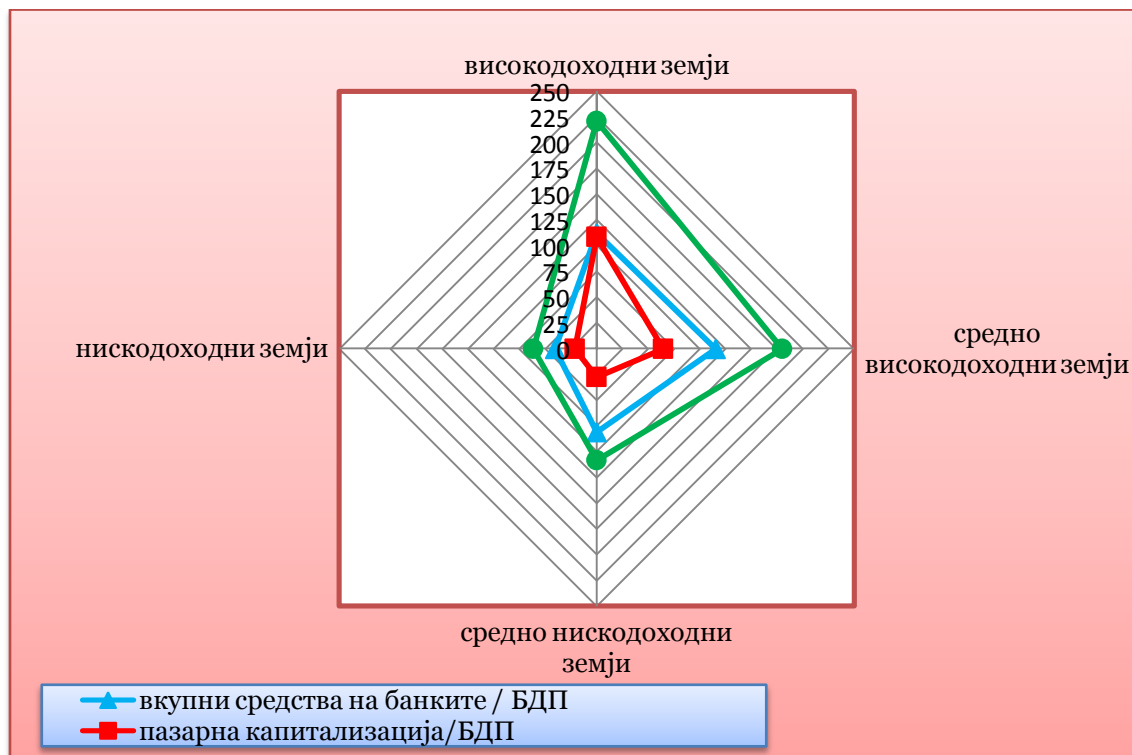
#### **3.1 Анализа на индикаторите за големината на финансискиот сектор**

За анализа на вкупната големина на финансискиот сектор се користат индикаторите Вкупни средства на банките/БДП, како мерило на големината на банкарскиот сектор и Пазарна капитализација/БДП, како мерило на големината на пазарот на акции. Притоа, вкупната големина на финансискиот сектор го претставува збирот од вкупните средства и пазарната капитализација во однос на БДП. Доколку овие индикатори се прикажат како просечни вредности кај земјите групирани во зависност од нивото на доходот, се добиваат информации кои пружаат поголема аналитичка прегледност и можност за донесување на констатации за карактеристиките на финансиските сектори од аспект на големината.

Како што е прикажано на Графикон број 4, групата на високодоходни и групата на средно високодоходни земји имаат приближно иста просечна вредност на индикаторот за *големина на банкарскиот сектор*. Имено, овој индикатор кај високодоходните земји изнесува 112,7%, а кај средно високодоходните земји 115,7%. Притоа, кај групата на високодоходните земји, Норвешка со 71,18% и Шведска со 81,78% значително отстапуваат од просечната вредност приближувајќи се кон просечната вредност на овој индикатор кај групата на

среднодоходни земји. Меѓутоа, неопходно е да се има предвид фактот дека овие проценти се добиени врз база на просечната вредност на индикаторот за големината на банкарскиот сектор за период од 21 година. Доколку се земе предвид само втората половина од анализираниот период, и двете земји имаат значително повисока вредност на овој индикатор. Кај групата на средно високодоходни земји, највисока вредност на индикаторот бележи Холандија 148,3%, а најниска Финска од 71,3%. Вкупните средства на банките во однос на БДП кај среднодоходните земји изнесува 80,89%, при што значително отскокнуваат Кипар со 162,61%, Малта со 120,67% и Португалија со 116,46%, кои го надминуваат и просекот на високодоходните земји. Кај нискодоходните земји просечната вредност на индикаторот за големината на банкарскиот сектор изнесува 40,31%, што е двојно помалку од среднодоходните и речиси три пати помалку од високодоходните земји. Овој индикатор бележи најниска вредност од 20,15% во Косово, а вредноста на овој индикатор во Македонија изнесува 49,86%.

#### Графикон број 4. Големината на финансискиот сектор кај земјите групирани во зависност од нивото на доходот

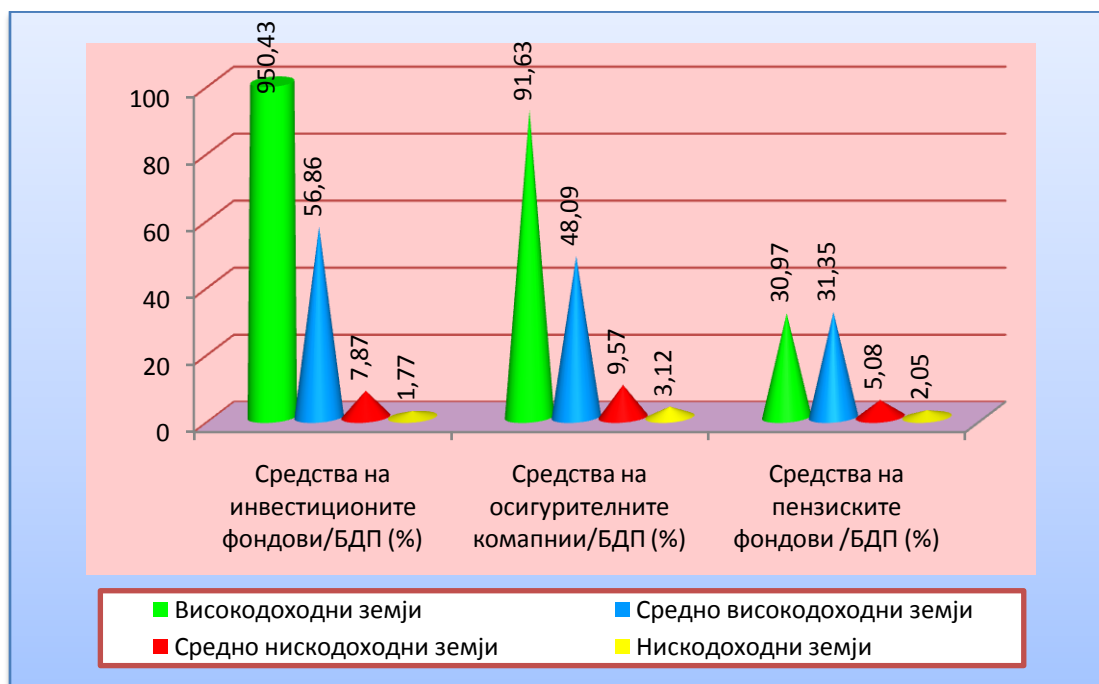


Извор: Сопствени анализи на авторот

Вкупната големина на финансискиот сектор кај различните доходни групи на Графикон број 4 е прикажана со зелената линија. Со вредност од 220,84% кај високодоходните земји индикаторот за вкупната големина на финансискиот сектор е најголем во рамките на анализираниот примерок, односно тој е за околу 22% поголем во однос на средно високодоходните земји, двојно поголем од средно нискодоходните и за 3,5 пати поголем во однос на нискодоходните земји. Ваквите разлики во големината на финансискиот сектор произлегуваат повеќе од разликите во големината на пазарот на акции отколку од разликите во големината на банкарскиот сектор.

Доколку при анализата на големината на финансискиот сектор се земат предвид и средствата на институционалните инвеститори (инвестиционите фондови, осигурителните компании и пензиските фондови), доаѓаме до заклучок дека со порастот на доходот доаѓа до зголемување на средствата на институционалните инвеститори во однос на БДП кај поодделните земји.

### Графикон број 5. Анализа на средствата на институционалните инвеститори во однос на БДП кај различните доходни групи на земји



Извор: Сопствени анализи на авторот

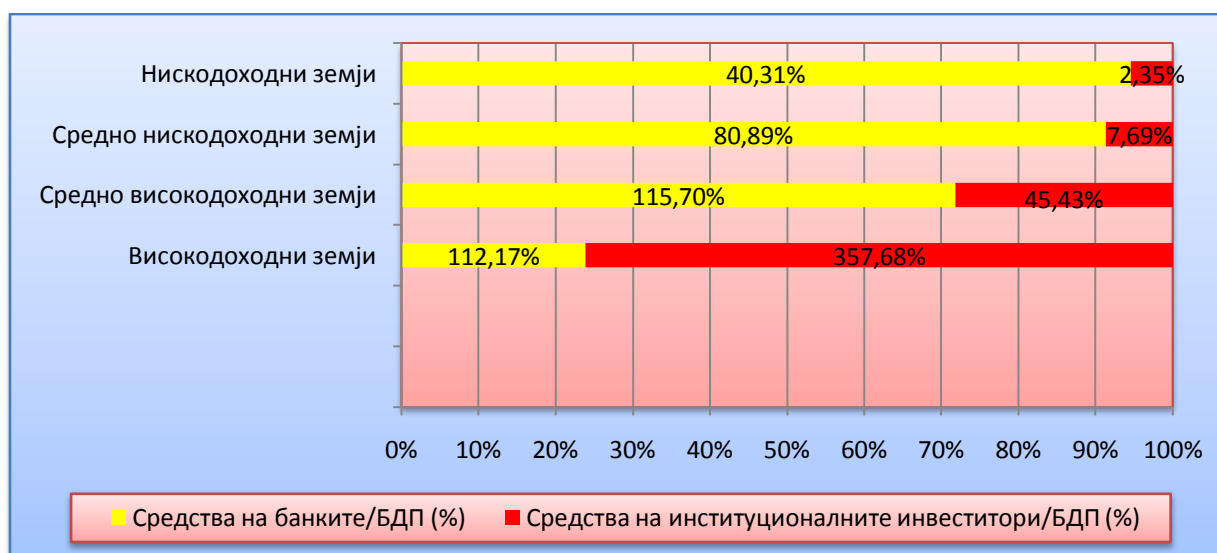
На Графиконот број 5 може да се уочи доминантната позиција на двете групи високодоходни земји во однос на двете групи нискодоходни земји која особено е изразена кај инвестиционите фондови. Доколку се анализира секоја поодделна група на земји се доаѓа до заклучок дека процентот од 950,43% од БДП кај групата на земји со највисок доход се должи на фактот дека Луксембург како земја со највисок БДП *per capita* од анализираната група, истовремено бележи 4632,50% учество на средствата на инвестиционите фондови во БДП. Доколку податокот за Луксембург се из земе од анализата, вредноста на средствата на инвестиционите фондови во однос на БДП кај групата на земји со највисок доход од 950,43% се сведува на 29,92%. На сличен начин, доколку ја разгледуваме групата на средно високодоходни земји, отскокнува Ирска со просечна вредност на показателот Средства на инвестиционите фондови/БДП од 289,91%. Доколку податокот за Ирска се из земе од анализата, вредноста на средствата на институционалните инвеститори во однос на БДП кај групата на средно високодоходни земји од 91,63% се сведува на 30,96 %. Меѓутоа, и покрај ваквата значителна корекција, останува непроменет фактот дека двете групи на високодоходни земји имаат доминантно учество на средствата на инвестиционите фондови во БДП во однос на двете групи нискодоходни земји кои бележат едноцифрени вредности на овој показател. При анализа на учеството на средствата на осигурителните компании во БДП, евидентен е неговиот пораст со порастот на доходот на анализираните групи на земји. Имено, високодоходните земји бележат речиси двојно поголема вредност на овој показател во однос на средно високодоходните земји, 10 пати во однос на средно нискодоходните и околу 30 пати поголема вредност во однос на нискодоходните земји. Во случајот на пензиските фондови, двете групи на високодоходни земји бележат приближно иста вредност на показателот Средства на пензиските фондови/БДП од околу 30%. Притоа, оваа вредност е значително поголема во однос на двете групи на нискодоходни земји каде овој показател изнесува 5,08% кај средно нискодоходните и 2,05% кај нискодоходните земји.

Доколку се анализираат просечните вредности на показателите за средствата на секој институционален инвеститор во БДП по поединечни земји од примерокот, се доаѓа до неколку важни констатации. Најразвиени се инвестиционите фондови во



Луксембург и Ирска, значително развиени во Франција, Австрија, Германија, Данска, Швајцарија, Шведска и Велика Британија со просечна вредност на показателот која се движи од 30% до 60%, а најмалку развиени во Латвија, Литванија, Бугарија, Македонија и Романија со просечна вредност на показателот помала и од 1% од БДП (во отсуство на податоци за вредноста на овој показател за Кипар, Малта, Црна Гора, Србија и Косово). Во однос на осигурителниот сектор, средствата на осигурителните компании бележат учество во БДП од над 50% во Луксембург, Велика Британија, Швајцарија, Шведска, Ирска, Франција, Данска, Холандија и Германија, над 20% во Белгија, Норвешка, Италија, Австрија, Финска, Португалија и Кипар и под 3% во Бугарија, Романија, Латвија, Литванија, Естонија, Турција и Албанија (во недостиг на податоци за Малта, Црна Гора и Косово). Просечното учество на средствата на пензиските фондови во БДП е најголемо во Холандија (109,81%), Швајцарија (95,41%), Велика Британија (70,51%), Финска (64,71%), Данска (48,09%) и Ирска (43,22%). Кај сите други земји од анализираниот примерок вредноста на овој показател е помала од 10%.

### Графикон број 6. Споредба на големината на банките и институционалните инвеститори кај различните доходни групи на земји



Извор: Сопствени анализи на авторот

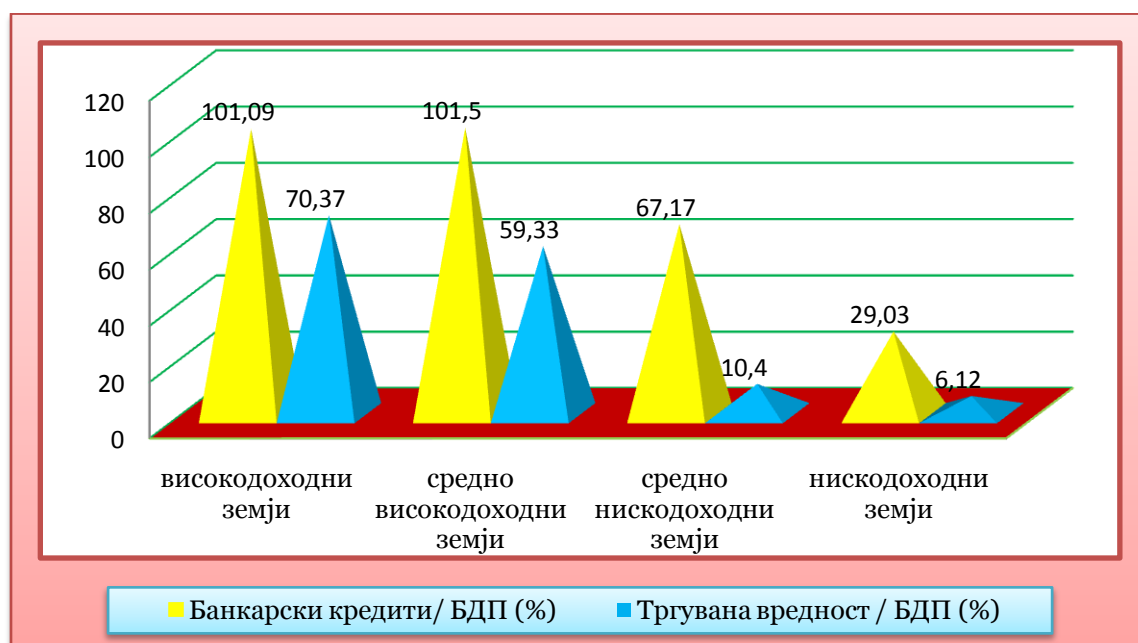
Доколку се направи споредба на поодделните учества на средствата на банките и средствата на институционалните инвеститори во БДП кај различните доходни групи на земји од анализираниот примерок, според сублимираните податоци прикажани на Графиконот број 6, се доаѓа до првичната констатација дека: прво, поодделните учества во БДП на средствата на банките и средствата на институционалните инвеститори растат со порастот на доходот на анализираниите земји; второ, со порастот на доходот се зголемува учеството на средствата на институционалните инвеститори во вкупните средства на банките и институционалните инвеститори и трето, доминантно учество во вкупните средства на банките и институционалните инвеститори имаат средствата на банките, со исклучок на групата високодоходни земји каде доминираат средствата на институционалните инвеститори. Меѓутоа, ваквиот исклучок би можел да се земе со одредена резерва, со оглед на фактот што ваквата доминација е резултат на високиот процент на учество на средствата на инвестиционите фондови во БДП на една високодоходна земја. Тое е случајот на Луксембург каде овој показател изнесува 4632,5%. Доколку од анализата се из земе вредноста на овој показател, просечното учество на средствата на институционалните инвеститори во БДП кај високодоходните земји наместо 357,68% би изнесувало 52,3% и би било повеќе од двојно помало од просечното учество на средствата на банките во БДП.

### **3.2 Анализа на индикаторите за активноста на финансискиот сектор**

При анализата **на активноста на финансискиот сектор кај земјите групирани во зависност од нивото на доходот** се користени индикаторот Банкарски кредити/БДП за мерење на активноста на банкарскиот сектор и индикаторот Тргувана вредност/БДП за мерење на активноста на пазарот на акции. Според извршените анализи и приказот на Графиконот број 7, може да се констатира дека банките се подеднакво активни во високодоходните и средно високодоходните групи на земји. Кај нив просечната вредност на индикаторот кој ја мери **активноста на банките** изнесува околу 100%, што значи дека во просек овие земји пласираат кредити во приватниот сектор во обем кој е приближно

еднаков на вредноста на нивниот годишен БДП. Меѓутоа, во рамките на овие две групи на високодоходни земји постојат земји со значително поголема кредитна активност, како на пример Швајцарија, Велика Британија и Холандија со вредност на индикаторот Банкарски кредити/БДП од 160,81%, 137,36% и 133,41% соодветно. Исто така, дел од земјите бележат кредитна активност која е значително помала и е на слично ниво со просечната активност од 67,17% на банките од групата на средно нискодоходни земји. Таков е случајот со трите скандинавски земји Норвешка, Шведска и Финска со вредност на индикаторот Банкарски кредити /БДП од 64,12%, 67,23% и 70,80% соодветно. Од групата на средно нискодоходни земји се издвојува Кипар, како земја која со просечна вредност на индикаторот Банкарски кредити/БДП од 152,63% се наоѓа на второто место во рамките на целиот анализиран примерок, веднаш по Швајцарија. Групата на нискодоходни земји бележи просечна вредност на индикаторот кој ја мери банкарската активност од 29,03%. Македонија со своите 26,74% има приближно еднаква кредитна активност со Србија, а е поактивна од Турција, Албанија, Романија, Косово и Полска.

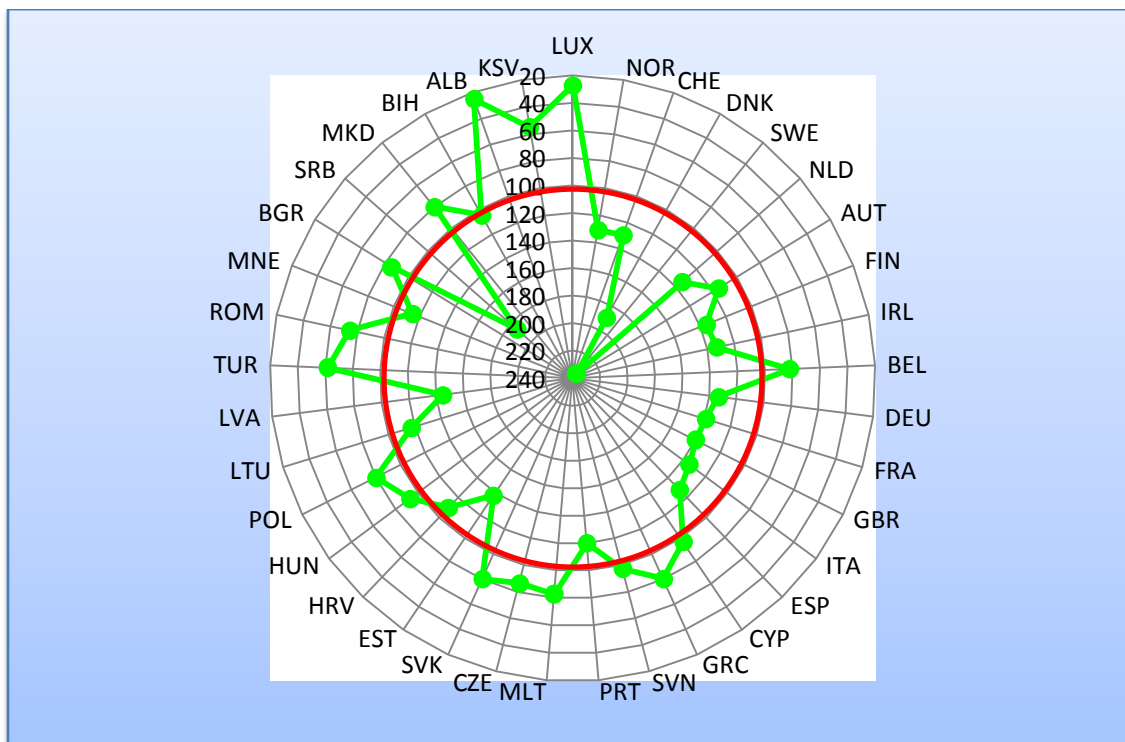
**Графикон број 7. Активноста на финансискиот сектор кај земјите групирани во зависност од нивото на доходот**



Извор: Сопствени анализи на авторот

Доколу активноста на банкарскиот сектор се анализира преку степенот на финансиско посредување, ќе се добие претстава за степенот на искористеност на депозитите, односно каналзирањето на мобилизираните заштеди во форма на кредити кај различните земји.

**Графикон број 8. Степен на финансиска интермедијација по земји (во %)**



Извор: Сопствени анализи на авторот

На Графиконот број 8, анализираниот примерок на земји е прикажан во зависност од висината на доходот, почнувајќи од Луксембург, како земја со највисоко ниво, движејќи се од десно кон лево сè до Косово, како земја со најниско ниво на БДП *per capita*. Доколку се има предвид ваквиот распоред на анализираниите земји, очигледно е дека побогатите земји (на десната половина од графиконот) вообичаено имаат повисок степен на финансиска интермедијација кој е над 100%. Повисокиот степен на финансиско посредување упатува на фактот дека кредитната активност е поголема од депозитната активност и дека за поголемиот обем на кредити, освен депозитите се искористени и дополнителни извори на

финансирање на банките. Оттука, побогатите земји кои бележат повисок степен на финансиска интермедијација и сè поинтегрирани со глобалниот финансиски пазар, во целост ги користат прибраните банкарски депозити и во голема мера се потпираат на секундарните извори на финансирање.

Што се однесува до **активноста на пазарот на акции**, просечната вредност на индикаторот Тргувана вредност/БДП кај високодоходните земји изнесува 70,37%. Меѓутоа, во рамките на оваа група има земји чија пазарна активност значително отстапува од посочениот просек. Таков е примерот со Швајцарија, каде прометот со акции изнесува 180,08% од БДП. Станува збор за пазарно ориентирана земја со развиен финансиски сектор чиј пазар на акции бележи водечка позиција во рамките на анализираниот примерок и од аспект на големината и ликвидноста. Во рамките на оваа група специфичен е примерот на Луксембург каде просечниот промет со акции изнесува 2,13% од БДП. И во овој случај станува збор за пазарно ориентирана земја со развиен финансиски сектор чиј пазар на акции бележи водечка позиција во рамките на анализираниот примерок, исклучиво од аспект на големината. Но, токму како резултат на големината на пазарот на акции, индексот на финансиската структура на оваа земја бележи натпросечна вредност која ја класификува оваа земја во пазарно ориентираната група. Притоа, очигледен е фактот дека се работи за земја со голем, но неактивен и неликвиден пазар на акции. Во рамките на групата на средно високодоходни земји чија просечна вредност на индикаторот Тргувана вредност/БДП изнесува 59,33%, се издвојува Австрија како банкарски ориентирана земја, со развиен банкарски сектор чиј промет на пазарот на акции изнесува 9,87% од БДП. Во групата на средно нискодоходни земји просечната вредност на индикаторот на активноста на пазарот на акции изнесува 10,4%. Притоа, се издвојуваат Словенија, Малта, Словачка и Хрватска како земји со просечна вредност на овој индикатор пониска и од просекот на нискодоходните земји кој изнесува 6,12%. Во рамките на групата на нискодоходни земји исклучителен е примерот на Турција, која со вредност на индикаторот од 33,46% се наоѓа на самиот просек на целиот анализиран примерок. Станува збор за нискодоходна земја со релативно мал пазар на акции,

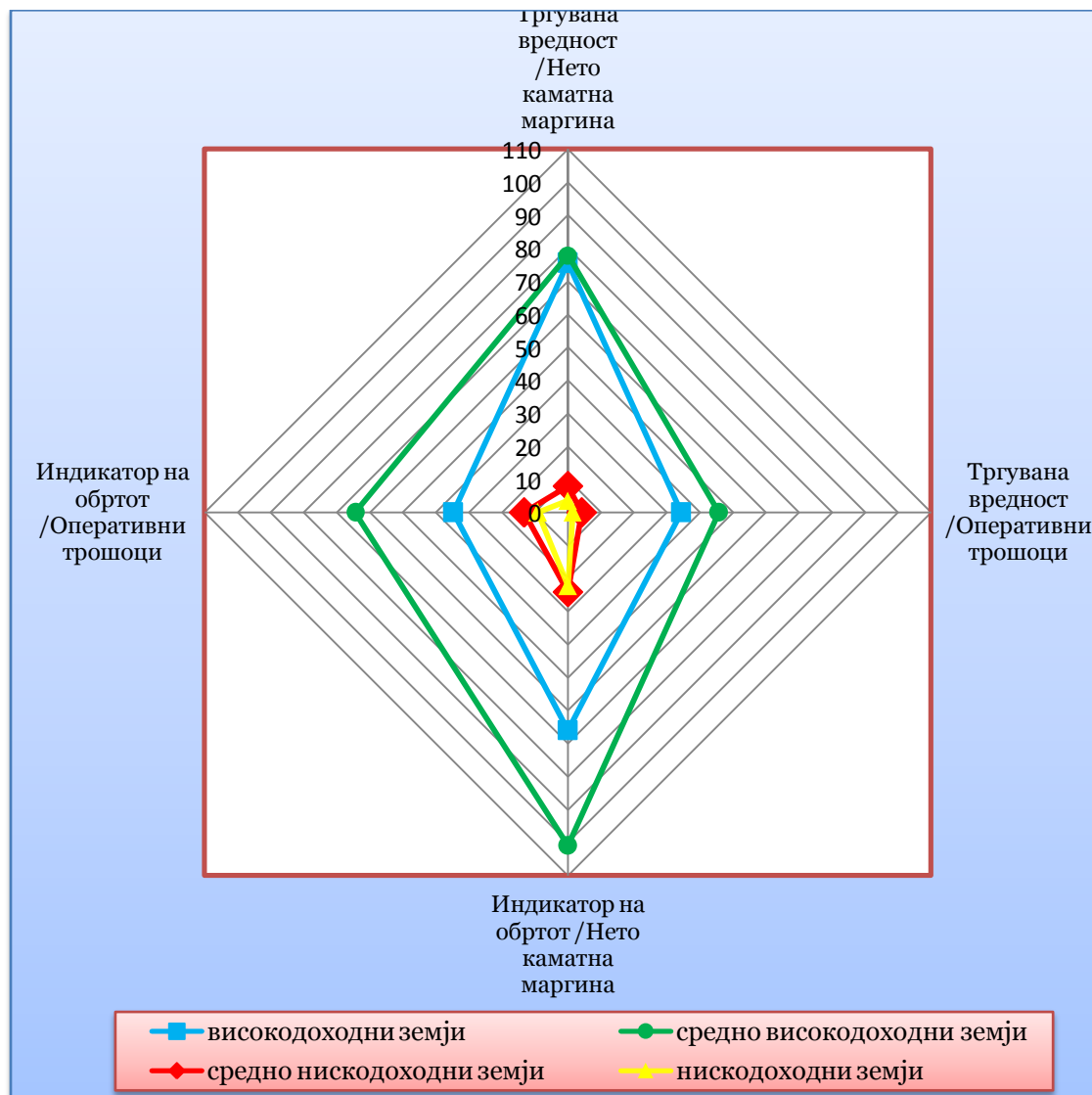
која е пазарно ориентирана најмногу како резултат на високиот обрт на пазарот на акции.

### **3.3 Анализа на индикаторите на ефикасноста на финансискиот сектор**

За анализа на вкупната развиеност на финансискиот сектор извршено е комбинирање на различни индикатори за **ефикасноста на пазарот на акции и банките**. Употребени се Вкупната тргувана вредност како учество во БДП и Индикаторот на обртот како мерила на ликвидноста на пазарот на акции, при што поголемата вредност на овие показатели укажува на поголемата ефикасност на пазарот на акции. За оценување на развиеноста на пазарот на акции на ниво на економијата во целост почесто се употребува индикаторот на вкупната тргувана вредност како учество во БДП бидејќи тој ја мери тргуваната вредност во однос на големината на економијата во целост. За разлика од него, Индикаторот на обртот ја мери тргуваната вредност во однос на големината на самиот пазар на акции. Мал и активен пазар може истовремено да има висок Индикатор на обртот, а низок показател на Вкупната тргувана вредност како учество во БДП. На сличен начин се употребуваат Оперативните трошоци и Нето каматната маржа на банките како мерила на неефикасноста на банкарскиот сектор при што поголемата вредност на овие показатели укажува на поголемата неефикасност на банкарскиот сектор.

Преку комбинирање на врските помеѓу индикаторите за развиеност на пазарот на акции (Вкупната тргувана вредност како учество во БДП и Индикаторот на обртот) и показателите за развиеност на банкарскиот сектор (Оперативните трошоци и Нето каматната маржа на банките), се добиваат следниве 4 индикатори за развиеноста на финансискиот сектор во целост: Вкупната тргувана вредност како учество во БДП/ Нето каматната маржа на банките, Вкупната тргувана вредност како учество во БДП/ Оперативните трошоци, Индикаторот на обртот/ Нето каматната маржа на банките и Индикаторот на обртот/ Оперативни трошоци.

### Графикон број 9. Вкупната развиеност на финансискиот сектор кај земјите групирани во зависност од нивото на доходот



Извор: Сопствени анализи на авторот

Од Графиконот број 9 може да се забележи дека најефикасен е финансискиот сектор на средно високодоходните земји и тоа како резултат на поголемата ликвидност на пазарот на акции и пониските оперативни трошоци на банките. Од аспект на банкарскиот сектор, двете групи на високодоходни земји бележат идентична вредност на индикаторот Нето каматна маржа. Средно високодоходните земји имаат за околу 13% пониска вредност на индикаторот Оперативни трошоци во однос на високодоходните земји, како израз на

поголемата ефикасност на банкарскиот сектор. Средно високодоходните земји имаат помал промет од високодоходните земји, но затоа се карактеризираат со поголема ликвидност на пазарот на акции. Нивниот индикатор на прометот е за 18% помал, а индикаторот за обртот е 25% поголем во однос на високодоходните земји. Притоа, како земји со највисок обрт на пазарот на акции се издвојуваат Шпанија, Италија, Германија, Холандија и Велика Британија. Како резултат на ова, на Графиконот број 9 разликата помеѓу двете групи на високодоходни земји најмногу доаѓа до израз при мерење на ефикасноста при користење на Индикаторот на обртот.

Ефикасноста на финансискиот сектор кај двете групи на нискодоходни земји е значително помала во однос на двете групи на високодоходни земји. Тие покажуваат релативно ниска ефикасност како од аспект на банките, така и од аспект на пазарите на акции. Имено, двете групи на високодоходни земји имаат околу 4 пати поголем промет и двојно поголем обрт на пазарот на акции во однос на двете групи на нискодоходни земји. Нивните нето каматни маржи и оперативни трошоци се повеќе од двојно поголеми во однос на индикаторите на ефикасноста на банкарскиот сектор кај двете групи на високодоходни земји. Разлики во ефикасноста на финансискиот сектор постојат и помеѓу двете групи нискодоходни земји. За разлика од високодоходните земји, во овој случај разликите најмалку произлегуваат од вредностите на индикаторот на обртот. Напротив, двете групи нискодоходни земји имаат речиси идентичен индикатор на обртот кој изнесува 35,03% кај средно нискодоходните, а 37,72% кај нискодоходните земји. Токму затоа, на Графиконот број 9 е очигледно и преклопувањето на линиите кои ја искажуваат ефикасноста на пазарот на акции на двете групи нискодоходни земји мерена преку Индикаторот на обртот. Меѓутоа, ефикасноста на банкарскиот сектор е значително помала кај нискодоходните во однос на средно нискодоходните земји, како резултат на двојно поголемата нето каматна маржа и околу 50% поголемите оперативни трошоци на банките. Дополнително, прометот на пазарот на акции кај средно нискодоходните земји е за околу 70% поголем од прометот на нискодоходните земји.



### **3.4 Анализа на финансиската стабилност**

Основни индикатори на финансиската стабилност кои се користат во оваа докторска дисертација се Нефункционалните кредити, Адекватноста на капиталот и Z - оценката за банкарскиот сектор, како и индикаторот за Нестабилноста на ценовниот индекс на акциите за пазарот на акции. Меѓутоа, анализата на финансиската стабилност би била поефикасна доколку освен на горенаведените индикатори, се изврши анализа на трендот и на други индикатори на финансиската развиеност, како на пример: Повратот на активата, Повратот на капиталот, Нето каматната маржа, Индиректните трошоци, обемот на банкарските кредити, обемот на тргување на берзите итн. Ваквата анализа на трендот е извршена токму во рамките на оваа точка од докторската дисертација за периодот од 2001 до 2010/2011 година на анализираниот примерок на земји. Врз основа на анализата, воочливи се поголеми или помали промени на насоката на трендот речиси кај сите анализирани индикатори токму во годината на отпочнување на глобалната финансиска криза, 2007. Од таа причина, анализата на финансиската криза е дополнета со кус осврт на почетоците на кризата, последиците за финансискиот сектор, како и мерките преземени од централните банки и владите на поодделните држави за враќање на финансиската стабилност.

#### **3.4.1 Големата светска економска криза од 2007 година**

Одлуката донесена од страна на американските власти во текот на викендот на 13 и 14 септември 2007 година, да не се спаси четвртата најголема инвестициона банка во САД, Lehman Brothers, претстваува пресвртна точка во глобалната финансиска криза. Оваа одлука претставува неантиципирана материјализација на ризикот во случаите “премногу големи за да пропаднат”. Ефектите од овој неуспех се шират низ финансикиот систем преку различни трансмисиони канали придонесувајќи кон зголемување на притисоците врз ликвидноста и профитабилноста на финансиските институции. Првиот директен канал се однесува на финансиските трансакции во кои Lehman Brothers е должник или договорна страна. Како голема инвестициона банка и една од водечките светски

финансиски брокери, Lehman Brothers ги има распространето своите операции на голем број финансиски пазари, како резултат на што нејзиното пропаѓање влијае врз огромен број на трансакции со другите финансиски институции ширум светот. По пропаѓањето на Lehman Brothers доаѓа до значителни ликвидносни тензии на меѓубанкарскиот пазар и глобалниот пазар на пари. Во истиот момент се констатирани намалувања на финансиската актива на износ од 500 милијарди американски долари, што претставува дополнителен удар врз веќе крехкиот финансиски сектор.

Како резултат на кризата, состојбата на глобалниот финансиски пазар е неповолна од повеќе аспекти: меѓубанкарското финансирање речиси целосно замира, изворите на финансирање на финансиските институции бележат зголемување на цените и стеснување на роковите, кредитната активност значително се намалува, листата на прифатливи колатерали се стеснува, волуменот на тргување на репо пазарот се намалува. Кредитниот бум карактеристичен пред кризата повлекува зголемување на бројот на нефункционалните кредити. Показателите за профитабилноста и ликвидноста на финансиските институции бележат влошување. Берзите бележат зголемена нестабилност, намален обем на тргување, како и значителен пад на цените на акциите. Ваквата состојба се манифестира со различен интензитет во различни земји. Одредени трендови се констатираат веднаш, а некои од нив доаѓаат до израз со одредено временско задоцнување. Меѓутоа, неспорен е фактот дека директно и поинтензивно се изложени на ударот на финансиската криза поразвиените економии кои се поинтегрирани во глобалниот финансиски пазар. Помалку развиените економии кои бележат помала интегрираност со глобалниот финансиски пазар и банкарски ориентиран финансиски сектор, последиците од кризата ги чувствуваат со поблаг интензитет. Традиционалното банкарство кое се карактеризира со доминација на депозитите како основен извор на финансирање и кредитите како доминантна ставка во активата, како и високата капитализираност на банките се покажаа како “добри страни на неразвиеноста” на помалку развиените економии за време на глобалната финансиска криза. (Во

рамките на следната точка следи дескриптивна анализа на ваквите состојби на анализираниот примерок на земји).

Како резултат на зголемените притисоци врз финансискиот сектор за време на глобалната финансиска криза, монетарните и фискалните власти во поодделните економии преземаат различни мерки за поддршка на банките во финансирањето, вршењето на финансиското посредување, враќањето на пазарната доверба и во крајна линија, постигнувањето на финансиската стабилност. Притоа, централните банки интервенираат со намалувањето на каматните стапки на историски најниско ниво и зголемувањето на ликвидносната поддршка преку проширување на активностите како кредитор во крајна инстанца, проширување на рамката на операциите на отворен пазар и купување на делови од банкарската актива составена од приватни и јавни хартии од вредност. Најчести форми на интервенција од страна на владите на поодделните држави се рекапитализирањето, гарантирањето на средствата и обврските преку развивање на најразлични гарантни шеми (примена на државни гарантни шеми за олеснување на рефинансирањето на финансиските институции и подигнување на нивото на заштитата понудена од депозитните гарантни шеми) и купувањето и/или ликвидирањето на дел од активата на финансиските институции.

Во согласност со анализите на ММФ, владите и централните банки на развиените економии заклучно со 15 април 2009 година имаат извршено интервенции за поддршка на финансискиот сектор во вкупен износ од безмалку 50% од БДП. Од нив, доминираат гаранциите за средствата и обврските на финансиските институции (22,8% од БДП), понатаму следат различните форми на ликвидносна поддршка од централните банки (18,8% од БДП), купувањето на дел од активата на финансиските институции (5,3% од БДП) и капиталните инјекции (2,9% од БДП).

## Поле 2: Мерките преземени од страна на Белгиската владата за поткрепа на финансиската стабилност

**Групацијата Фортис.** Операцијата за спасување креирана во текот на викендот на 27 и 28 септември од страна на владите на Холандија, Белгија и Луксембург, претставува почеток на еден долг и развлечен процес кој вклучува серија на настани, почнувајќи со стекнувањето на 49% од капиталот на Фортис Банк Белгија како резултат на инјектирање на 4,7 милијарди евра од страна на белгиската Влада, стекнувањето со банкарскиот и осигурителниот бизнис на Fortis Group во Холандија од страна на холандската Влада и преземањето на Фортис Банк Белгија од страна на белгиската држава. Белгиската Влада договара со француската BNP Paribas трансфер на околу 75% од својот удел во капиталот на Fortis Bank Belgium, BNP Paribas да го преземе белгискиот осигурителен бизнис кој припаѓал на Fortis Holding и да се стекне со 66% удел во банкарските активности на Fortis Holding во Луксембург. И покрај одобрувањето од страна Европската комисија, на барање на апелациониот суд во Брисел овие операции се поднесени на гласање и не се одобрени на Собранието на акционери. По ова следи постигнување на нов Договор помеѓу белгиската држава, Фортис Холдинг и БНП Парибас на 6 Март 2009 година каде БНП Парибас потврдува дека ќе купи 75% од Фортис банката од белгиската држава и ќе го финансира преземањето од страна на Фортис банка на 25% од осигурителните активности на Фортис во Белгија. Белгиската држава се согласува да ги гарантира загубите на лошите заеми од Фортис банка во износ од 1,5 милјарди евра, под услов Фортис банка да ги покрие првите загуби од 3,5 милијарди евра. Белгиската држава, исто така, се обрзува во рамките на период од 3 години да ја рекапитализира Фортис банка, доколку е потребно, за максимален износ од 2 милјарди евра, што би значело зголемување на нејзиниот удел во Фортис банка над 25%. Сите овие операции ги одобрува Европската комисија на 12 мај 2009 година. На истиот ден се затвора и Договорот со БНП Парибас.

**Групацијата Дексиа.** Рекапитализацијата на Дексиа на 30 септември на износ од 6,4 милијарди евра е резултат на заедничката интервенција на владите на Белгија, Франција и Луксембург. Во Белгија рекапитализацијата од 3 милијарди евра се реализира со помош на федералната влада (1 милијарда евра преку FPIC) и регионалните власти (500 милиони евра од Фламандската заедница, 350 милиони евра индиректно од регионот Валонија и 150 милиони евра од регионот Брисел – Капитал) и постојните институционализирани акционери за вкупен износ од 1 милијарда евра. Француските јавни власти и постојните институционализирани акционери даваат свој придонес од 3 милијарди евра во зголемувањето на капиталот на Дексиа. Владата на Луксембург издава конвертибилни обврзници на износ од 376 милиони евра.

**Групацијата КБЦ.** На 22 јануари 2009 година КБЦ постигнува договор со Фламандската регионална влада за хибридна капитална инјекција на износ од 2 милијарди евра кои ќе и овозможат на КБЦ да го задржи својот показател за банкарски активности од Tier I на околу 10,5%. Дополнително, постигнат е и договор за Stand – by аранжман за хибридно капитално олеснување кои КБЦ може да ги повлече во случај на потреба. На 13 мај 2009 година, Федералната влада одлучува да и додели на КБЦ гаранција на портфолиото на структурни кредитни инструменти со иницијална вредност од 22,5 милијарди евра. Аранжманот се состои од три транши и покрива 90% од првата загуба. Првата транша за загуби е преземена од КБЦ на износ од 5,7 милјарди евра. Во втората транша белгиската држава е подготвена да се претплати на нови акции на КБЦ со пазарна вредност во износ еднаков на 90% од загубите при што максимумот би бил 2 милјарди евра. Третата транша се состои од државна гаранција за 90% од реализираните загуби на преостанатата иницијална вредност на портфолиото до 14,8 милијарди евра.

Извор: Financial Stability Review 2009, National Bank of Belgium

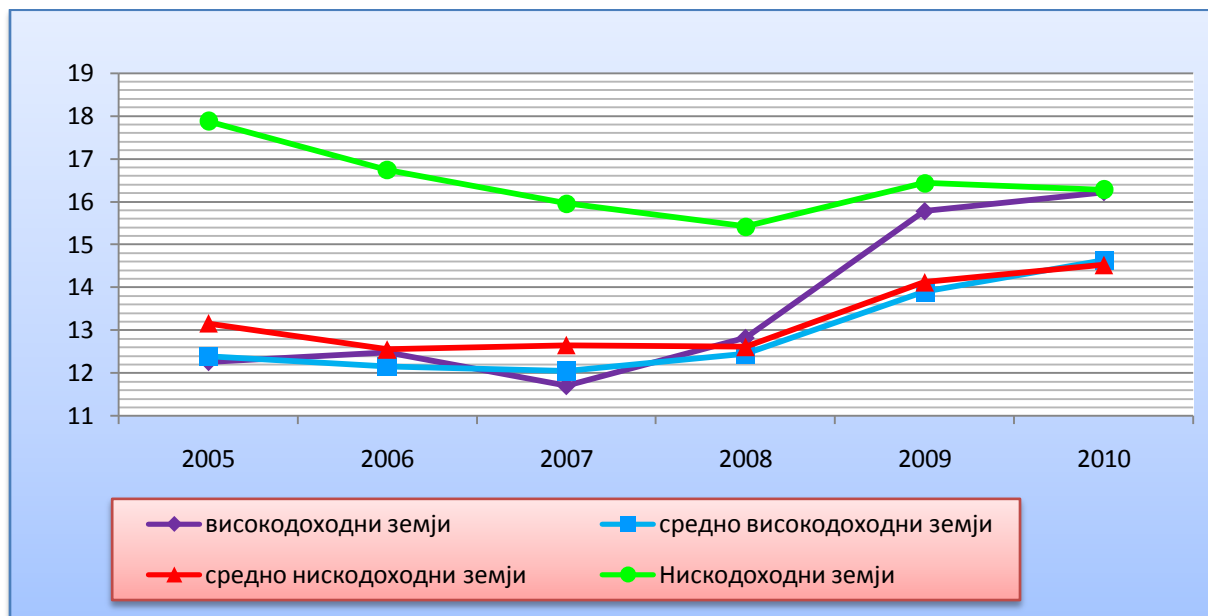
Притоа, во оваа анализа не се вклучени програмите за финансиска поддршка на кои ММФ во соработка со Европската комисија и други институции ги има имплементирано во неколку европски земји кои се соочуваат со финансиски

тешкотии за време на кризата. Капиталните инјекции на владата претставуваат важен расположлив инструмент за компензирање на големите тековни загуби и за излегување во пресрет на повикот на пазарните аналитичари за повисоки нивоа на основен капитал како тампон против идните загуби. Од средината на септември 2007 година до средината на април 2008 година констатирани се 1450 милијарди УСД долари кумулативни загуби во глобалниот финансиски систем. Согласно со податоците од Bloomberg, владите од САД и Европа имаат инјектирано капитал во своите финансиски институции во износ од 335 и 192 милијарди УСД респективно.

### **3.4.2 Анализа на индикаторите на финансиската стабилност**

При анализата на стапката на адекватност на капиталот на банкарскиот сектор кај различните групи на земји групирани според доходот во периодот од 2005 до 2010 година, се забележува дека групата на нискодоходни земји во целиот анализиран период бележи највисока вредност на овој индикатор во однос на другите земји од примерокот. Разликата е силно изразена во 2007 година каде високодоходните земји бележат просечна стапка од 11,7%, а нискодоходните 15,96%. По 2007 година следи серија на докапитализирања на банките во поразвиените земји кои се посилено погодени од финансиската криза. Ова е резултат на капиталните инјекции од страна на владите на поодделните држави, но и почитување на препораките на финансиските аналитичари и регулаторите за одржување на повисоко ниво на капитализираност на банкарскиот сектор. Така, веќе во наредниот период разликата во стапката на адекватност на капиталот помеѓу овие две групи на земји се намалува и од 4,3 проценти поени во 2007 година се сведува на 2,6 процентни поени во 2008 година, 0,7 процентни поени во 2009 година, за во 2010 година да биде речиси елиминирана. Другите две групи на среднодоходни земји бележат зголемување на стапката на адекватност на капиталот почнувајќи од 2008 година, меѓутоа темпото на раст не е така силно изразено како кај високодоходните земји.

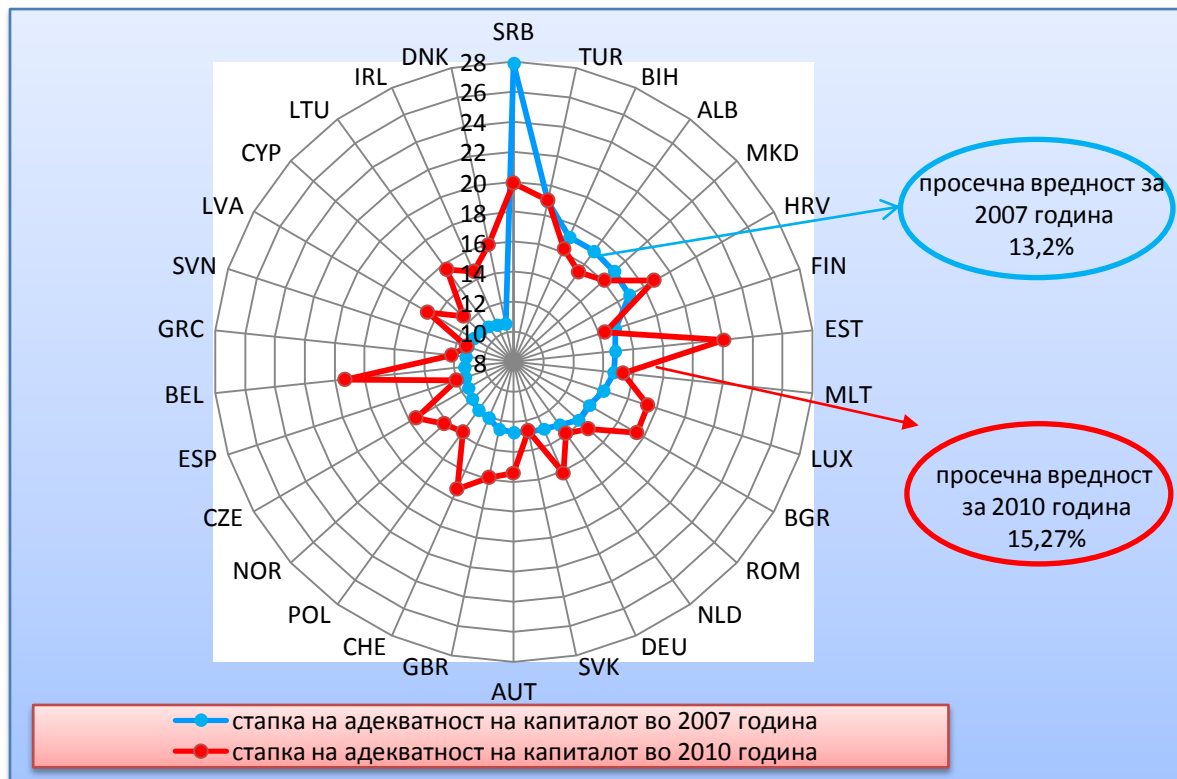
### Графикон број 10. Движењето на стапката на адекватност на капиталот кај различните доходни групи на земји



Извор: Сопствени анализи на авторот

Доколку се анализира *Стапката на адекватност на капиталот* со состојба во годината на отпочнување на глобалната финансиска криза, уочливо е дека токму земјите со пониско ниво на доход имаат повисока стапка на адекватност на капиталот. Имено, просечната вредност на стапката на адекватност на капиталот во 2007 година кај анализираната група на земји изнесува 13,24%. Од Графиконот број 10 се забележува дека 12 земји од примерокот имаат стапка која е над просечната. Од нив 10 се нискодоходни, а 2 (Финска и Луксембург) се високодоходни земји. При анализа на стапката на адекватност на капиталот со состојба во 2010 година (година за која во моментот на изработка на овој дел на трудот постои последен расположлив податок), уочливо е дека просечната вредност на стапката на адекватност на капиталот е зголемена во однос на 2007 година и изнесува 15,27%.

### Графикон број 11. Анализа на стапката на адекватност на капиталот по земји во 2007 и 2010 година



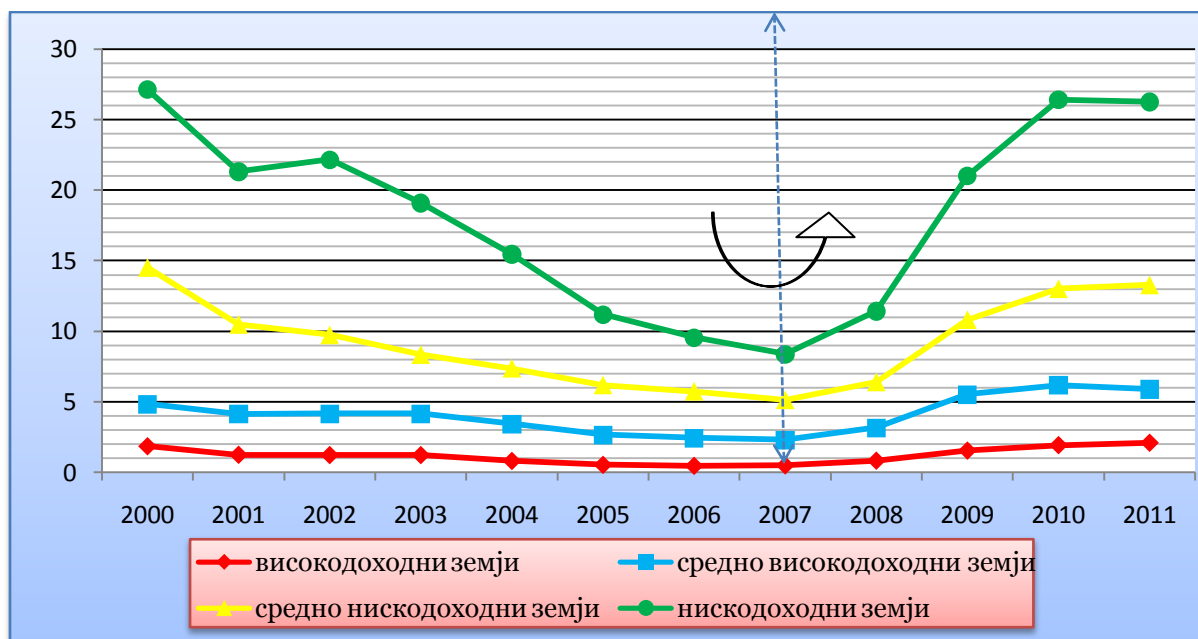
Извор: Сопствени анализи на авторот

Од Графиконот број 11 се забележува дека се зголемува бројот на земји со стапка на адекватност на капиталот која е над просечната и дека таквото зголемување се должи на зголемувањето на вредноста на овој показател кај неколку високодоходни земји. Имено, 18 земји од примерокот имаат стапка која е над просечната. Од нив 11 се нискодоходни, а 7 (Белгија, Луксембург, Швајцарија, Германија, Данска, Велика Британија и Австрија) се високодоходни земји.

Доколку се анализира индикаторот за *Нефункционалните кредити* кај различните доходни групи на земји, уочлива е промената на насоката на трендот почнувајќи од 2008 година. Имено, неколку годишната надолна линија на трендот на нефункционалните кредити, како резултат на глобалната светска економска криза ја менува својата насока. На Графиконот број 12 може да се забележи дека по отпочнувањето на кризата во 2007 година нефункционалните кредити сè уште

бележат блага надолна линија. Нивниот раст започнува во 2008 година, а бележи најсилно темпо во 2009 година. Веќе во 2010 година темпото на растот е намалено, за во 2011 година да дојде до негова стагнација.

### Графикон број 12. Индикаторот Нефункционални кредити/Вкупни кредити (%) кај различните доходни групи земји



Извор: Сопствени анализи на авторот

Порастот на нефункционалните кредити кај сите анализирани земји е резултат на намалената кредитоспособност по прелевањето на кризата во реалниот сектор во услови на намалена профитабилност на фирмите поради поскапувањето на цените на основните сировини и намалениот пласман на готовите производи, како и затворањето на работните места. Во вакви услови банките не се во можност да го задржат или да го зголемат обемот до кој претходно ги следеле финансиските потреби на своите комитенти од повеќе причини: препораките на централните банки за водење на конзервативна кредитна политика каде приоритетите се насочени кон одржување на банкарската стабилност и ликвидност, намалената вредност на колатералите кои служат како обезбедување на кредитите, како и зголемените кредитни барања за обртни средства во услови на непостоење на



квалитетни инвестициони проекти. Растот на нефункционалните кредити е особено изразен кај групата на нискодоходни земји, пред сè, како резултат на нивната поголема ориентираност кон традиционалниот тип на банкарско работење, како и силниот раст на кредитното портфолио во периодот пред отпочнувањето на кризата кај поголем број на земји од анализираната група.

**Табела број 6. Индикаторот Нефункционални кредити/ Вкупни кредити кај двете групи нискодоходни земји**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Кипар				3,6	4,5	5,6	6,1
Грција	6,3	5,4	4,5	5	7,7	10,4	11,5
Словенија	2,5	2,5	1,8	1,8	2,3	3,6	
Португалија	1,5	1,3	1,4	1,8	2,8	3,3	3,2
Малта	3,9	5,9	5,1	4,8	5,6	7,2	7,3
Чешка	3,9	3,6	2,7	3,2	5,2	6,2	5,6
Словачка	5	3,2	2,5	2,5	5,3	5,8	5,8
Естонија	0,2	0,2	0,5	1,9	5,2	5,4	5,2
Хрватска	6,2	5,2	4,8	4,9	7,8	11,2	11,5
Унгарија	2,3	2,6	2,3	3	6,7	9,7	10,4
Полска	11	7,4	5,2	4,5	8	8,8	8,4
Литванија	0,6	1	1	4,6	19,3	19,7	19,1
Латвија	0,7	0,5	0,8	3,6	16,4	19	18,4
Турција	5	3,9	3,6	3,8	5,6	3,8	3,1
Романија	2,6	1,8	2,6	2,8	7,9	11,9	13,4
Црна Гора	5,3	2,9	3,2	7,2	13,5	21	
Бугарија	2,2	2,2	2,1	2,5	6,4	11,9	13,5
Србија				11,3	15,5	16,9	18,6
Македонија	15	11,2	7,5	6,7	8,9	9	9,1
БиХ	5,3	4	3	3,1	5,9	11,4	11,7
Албанија	2,3	3,1	3,4	6,6	10,5	13,9	14,4

Извор: World Databank

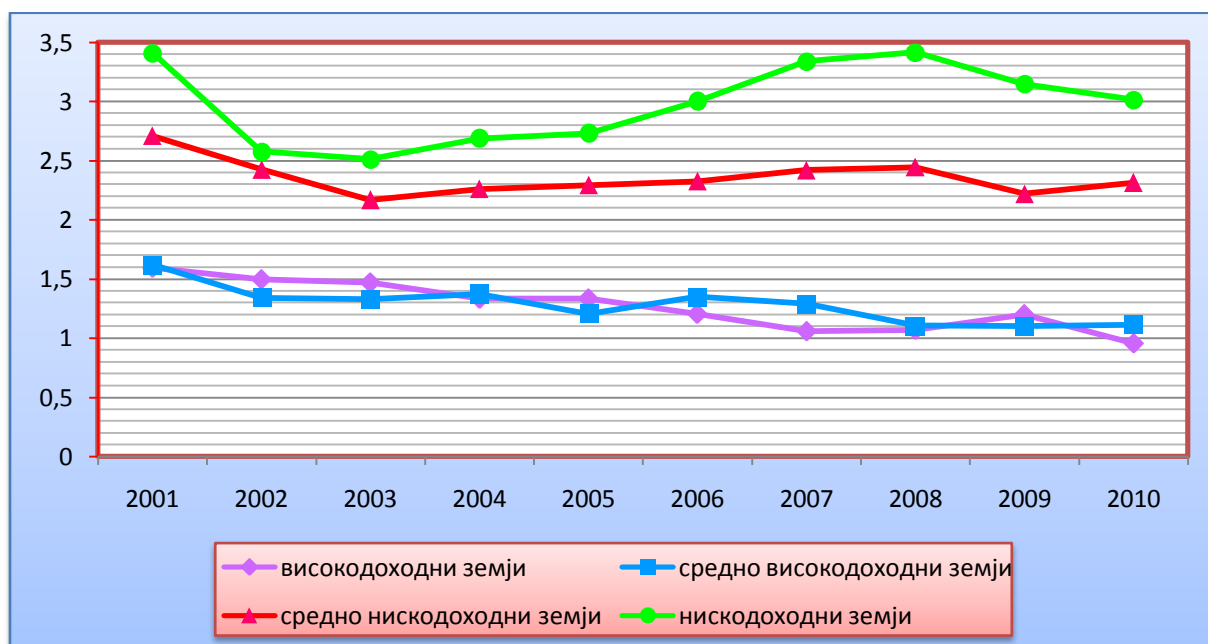
Во Табела број 6 се прикажани вредностите на индикаторот Нефункционални кредити/ Вкупни кредити кај двете групи нискодоходни земји во периодот од 2005 до 2011 година. Притоа, во рамките на групата на средно нискодоходни земји се издвојуваат Хрватска, Грција, Унгарија и Естонија. Во рамките на групата на нискодоходни земји, сите земји бележат високи стапки на раст на

нефункционалните кредити во периодот по 2007 година, со исклучок на Турција и Македонија каде темпото на раст на нефункционалните кредити е поблаго. Меѓутоа, како резултат на силно изразените стапки на раст, во рамките на оваа група се издвојуваат Латвија, Литванија и Црна Гора.

Притоа, во периодот на најсилен раст на нефункционалните кредити кај групата на високодоходни земји најизразен е примерот на Ирска, каде нефункционалните кредити од 0,8% во 2007 година, растат до 2,6% во 2008 година, достигнуваат 9% во 2009 година, 8,6% во 2010 година и 9,2% во 2011 година. Освен Ирска, нешто поизразено темпо на пораст на нефункционалните кредити во рамките на двете групи високодоходни земји, бележат Италија, Шпанија, Велика Британија и Данска.

На Графиконот број 13 е презентирано движењето на Индикаторот Нето каматна маржа кај различните доходни групи на земји во периодот 2001 – 2010 година.

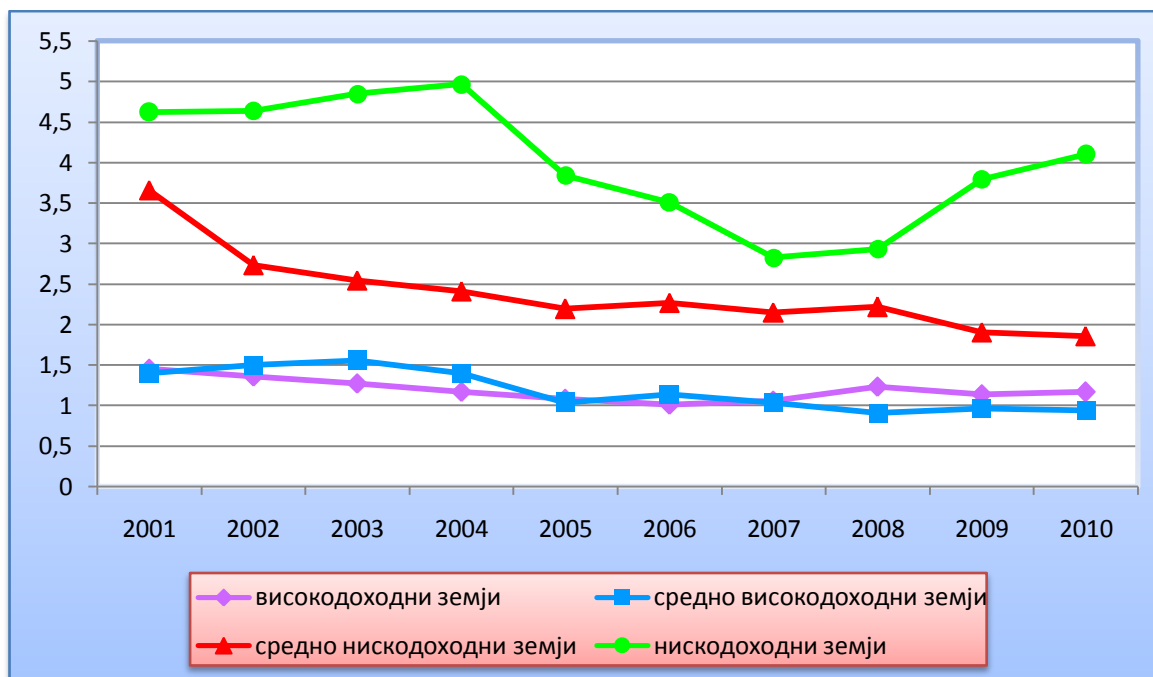
### Графикон број 13. Индикаторот Нето каматна маржа кај различните доходни групи на земји (во %)



Извор: Сопствени анализи на авторот

Во рамките на целиот период јасна е разликата во вредноста на овој индикатор помеѓу високодоходните земји, каде изнесува нешто помалку од 1% до 1,5% и нискодоходните земји со вредност на индикаторот од 2% до 3,5%. Високодоходните земји бележат пониски нето каматни маржи како резултат на поефикасниот банкарски сектор кој се карактеризира со поголема конкурентност. Меѓутоа, при споредба на вредноста на овој индикатор на почетокот и на крајот на анализираниот период, се забележува општата тенденцијата на намалување на неговата вредност. Врз основа на пресметката на просечната вредност на овој индикатор за десетгодишниот анализиран период по поодделните земји од примерокот, може да се констатира дека како земји со највисока просечна вредност на стапката од над 3% се издвојуваат: Црна Гора, Босна и Херцеговина, Албанија, Бугарија, Србија, Македонија, Турција и Унгарија, додека како земји со најниска просечна стапка од под 1% се издвојуваат: Швајцарија, Франција, Луксембург, Ирска и Велика Британија.

**Графикон број 14. Индикаторот Индиректни трошоци кај различните доходни групи на земји (во %)**



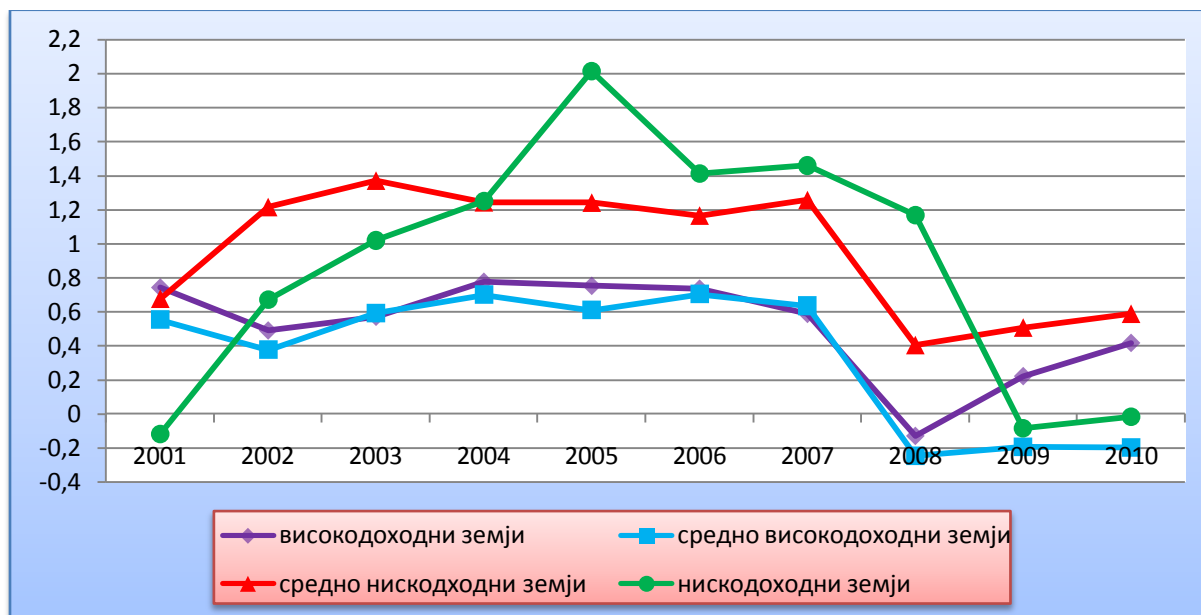
Извор: Сопствени анализи на авторот

На Графиконот број 14 е прикажана анализа на движењето на Индикаторот Индиректни трошоци кај различните доходни групи на земји во периодот 2001 – 2010 година. И кај вредноста на овој индикатор постои очигледна разлика помеѓу различните доходни групи на земји. Имено, додека просечната вредност на овој индикатор за двете групи високодоходни земји е безмалку идентична (1,19% кај високодоходните земји и 1,18% кај средно високодоходните земји), нејзината вредност е повисока кај средно нискодоходните земји и изнесува 2,39%, а највисока кај нискодоходните земји со 4,01%. Станува збор за повисока ефикасност на банкарскиот систем кај групата земји со повисок доход како резултат на економијата од обем, глобализацијата, ниските оперативни трошоци, користењето на понапредни софтвери и know - how итн. Притоа, за разлика од другите три групи на доходни земји кои во целиот анализиран период не бележат значајни промени во насоката на движење на овој индикатор, кај групата нискодоходни земји падот на вредноста на овој индикатор од 5% во 2003 година до помалку од 3% во 2007 година, е проследен со повторен пораст до нешто повеќе од 4% во 2010 година. Ваквата тенденција во најголема мера се должи на вредноста на овој индикатор во Србија, каде од околу 5% во 2007 и 2008 година се искачува на 14,7% во 2009 и 18,6% во 2010 година. Врз основа на пресметката на просечната вредност на овој индикатор за десетгодишниот анализиран период по поодделните земји од примерокот, може да се констатира дека како земји со највисока просечна вредност на стапката од над 4% се издвојуваат: Србија, Црна Гора, Романија, Унгарија и Босна и Херцеговина (просечната вредност на овој индикатор за Македонија изнесува 3,83%), додека како земји со најниска просечна стапка од под 1% се издвојуваат: Белгија, Холандија, Луксембург, Финска, Данска, Франција и Ирска.

На Графиконот број 15 е прикажана анализа на индикаторот ROA кај различните доходни групи на земји во периодот од 2001 до 2010 година. Меѓутоа, оваа анализа не е намената за споредба на големината на овој индикатор помеѓу различните доходни групи, преку која би се заклучило дека двете групи високодоходни земји бележат пониска вредност на ROA од 0,44% во однос на двете групи нискодоходни земји кои бележат повисока вредност на ROA од 0,93%.

Ваквата состојба е резултат на пониската просечна вредност на активата на банките на нискодоходните земји која изнесува 65.155 милијарди УСД (63,45% од БДП), за разлика од високодоходните земји каде изнесува 1.253,9 милијарди УСД (141% од БДП), а не на нивната поголема профитабилност. Целта на оваа анализа е да се анализира насоката на трендот на овој индикатор особено во период околу големата финансиска криза. Како резултат на значителното повлекување на средствата и намалената профитабилност, по 2007 година сите земји бележат намалување на вредноста на ROA.

**Графикон број 15. Индикаторот Поврат на активата (ROA) кај различните доходни групи на земји (во %)**



Извор: Сопствени анализи на авторот

Дел од високодоходните земји бележат негативна вредност на овој индикатор во 2008 година, за прв пат во рамките на целиот анализиран период. Таков е примерот со Холандија, Швајцарија и Белгија каде вредноста на индикаторот ROA во 2008 година изнесува - 1,66%, - 1,72% и -2,09%, респективно. Падот е ублажен во 2009 година што се манифестира со вредност на индикаторот во трите земји од -0,22, -0,20 и -0,49%, респективно.

**Поле 1: Ранливоста на банкарскиот сектор во балтичките земји**

Како реакција на влошените економски услови за време на глобалната финансиска криза, кредитниот бум евидентиран во Естонија, Латвија и Литванија е заменет со рапидно намалување на кредитната активност на банкарскиот сектор во сите три балтички земји. Имено, стапката на кредитен раст која во 2006 и 2007 година се движи од 40% до 60%, веќе во 2008 година отпочнува да се намалува и се движи од 15% до 20%, за во 2009 и 2010 година да достигне негативна вредност од околу -10% годишно. Во 2008 година во сите три земји е евидентирано зголемување на стапката на нефункционални кредити во просек за околу 2 процентни поени. Меѓутоа, со продлабочување на рецесијата во 2009 година доаѓа до рапидно нарушување на квалитетот на кредитното портфолио и зголемување на стапката на нефункционални кредити за 3 до 4 пати (од 1,9% на 5,2% во Естонија, од 3,6% на 16,4% во Латвија и од 4,6% на 19,3% во Литванија). Стапката на раст на депозитите која пред кризата достигнува 40%, како резултат на масовниот одлив на депозити (доминантно од нерезиденти), отпочнува да се намалува и бележи негативна вредност во 2009 година.

Показателот Кредити/ Депозити манифестира повеќе од двојно поголем волумен на кредитите во однос на депозитите во балтичките земји и нивниот банкарски сектор покажува висока зависност од надворешни извори на финансирање, вообичаено обезбедени од нордиските банки мајки. На пример, нордиските банки контролираат над 80% од вкупната актива на банкарскиот сектор на Литванија. Дури и во вакви услови, нордиските банки главно ја потврдуваат својата подготвеност да останат присутни во балтичкиот регион, но со повисоки провизии и повисоки цени на новиот капитал. Дополнително, Централната банка на Шведска, како реакција на влошената состојба на шведските банки во балтичкиот регион врши зголемување на девизните резерви и превентивни стрес – тестови на шведските банки кои се активни во балтичкиот регион. Како одговор на продлабочувањето на глобалната финансиска криза, а со цел одржување на финансиската стабилност и довербата во финансиските пазари, во февруари 2009 година, централните банки на Шведска и Естонија склучуваат свој аранжман за претпазливост овозможувајќи пристап до 10 милијарди \$ шведски круни (92 милиони ЕУР) за зголемување на девизната ликвидност на Естонија.

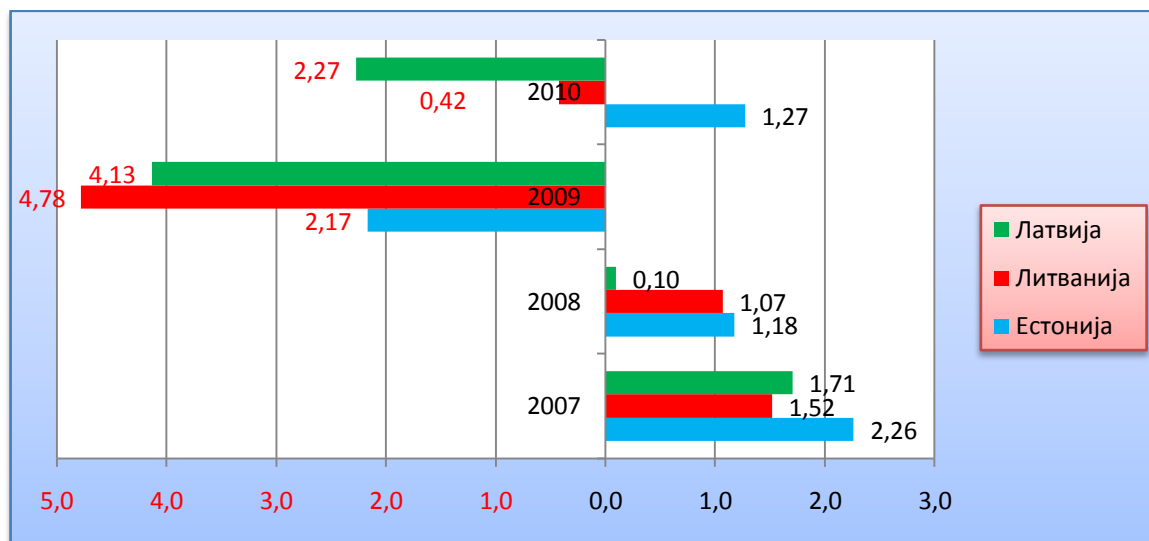
Во склоп на пошироките антикризни мерки, со цел да делуваат превентивно на натамошното повлекување на депозитите, владите ги зголемуваат лимитите за осигурување на депозитите (на 100.000 еур во Литванија, а на 50.000 еур во Латвија), зголемена е достапноста на информациите преку кредитните регистри, централните банки вршат намалување на стапката на задолжителна резерва заради зголемување на ликвидносната поддршка на комерцијалните банки. Дополнително, во текот на 2009 година се донесени неколку закони кои ги намалуваат рестрикциите за влез на странски капитал во банкарскиот сектор и овозможуваат рекапитализација од страна на државата на банките кои имаат тешкотии.

Во ноември 2008 година Владата на Латвија национализира мнозински удел од најголемата домашна банкарска групација Парекс со цел да делува превентивно во однос на натамошното повлекување на депозитите. Државата инјектира поголем износ на ликвидност во банката објавувајќи сеопфатен план за реструктуирање и поставува рестрикции на повлекувањето на депозити. Меѓутоа, веднаш ги објавува своите намери за што е можно побрза продажба на својот удел во Парекс по реализирањето на поставената мисија и повторно враќање на приватната сопственост на групацијата. Во април 2009 година е склучен договор за преземање на 25% капитален удел во Парекс од страна на ЕБРД, со цел зголемување на довербата, олеснување на финансискиот товар на владата и помош во процесот на реструктуирање за враќање во приватната сопственост. Како резултат на тоа што нерезидентите се одговорни за доминантен дел од повлечените депозити од Парекс, оваа епизода покажува колку е ранлив банкарскиот сектор кој доминантно се потпира на депозитите на нерезиденти.

Извор: Сопствени анализи на авторот врз основа на податоци од EBRD Transition Report 2009

За разлика од овие наведените три земји, овој индикатор во Ирска бележи пад од 0,83% во 2007 година на 0,45% во 2008 година. Негативната вредност од -2,70% достигната во 2009 година се продлабочува до -4,65% во 2010 година. Од групата на нискодоходни земји се издвојуваат балтичките земји (Латвија, Литванија и Естонија) кои бележат намалување на вредноста на индикаторот ROE во 2008 во однос на 2007 година (Графикон број 16). Ова намалување кулминира во 2009 година достигнувајќи негативни вредности – во Литванија -4,78%, во Латвија -4,13% и во Естонија – 2,17%. Веќе во 2010 година трендот на овој индикатор во балтичките земји бележи нагорна линија, при што во Белгија преминува во зоната на позитивни вредности и се сведува на 1,27%.

**Графикон број 16. Анализа на трендот на индикаторот ROE во балтичките земји (2007-2010) година (во %)**

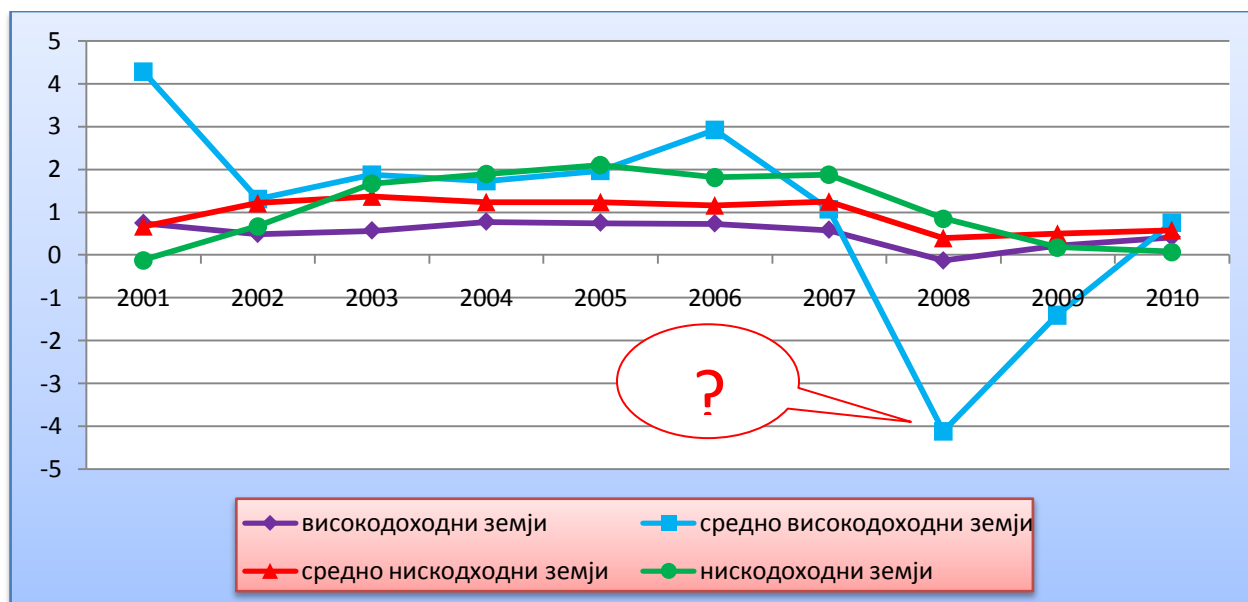


Извор: Сопствени анализи на авторот

Графиконот број 17 служи за анализа на трендот на Индикаторот за поврат на капиталот (ROE) на банките од анализираната група земји во периодот од 2001 до 2010 година. Во периодот по отпочнувањето на кризата безмалку сите земји бележат пад на индикаторот ROE кој е повеќе изразен кај побогатите земји кои се карактеризираат со посовремени банкарски политики, пониска капитализираност, пониски каматни маргини и поголема зависност од

глобалниот финансиски пазар. Кај 19 од вкупно 37 земји, како резултат на остварените загуби, овој индикатор бележи негативна вредност барем во една од трите анализирани периоди по 2007 година. Најниски вредности на овој индикатор бележат Белгија, Холандија, Ирска, Швајцарија, Малта, Црна Гора и балтичките земји.

**Графикон број 17. Индикаторот Поврат на капиталот (ROE) кај различните доходни групи на земји (во %)**



Извор: Сопствени анализи на авторот

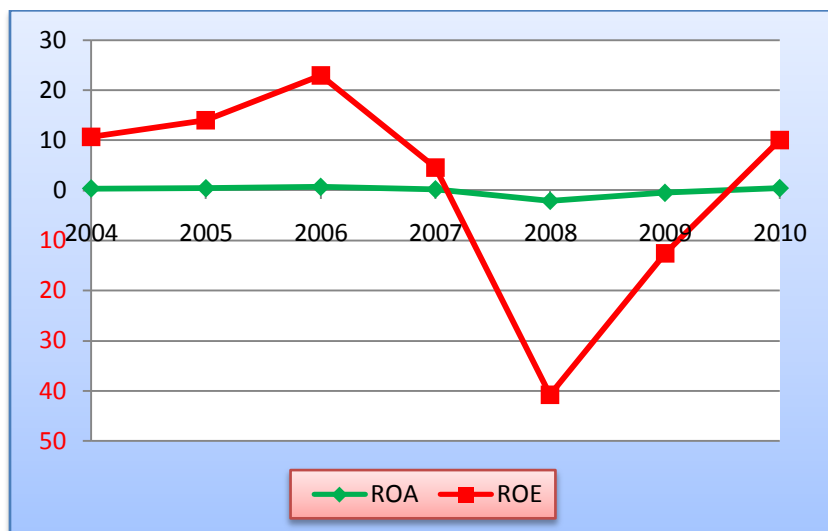
Сепак, по екстремното намалување на вредноста на овој индикатор се издвојува 2008 година кај групата средно високодоходни земји со просечна вредност на индикаторот од -4,12%. Ваквата слика се должи на екстремното намалување на вредноста на индикаторот ROE кај банкарскиот сектор во Белгија на вредност од -40,8% во 2008 година. Движењето на индикаторите ROA и ROE кај банкарскиот сектор на Белгија во периодот од 2004 до 2010 година е прикажано на Графиконот број 18.

На крајот на 2008 година банкарскиот сектор на Белгија бележи загуба од околу 21 милијарда евра, намалување на капиталот за 11,8 милијарди евра и намалување



на средствата за 156,3 милијарди евра во однос на крајот на 2007 година. Притоа, во истиот период само кај трите најголеми банкарски групации Фортис, Дексиа и КБЦ вредноста на индикаторот изнесува – 36,5%. Во продолжение следи краток осврт на состојбата на трите најголеми банкарски групации од Белгија во периодот кој следи по пропаѓањето на Lehman Brothers.

**Графикон број 18. Движењето на ROA и ROE кај банкарскиот сектор на Белгија во периодот од 2004 до 2010 година (во %)**

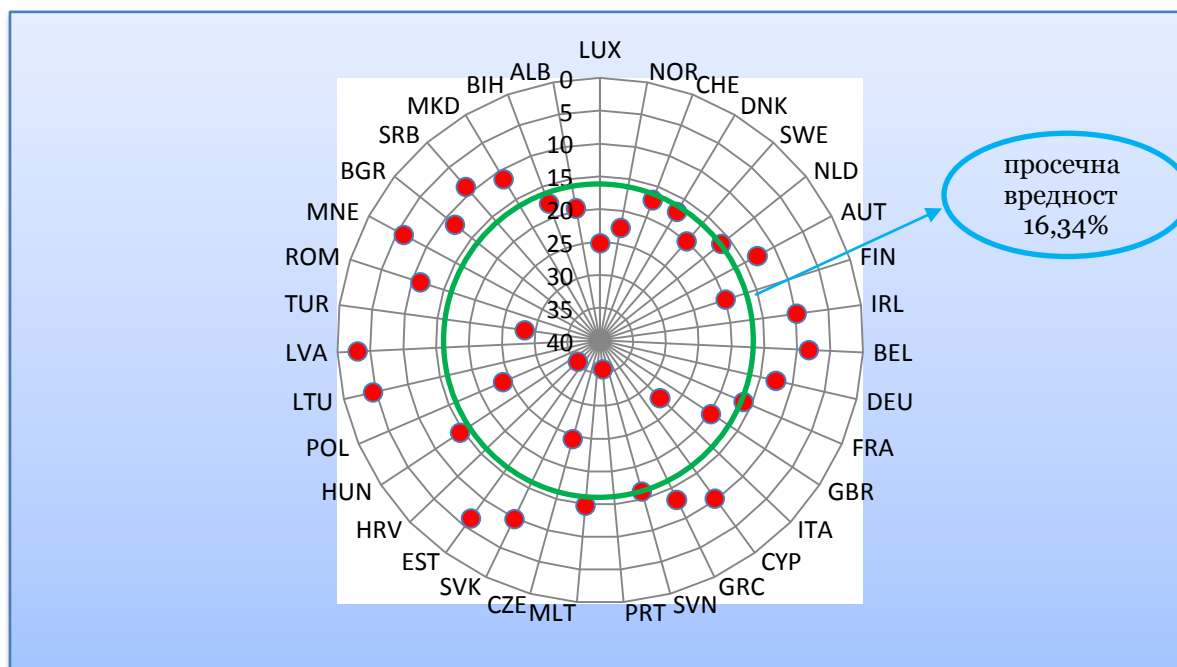


Извор: Сопствени анализи на авторот

Материјалната изложеност на структурирани финансиски инструменти има значителен придонес во намалувањето на пазарната моќ и кредибилитетот на групацијата Фортис. Дополнително, ранливоста на групацијата во услови на исклучителна напнатост и нестабилност на меѓународниот финансиски пазар произлегува од намалената флексибилност по аквизицијата на ABN AMRO. И Групацијата Дексиа има потреба од итна владина интервенција на крајот на септември 2007 година како резултат на тешкотиите во рефинансирањето кои произлегуваат од големата зависност од глобалниот финансиски пазар, изразената рочна неусогласеност на средствата и обврските во билансот на состојба и високата изложеност на средства кои гласат на американски долари. По силниот пораст на премијата на credit default swaps (CDS) следи објавата на Moody's за намалениот рејтинг на колатерализираните должнички обврски

креирани од Групацијата КБЦ, како резултат на што доаѓа до нивно засилено повлекување. Покрај тоа што Групацијата КБЦ не се соочува со изразени ликвидносни тешкотии, нејзината висока изложеност на ваквите структурирани финансиски инструменти предизвикува загуба која на крајот на 2008 година изнесува околу 2,5 милијарди евра. Со оглед на тоа што овие настани се случуваат во период во кој многу европски влади ги објавуваат своите планови за помош на нивните финансиски институции преку зајакнување на капиталот како дополнителна заштита од идните загуби, белгиската влада активно се вклучува во рекапитализацијата на белгиските водечки финансиски групации Фортис, Дексиа и КБЦ. Дел од мерките преземени од страна на белгиската влада за поткрепа на финансиската стабилност во Белгија подетално се објаснети во Полето број 1.

### Графикон број 19. Z-оценката за финансиската стабилност на банкарскиот сектор по 2007 година (во %)



Извор: Сопствени анализи на авторот

На Графиконот број 19 е направена анализа на Z-оценката за финансиската стабилност на банкарскиот сектор по 2007 година врз основа на просечната

вредност на овој индикатор во 2008, 2009 и 2010 година кај поодделните земји. Притоа, за тригодишниот период просечната вредност на индикаторот за сите земји изнесува 16,34%. Доколку се земе предвид фактот дека висината на Z-оценката е во инверзна врска со веројатноста за несолвентност на банкарскиот сектор, во рамките на зелениот круг на прикажаниот графикон се земјите кои имаат банкарски сектор со повисок степен на стабилност.

На Графиконите број 20, 21, 22 и 23 е направена трендовска анализа на показателите за пазарот на акции: пазарната капитализација, тргуваната вредност, показателот на обртот и показателот за стабилноста на ценовниот индекс на акциите кај различните доходни групи на земји во периодот од 2001 до 2011 година.

#### Графикон број 20. Пазарната капитализација на берзите кај различните доходни групи на земји (%од БДП)

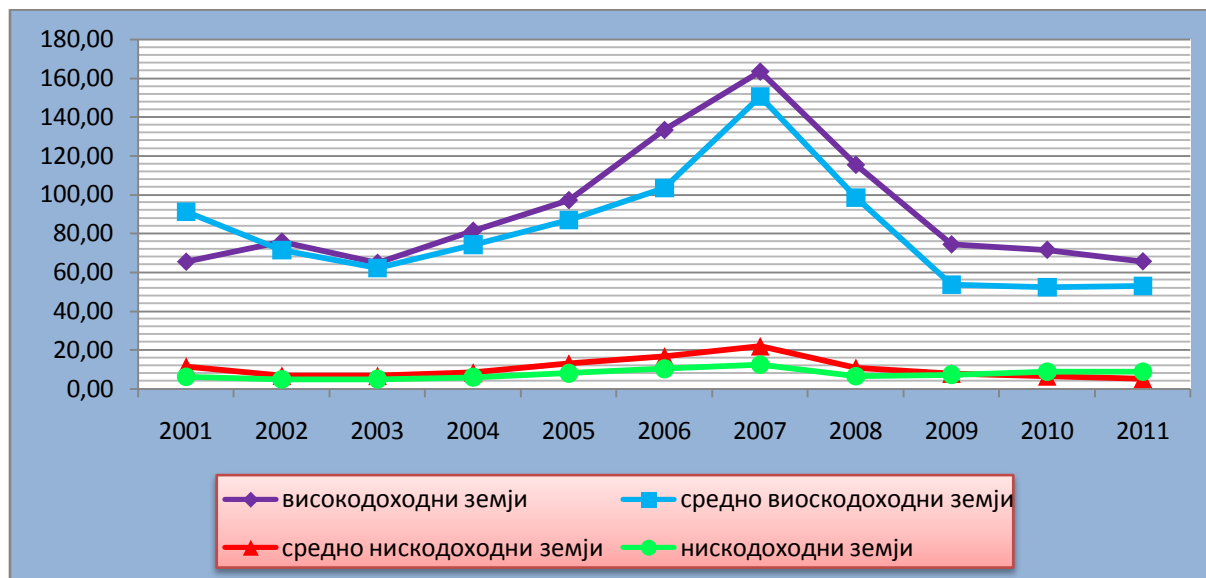


Извор: Сопствени анализи на авторот

Стапката на раст на пазарната капитализација во петгодишниот период пред големата светска економска криза бележи просечна вредност од околу 22% кај високодоходните и околу 54% кај нискодоходните земји. Во последните две

години пред кризата просечната вредност на оваа стапка изнесува околу 31% кај високодоходните и околу 59% кај нискодоходните земји. Ваквите разлики во порастот се должат на пониската стартна основа и недоволно развиените берзи кај нискодоходните земји.

### Графикон број 21. Тргуваната вредност на берзите кај различните доходни групи на земји (% од БДП)



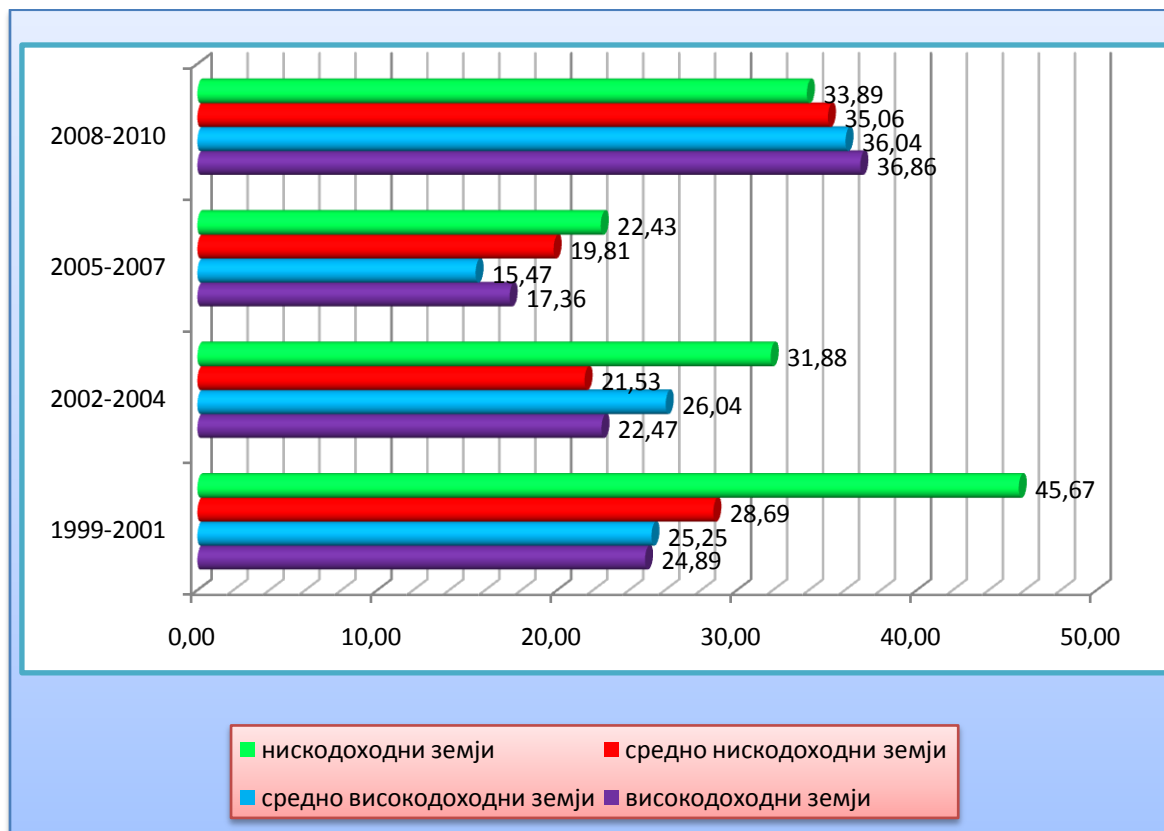
Извор: Сопствени анализи на авторот

Најголем раст на стапката на пазарна капитализација е забележан во 2007 година во Луксембург од околу 108%, Кипар 141%, Малта 99% и кај балканските земји (Хрватска, Црна Гора, Бугарија, Србија, Македонија) во просек од околу 123%. Во 2008 година кај сите анализирани земји, без исклучок стапката на раст на пазарната капитализација бележи надолна тенденција и достигнува просечна вредност од -54% (ваквиот тренд кај Ирска, Белгија и Литванија е отпочнат уште во 2007 година), со што неколкугодишниот биков пазар е заменет со мечкин. Притоа, најголем пад е забележан во Кипар (-73,1), Македонија (-69,6%), Австрија (-68,4%), Естонија (-67,7%), Грција (-65,9%), Норвешка (-64,7%) и Литванија (-69,6%). Веќе во наредните две години е забележан тренд на стабилизација и блага нагорна тенденција на стапката на раст на пазарната капитализација, со исклучок на петте високодоходни земји кај кои тенденцијата за враќање на пазарната

капитализација на поранешните повисоки вредности е посилено изразена. Како реакција на кризата во еврозоната, кај најголем број од анализираниите земји во 2011 година повторно се забележани негативни вредности на оваа стапка. Нивниот интензитет е послаб во однос на 2008 година од причина што стартната основа од 2010 година е многу пониска од онаа во 2007 година. Всушност, може да се заклучи дека во 2011 година износот на пазарната капитализација во најголем број земји повторно се враќа на нивоата на кои се намали во 2008 година.

Согласно со приказот на Графиконот број 21 кој се однесува на тргуваната вредност на берзите, очигледна е разликата во обемот на тргување помеѓу групите на високодоходни и групите на нискодходни земји, како и различната динамика на раст на обемот на тргување како реакција на кризниот период по 2007 година. Во групата на високодоходни земји со обемот на тргување кој е над 100% од БДП, предничат пазарите во Швајцарија, Шведска, Холандија, Финска, Велика Британија и Шпанија. Меѓутоа, токму високодоходните земји бележат најбрз раст на обемот на тргување на берзите во периодот кој претходи и најстар пад во периодот кој следи на отпочнувањето на глобалната финансиска криза. Речиси во сите анализирани земји стапката на раст на обемот на тргување во периодот до 2007 година е позитивна. Во еден дел од земјите, оваа стапка го достигнува својот максимум во 2006 година. Во 2007 обемот на тргување расте со побавно темпо, а во 2008 година обемот на тргување се намалува и стапката на раст станува негативна. Таков е примерот со Австрија, Норвешка и Франција, каде стапката на раст во 2006 изнесува 62,7%, 61,1% и 55,5% (соодветно), се намалува на 32,2%, 16,2% и 19,2% (соодветно) во 2007 година и преминува во зоната на негативни вредности од -22,1%, -32,3% и -12,9% (соодветно) во 2008 година. Кај најголем дел од анализираниите земји стапката на раст на обемот на тргување на берзите останува во зоната на негативни вредности до крајот на анализираниот период.

## Графикон број 22. Анализа на волатилноста на ценовниот индекс на акциите



Извор: Сопствени анализи на авторот

Согласно со Графиконот број 22, најголема волатилност и најголеми флукуации во вредноста на берзанските индекси бележат нискодоходните земји. Во периодот од 1999 до 2001 година овој показател кај нискодоходните земји бележи максимална вредност од 45,67% и е безмалку двојно поголем од неговата вредност кај високодоходните земји. Во периодот од 2005 до 2007 година показателот за волатилноста на берзанскиот индекс во сите анализирани земји бележи најниски вредности и во просек изнесува 18,9% од акциите. Тоа значи дека во овој период националните берзански индекси на анализирани земји не флукуираат драматично и дека во еден подолг временски период темпото на промени во нивните вредности е стабилно. Највисока просечна вредност од 35,31% на показателот на волатилноста кај сите анализирани земји е забележана во

периодот од 2008 до 2010 година, што укажува на фактот дека во овој период вредностите на националните берзански индекси можат да флукутираат драматично во еден краток временски период во кој било правец. Притоа, постојат разлики во просечната годишна вредност на показателот на волатилноста за сите земји во рамките на трите години. Имено, оваа вредност во 2008 година изнесува 28,05%, во 2009 година 44,37% и 33,95% во 2010 година, што укажува на најсилно изразената нестабилност на вредностите на берзанските индекси во 2009 година. Дополнително, во рамките на овој тригодишен период кај различните доходни групи на земји не постојат значителни отстапувања од просечната годишна вредност на показателот на волатилноста за сите земји.

#### **4. АНАЛИЗА НА ПРОЦЕСОТ НА “ДОСТИГНУВАЊЕ” КАЈ ЗЕМЈИТЕ ОД ЦЕНТРАЛНА И ЈУГОИСТОЧНА ЕВРОПА**

При компаративна анализа на динамиката на економските движења и кредитната активност помеѓу земјите од Централна и од Југоисточна Европа, од една страна и развиените пазарни економии, од друга страна, се доаѓа до констатација дека транзиционите економии бележат повисоки стапки на реален пораст на БДП и повисоки стапки на кредитен раст. Ваквата констатација претставува одраз на процесот на реална конвергенција на транзиционите економии кон Европската унија. Транзиционите економии се стремат да го достигнат нивото на капитал, продуктивност и приходи кое го имаат постојните членки на Европската унија. Оттука, земајќи ја предвид ниската стартна основа, позитивните економски движења во овие економии можат да се сфатат и како дел од нормалниот процес на “достигнување” - catching-up process. Меѓутоа, како резултат на постигнатиот степен на интегрираност, негативните движења и флукуациите во економската активност на развиените економии за време на финансиската и должничката криза предизвикуваат рецесиони движења и во транзиционите економии и тоа со одреден степен на задоцнување. Во продолжение следи анализа на забрзаната економска активност и прекумерниот кредитен раст како дел од процесот на “достигнување” кај земјите од Централна и од Југоисточна Европа. Притоа, користен е филтерот на Ходрик и Прескот со цел да се констатираат отстапувањата од долгорочниот тренд на индикаторот Кредити/БДП во насока на осознавање на евентуална заедничка патека по која се одвива кредитната активност во транзиционите економии во периодот околу финансиската криза од 2007 година.

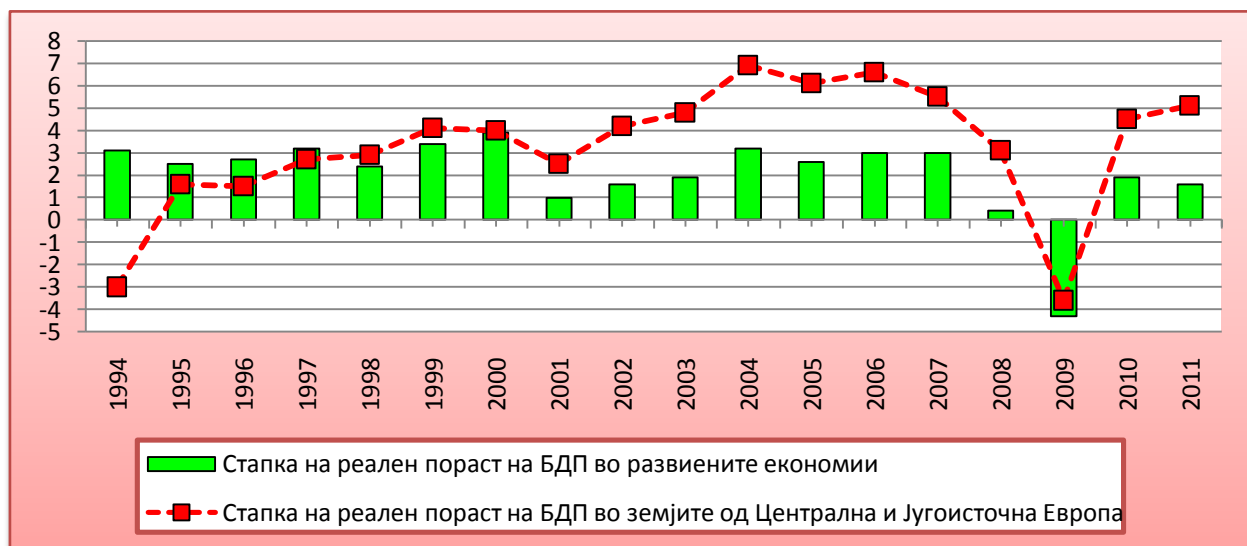
##### **4.1 Забрзаната економска активност како дел од процесот на “достигнување” кај земјите од Централна и од Југоисточна Европа**

Во транзиционите економии од Централна и од Југоисточна Европа процесот на ревитализација на вкупната економска активност и спроведувањето на структурните реформи отпочнува во периодот од 1993 до 1995 година и се одвива



со различна динамика во различни земји. Во зависност од степенот до кој е извршено реструктурирање, стабилизација и приватизација, перформансите на овие земји се различни. Уште на почетокот на транзициониот процес на врвот на листата на успешните транзициони економии се Чешка, Полска, Словенија, Унгарија, Естонија и Словачка, како резултат на успешно спроведените реформи, приливот на странски инвестиции, порастот на извозот, зголемената инвестициона активност и порастот на стапката на економски раст.

### Графикон број 23. Стапката на реален пораст на БДП во развиените економии и земјите од Централна и од Југоисточна Европа



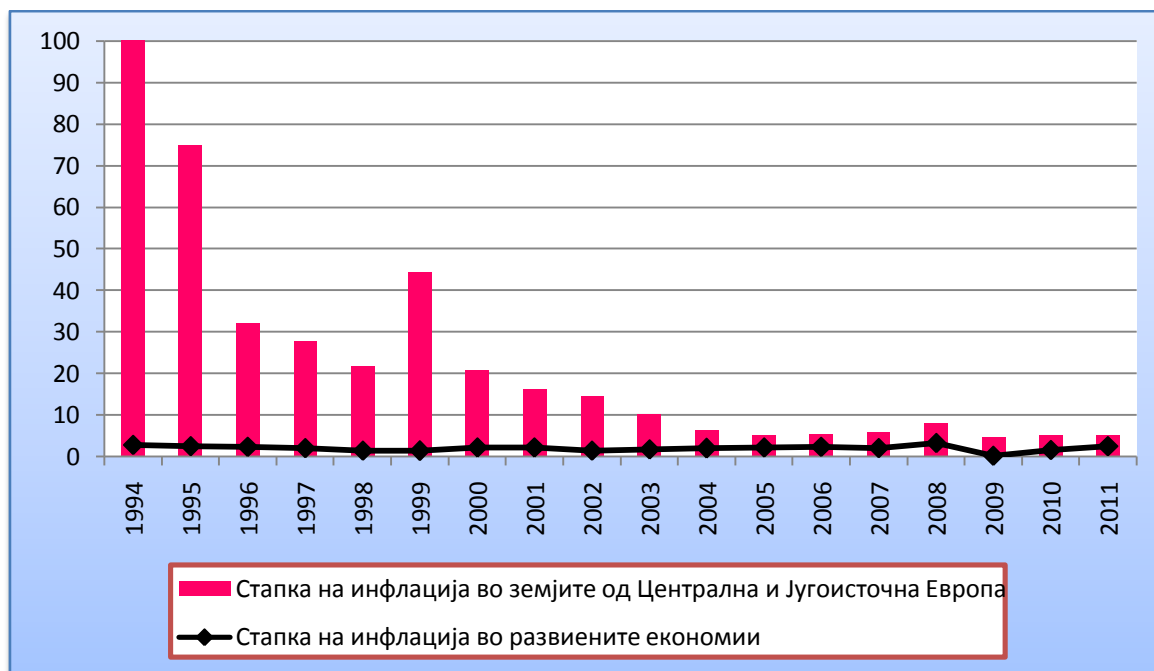
Извор: Сопствени анализи на авторот врз основа на податоците од World Databank

Преостанатите транзициони економии, и покрај тоа што не бележат посебен напредок во доменот на реформските потези, во рамките на овој период успеваат да ја сведат инфлацијата од повеќецифрени на двоцифрени броеви.

Транзиционите економии по една деценија од востановувањето на макроекономска и институционална рамка за премин кон пазарно стопанство, се силно погодени од процесите на глобализација и интеграција. Во рамките на овој период се остварени бројни структурни реформи, либерализација на цените, како и либерализација на надворешната трговија и движењето на капиталот. Согласно со ориентацијата за интегрирање кон Европската унија, во овој период

надворешно трговската размена на транзиционите економии од Централна и од Југоисточна Европа постепено се преориентира кон Европската унија. Транзиционите економии бележат различни резултати од процесот на транзицијата во зависност од разликите во појдовната економска структура, политичките случувања, макроекономските политики и преземените реформски потези. Во реформските процеси, дел од транзиционите економии се успешни како резултат на високиот степен на либерализација, додека дел бележат стагнација и уназадување кое се должи на недоследното спроведување на реформите во услови на затвореност, политичка репресија и слабо владеење на законите. Генерално, може да се констатира дека реформските процеси во транзиционите економии, по заокружувањето на иницијалната реформска фаза која се однесува на општа стабилизација, либерализација и приватизација на малите претпријатија, имаат создадено основа за солидни макроекономски перформанси и одржлив раст.

#### Графикон број 24. Стапката на инфлација во развиените економии и земјите од Централна и од Југоисточна Европа



Извор: Сопствени анализи на авторот врз основа на податоците од World Databank

Со надминувањето на иницијалната, следи втората напредна фаза на реформските процеси во која приоритетите се насочени кон зголемувањето на конкурентноста, реструктурирањето на претпријатијата, развојот на финансиските институции и инфраструктурните реформи. И покрај тоа што кај земјите од Централна и Источна Европа и од Балтикот во периодот пред формалното пристапување кон Европската унија бележат напредок во доменот на кредитирањето на приватниот сектор, регулирањето на пазарите на капитал и јакнењето на прудентната супервизија, постои значителен простор за натаношно јакнење на институционалните реформи. Истовремено, транзициониот процес продолжува да зајакнува и во земјите од Југоисточна Европа кои имаат статус на кандидати за членство во ЕУ. Напорите за исполнување на стандардите кои ги наметнува ЕУ кај овие земји насочени кон намалувањето на корупцијата и организираниот капитал, резултираат со донесување на неколку антикорупциски програми и закони. Стапката на реален економски раст кај транзиционите економии во овој период бележи засилена нагорна тенденција и претставува одраз на процесот на реална конвергенција на транзиционите економии кон Европската унија. Основни генератори на економскиот раст се порастот на домашната кредитна активност која овозможува зголемување на степенот на финансиска интермедијација и ги поттикнува инвестициите и потрошувачката, како и зголемените странски директни инвестиции и порастот на извозот наменет за пазарите на Европската унија.

Ваквите нагорни економски движења кај поголем број транзициони економии се прекинати во четвртиот квартал на 2007 година поради влијанието на светската финансиска криза. Ефектите од кризата се чувствуваат преку падот на индустриското производство, намалените активности во градежништвото, намалениот прилив на странски директни инвестиции и надолните трендови на финансиските пазари. Дополнително, ефектите од кризата имаат значителен одраз и врз банкарскиот сектор и врз кредитната активност. Во услови на ограничени можности за финансирање на меѓународниот финансиски пазар, кредитната активност на банките се одвива во намален обем и под затегнати услови. Така, во последниот квартал од 2008 се намалува кредитниот раст, еден

од генераторите на зголемената економска активност во транзиционите економии. Со прераснувањето на финансиската криза во економска рецесија и со пренесувањето на рецесијата од развиените во транзиционите економии, земјите од Централна и од Југоисточна Европа се соочуваат со најтежок период по кризата при падот на централнопланскиот систем во раните деведесети години. При намалена домашна апсорпциона моќ, намален извоз, намалени капитални приливи и намалена кредитна активност, падот на економската активност изнесува 3,6%. Надолното движење на стапката на реален раст на БДП во транзиционите економии во 2009 година е констатирано по период на континуиран пораст на БДП кој во последните шест години во просек изнесува 5,5%. Намалената активност во реалниот сектор придонесува за намалување на инфлациските притисоци кои земаат замав во 2008 година во услови на пораст на цените на храната и енергенсите на светскиот пазар.

Глобалната рецесија од 2009 година условува забавување на темпото на институционалните реформи кај транзиционите економии. Заживувањето на глобалната економија, особено економската активност во евро-зоната, делува врз постепено закрепнување на економиите во регионот во 2010 година. Меѓутоа, повторното актуализирање на должничката криза во евро-зоната во мај 2011 година ги прекинува овие трендови, а фокусот повторно е насочен кон „ранливоста на закрепнувањето“ на реалните економии.

#### **4.2 Прекумерниот кредитен раст како дел од процесот на “достигнување” кај земјите од Централна и од Југоисточна Европа**

Кога станува збор за транзиционите економии, анализата на прекумерниот раст на кредитите е покомплексна заради нивната специфична економска ситуација. Согласно со анализите од претходната точка, транзиционите економии се стремат да го достигнат нивото на капитал, продуктивност и приходи кое го имаат постојните членки на ЕУ. Оттука, силниот кредитен раст кој е забележан во СЕЕСCs може да биде и дел од нормалниот процес на достигнување - *catching-up process*. На почетокот на транзицијата, меѓу 1991 и 1993 година, постојните кредитни залихи се елиминирани од хиперинфлација во некои земји (особено во Полска и

во балтичките држави). Потоа следи фаза на финансиска стабилизација и постепенa либерализација и продлабочување. Во 1997 година, нивото на кредитното портфолио на овие економии се уште е многу ниско во однос на БДП: помалку од 20% во балтичките држави, Полска, Македонија и Босна и Херцеговина (во споредба со, на пример, 139% во Кипар, 102% во Австрија, 105% во Холандија и 110% во Германија во истиот период). Силниот кредитен раст резултира со највисоко ниво на кредитна активност на овие економии во 2008 година.

### Графикон број 25. Споредба на вредностите на индикаторот Кредити / БДП (%) во транзиционите економии (2008 во однос на 1997 година)



Извор: Сопствени анализи на авторот

Споредбата помеѓу нивото на кредитна активност како процент од БДП на транзиционите економии во 2008 година со оние во 1997 година се прикажани на Графиконот број 23. Графиконот прикажува неколкукратно зголемување на вредноста на индикаторот Кредити/ БДП во 2008 во однос на 1997. На пример, во периодот 2006-2007 година кредитната активност во балтичките земји расте за 40% до 60% годишно. Кредитната активност во 2008 бележи значителен пораст во

однос на 1997 година и во Чешка (за 2, 4 пати) и во Словачка (за 1,6 пати). Меѓутоа, во анализираниот период БДП расте побрзо (тројно во Чешка и двојно во Словачка) од порастот на кредитната активност во овие две земји, како резултат на што индикаторот Кредити/БДП бележи помали вредности.

Емпириската литература укажува на фактот дека еноормно зголемената активност на банките, која вообичаено се манифестира преку кредитен бум најчесто е проследена со финансиски кризи. Со други зборови, периодите на бум им претходат на периодите на пад на активноста на финансиските пазари и институции.

Анализираниот примерок содржи 16 земји со растечки економии: 6 земји од поранешна СФРЈ (Македонија, Србија, Црна Гора, Босна и Херцеговина, Хрватска и Словенија), 3 земји од Балтичкиот регион (Латвија, Литванија и Естонија), 4 земји од Југоисточна Европа (Словачка, Чешка, Полска и Унгарија) и уште 3 земји претежно од Централниот дел на Европа (Романија, Бугарија и Албанија). Податоците се квартални и се однесуваат на период од 17 години, почнувајќи од првиот квартал на 1997 година, а заклучно со третиот квартал на 2012 година за индикаторот *Кредити/БДП (%)*. Исклучок е Црна Гора, каде анализата отпочнува од првиот квартал на 2002 година. Неговиот долгорочен тренд е проценет преку користење на двостраниот линеарен метод на филтрирање на Ходрик и Прескот. Периодите на кредитен бум се констатираат преку отстапувањата на индикаторите од долгорочниот тренд над одреден праг.

Со двостраниот линеарен метод на филтрирање на Ходрик и Прескот временските серии се декомпонираат на нивните долгорочни и краткорочни компоненти. Во случајот на кредитите, доколку индикаторите за кредитната активност во одреден период значително отскокнуваат над нивниот долгорочен тренд, може да се смета дека е сигнализирани кредитен бум. Периодите на кредитен бум најчесто се проценуваат преку употреба на податоци за група на земји означени како  $i = 1, \dots, n$ , за време на периодот  $t = 1, \dots, T$ . Кај банкарските кредити најрелевантен индикатор е *Кредити/БДП во %*, означен како  $c_{1,i,t}$  кој изнесува:  $c_{1,i,t} = C_{i,t}/Y_{i,t}$  каде со  $C_{i,t}$  е

означено салдото на банкарските кредити дадени на приватниот сектор, а со  $Y_{i,t}$  е означен БДП во земјата  $i$  во периодот  $t$ . Долгорочниот тренд означен како  $c_{k,i,t}$  за  $k=1,2$  вообичаено се проценува со помош на двостраниот линеарен метод на филтрирање на Hodrick – Prescott (HP филтер). Девијацијата (отстапувањето) од долгорочниот тренд се мери преку отстапувањето на индикаторот од неговиот тренд: за кредитите  $e_{k,i,t} = c_{k,i,t} - \underline{c}_{k,i,t}$ . Притоа, во периодот  $t$  во земјата  $i$  е констатиран кредитен бум единствено доколку отстапувањето  $e_{k,i,t}$  надминува одреден праг  $Sk,i$ , односно доколку  $e_{k,i,t} > Sk,i$ . Притоа е конструирана dummy варијабла  $I_{k,i,t}$  која изнесува 1 доколку  $e_{k,i,t} > Sk,i$ , а изнесува 0 во сите други случаи.

Во рамките на ваквата поставеност, колку е повисок прагот  $Sk,i$  помали се можностите за констатирање на кредитен бум. Прагот се востановува индивидуално за секоја земја и тоа како производ помеѓу стандардната девијација на кредитните флукуации околу трендот, и арбитрарно поставениот коефициент  $a$ , односно  $Sk,i = a\sigma_{k,i}$ . Овој пристап го применуваат аналитичарите од ММФ, давајќи му вредност на арбитрарниот коефициент од 1,75. Согласно со ова, бумот се дефинира како раст на кредитите кој го надминува долгорочниот тренд за 1,75 пати од стандардната девијација на флукуациите околу трендот. По аналогија на начинот на дефинирање на периодите на бум, падот се дефинира како контракција на кредитите која е под долгорочниот тренд за 1,75 пати од стандардната девијација на флукуациите околу трендот.

**Резултати и толкување.** Во продолжение, следи толкување на резултатите добиени од филтерот на Ходрик и Прескот за отстапувањето на индикаторот Кредити/БДП од неговиот долгорочен тренд. Притоа, од особена важност е да се направи разграничување помеѓу експанзијата на кредитната активност и кредитниот бум, односно помеѓу контракцијата на кредитната активност и кредитниот пад. Единствено експанзијата која е над и контракцијата која е под одредениот праг се толкуваат како кредитен бум, односно кредитен пад. Во фокусот на вниманието е периодот околу финансиската криза од 2007 година. Во продолжение, презентирани се резултатите за оние земји од анализираниот

примерок кај кои е констатиран кредитен бум или кредитен пад. Притоа, од особена важност е фактот што кредитниот волумен не се разгледува изолирано, туку во сооднос со БДП.

**Табела број 7. Преглед на констатираните бумови и падови во транзиционите економии**

	кредитен бум	кредитен пад
<b>Балтички земји</b>		
Латвија	2006 - k4; 2007-k1, k2	2012 - k2, k3
Литванија	2009 - k3,k4	2012 - k1, k2, k3
Естонија	2009 - k3,k4	2012 - k2, k3
<b>Југоисточна Европа</b>		
Словачка	-	-
Чешка	-	-
Полска	2008 - k3,k4	-
Унгарија	2008 -k4; 2009-k1	2012 - k2, k3
<b>Централна Европа</b>		
Романија	-	-
Бугарија	2008 - k2,k3	-
Албанија	2008 - k3,k4	-
<b>Поранешна СФРЈ</b>		
Македонија	-	-
Србија	-	-
Црна Гора	2007 - k4; 2008 - k3	2010-k4; 2011-k1,k2,k3,k4
Босна и Херцеговина	-	-
Хрватска	-	-
Словенија	-	-

Извор: Сопствени анализи на авторот врз основа на податоците од централните банки на анализираните земји

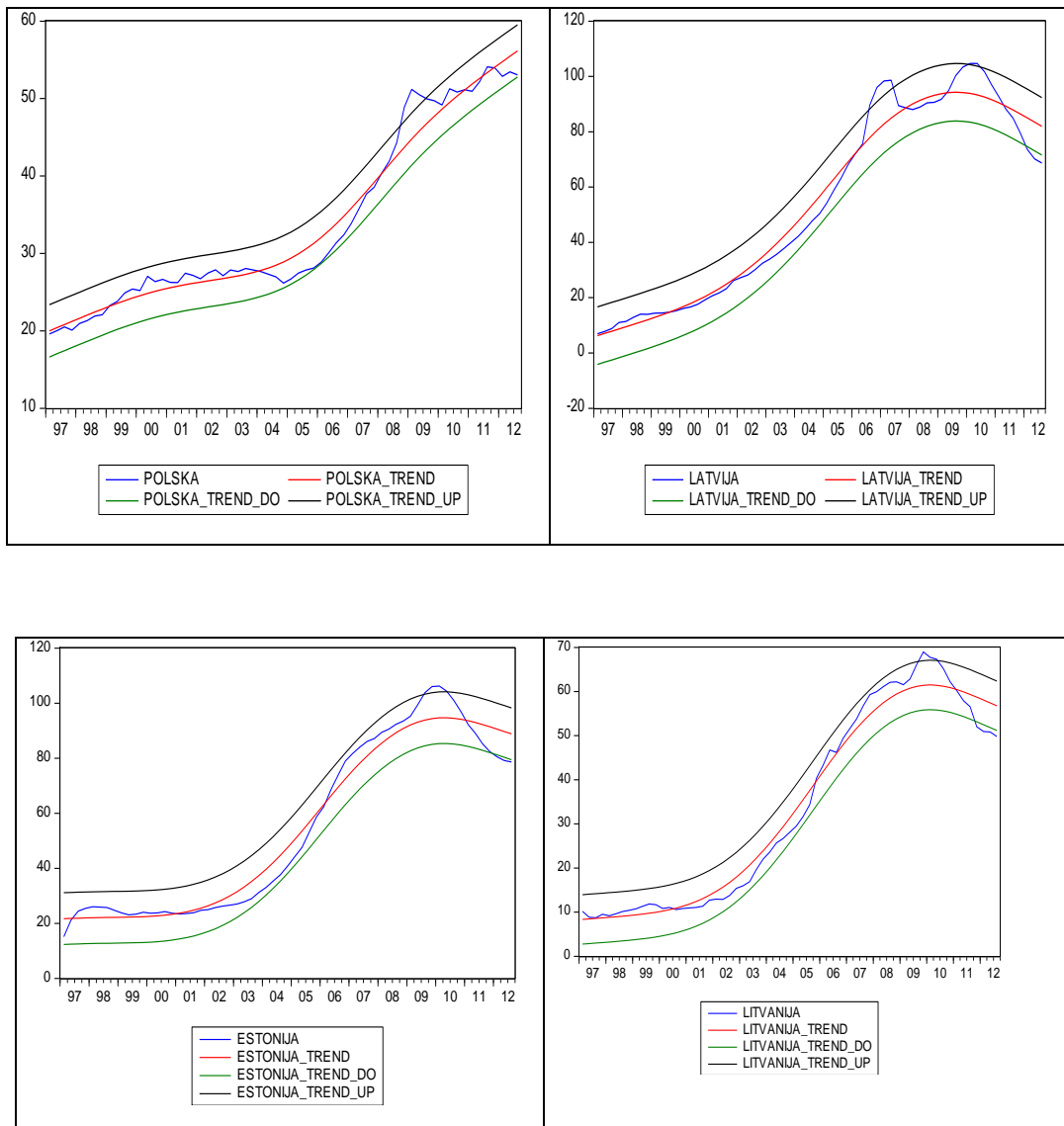
Во анализираниот период кај сите земји неколкугодишниот раст на индикаторот Кредити/БДП, како резултат на финансиската криза е прекинат. Констатиран е забавен раст или намалување на кредитниот волумен кој се манифестира со различна динамика кај анализираните земји. Но, кредитен бум е констатиран во

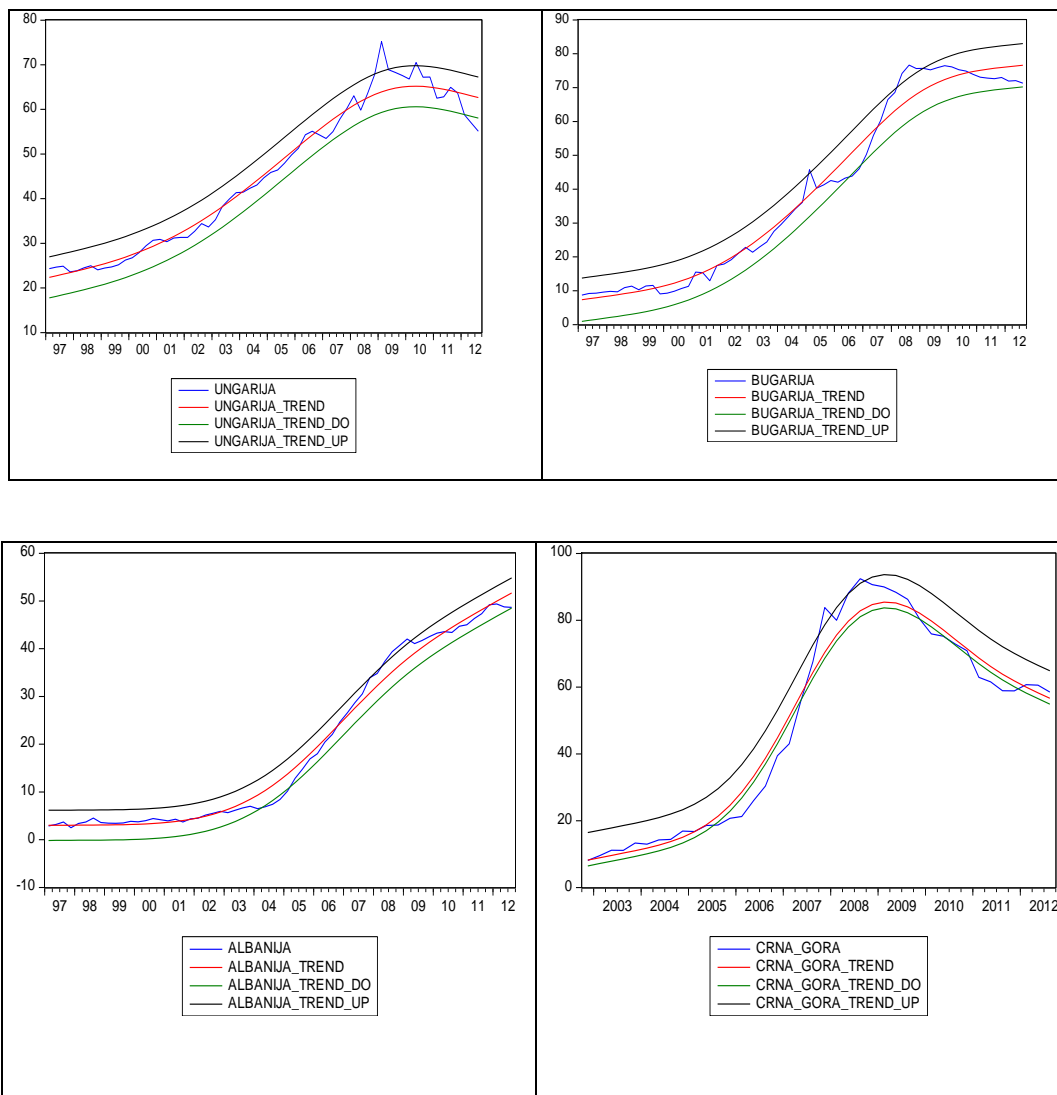


8, а пад во 5 земји од анализираниот примерок. Во Табела број 7 е даден преглед на констатираните кредитни бумови и падови.

Во продолжение, следи кусо објаснување на констатираните бумови и падови.

**Графикон број 26. Движење на индикаторот Кредити/БДП (%) во земјите во кои е констатиран кредитен бум или кредитен пад (долгорочен тренд, опсервирани вредности и прагови)**





Извор: Сопствени анализи на авторот врз основа на податоците од централните банки на анализираните земји

Цикличното движење на индикаторот Кредити/БДП е најсилно изразено во балтичките земји. На пример, во случајот на Латвија, опсервираните вредности на индикаторот Кредити/БДП се над прагот на крајот на 2006 година и во првата половина на 2007 година кога е констатиран кредитен бум. Со отпочнувањето на кризата, опсервираните вредности на индикаторот бележат движење под линијата на долгорочниот тренд во периодот од почетокот на 2007 година до почетокот на 2009 година. Од почетокот на 2009 до почетокот на 2010 година индикаторот бележи нагорен тренд како резултат на негативните стапки на раст на БДП во услови на натамошно забавување на стапката на раст на кредитниот волумен. Од

вториот квартал на 2010 година, во услови на негативна стапка на раст на кредитната активност индикаторот Кредити/БДП бележи надолен тренд кој во 2012 година доаѓа под прагот при што е констатиран кредитен пад. Во случајот на Литванија и Естонија индикаторот Кредити/БДП бележи нагорен тренд кој во 2006 и 2007 година е над рамнотежното ниво. Во втората половина на 2007 година стапката на пораст на кредитите се забавува при уште побавно зголемување на стапката на раст на БДП. Кредитниот бум е констатиран кон крајот на 2009 година кога опсервираните вредности на индикаторот Кредити/БДП се над прагот, а волуменот на кредитирање бележи забавен раст во услови на негативна стапка на раст на БДП. Од вториот квартал на 2010 година, индикаторот Кредити/БДП бележи надолен тренд кој во 2012 година се манифестира како кредитен пад во услови на ниски стапки на раст на БДП и негативни стапки на раст на обемот на кредитирање.

Кредитниот бум во Албанија е констатиран во третиот и четвртиот квартал на 2008 година кога темпото на пораст на кредитите е значително побрзо од темпото на пораст на БДП. Забавеното темпо на пораст на БДП отпочнува во вториот квартал на 2008 година, додека забавено темпо на пораст на кредитниот волумен е констатирано 2 квартала подоцна, во четвртиот квартал на 2008 година.

Во Бугарија опсервираните вредности на индикаторот Кредити/БДП бележат нагорен тренд кој во средината на 2007 година го надминува рамнотежното ниво, а една година подоцна го надминува прагот укажувајќи на постоење на кредитен бум. Во 2008 година стапката на раст на кредитниот волумен отпочнува да расте со побавно темпо од стапката на раст на БДП, а опсервираните вредности на индикаторот Кредити/ БДП бележат надолен тренд кој во текот на 2010 година се спушта под рамнотежното ниво.

Во Полска темпото на раст на БДП отпочнува да се забавува кон крајот на 2007, додека кредитната активност е во фаза на раст кој се забавува во почетокот на 2009 година. Кредитниот бум е прикажан во втората половина на 2008 година, во периодот кога кредитниот волумен расте со побрзо темпо од порастот на БДП.

Во Унгарија кредитниот бум е прикажан во последниот квартал на 2008 година и првиот квартал на 2009 година, во периодот кога кредитниот волумен расте со сè уште брзо темпо, додека растот на БДП се забавува. Во натамошниот период, при стабилно темпо на пораст на БДП доаѓа до негативни стапки на раст на кредитниот волумен и негова изразена нестабилност која се манифестира како кредитен пад во вториот и третиот квартал на 2012 година.

Во Црна Гора кредитниот волумен бележи растечка тенденција сè до третиот квартал на 2008 година, а потоа отпочнува да се намалува. Стапката на раст е најсилно изразена во првата половина на 2007 година, понатаму таа се забавува за на крајот на 2008 година да поприми негативни вредности. Во услови на умерен пораст на БДП, опсервираните вредности на индикаторот Кредити/БДП се наоѓаат под прагот, што е причина за констатирање на кредитен пад.

Сумарно, во најголем дел од анализираните земји може да се забележи следнава патека по која се движи индикаторот Кредити/БДП. Најнапред, брз раст кој во голема мера се должи на процесот на достигнување “catching –up” кога порастот на економската развиеност во транзициониот период се должи на зголемените инвестициони можности и олеснетиот пристап до извори на финансирање на кредитната активност. Дополнително, во споредба со развиените земји, иницијалното ниво на кредитни залихи е ниско. Со оглед на тоа што во периодот на отпочнување на глобалната финансиска криза кредитната активност сè уште расте со брзо темпо, може да се каже дека во овие земји ефектите од кризата се почувствуваа со одредено задоцнување. Најнапред, доаѓа до благо забавување на стапката на раст на кредитите во услови на поизразено забавување на стапката на раст на БДП. Токму во овој период, индикаторот Кредити/БДП се наоѓа над долгорочниот тренд или го надминува прагот во земјите во кои е констатиран кредитен бум. Во истиот период се менува насоката на трендот на нефункционалните кредити. По неколкугодишниот пад, отпочнува најнапред благ, а подоцна и забрзан пораст на нефункционалните кредити. Овие нефункционални кредити се последица на силната кредитна експанзија при која во насока на квантитативно зголемување на кредитните пласмани, квалитетот на кредитните анализи и строгото почитување на кредитните политики и процедури,

се помалку третирани. Дотолку повеќе, влошените показатели на профитабилноста (ROE и ROA) и на ефикасноста (Оперативните трошоци и Нето каматната маржа), како и отежнатите можности за изнаоѓање на поволни меѓународни извори на финансирање на кредитната активност се клучни причини кои водат кон силно забавување на стапката на раст на кредитната активност. Стабилноста и ликвидноста се цели кон кои централните банки го насочуваат работењето на деловните банки. На крајот на анализираниот период, стапката на раст на кредитите се движи побавно од стапката на раст на БДП. Како резултат на тоа, индикаторот Кредити/БДП се наоѓа под долгорочниот тренд или е под прагот во земјите во кои е констатиран кредитен пад .

## **5. МОДЕЛИРАЊЕ НА ВРСКАТА ПОМЕЃУ ФИНАНСИСКИОТ СЕКТОР И ЕКОНОМСКИОТ РАСТ**

Во рамките на овој дел на докторската дисертација е направен обид врската помеѓу финансискиот сектор и економскиот раст да се вгради во одредени квантитативни модели со цел да се дојде до одредени констатации за влијанието на финансискиот сектор врз економскиот раст кај анализираниот примерок на земји.

Во таа насока, најнапред е пресметан Пирсоновиот коефициент на корелација помеѓу поодделните индикатори на финансиската развиеност и БДП per capita. Притоа, врз основа на сумираните резултати, може да се заклучи дека најголем дел од анализираниите индикатори имаат статистички значајна корелациона врска со БДП per capita.

Дополнително е направена и регресиона анализа со примена на Генералниот метод на моменти и вклучување на два сета инструментални варијабли со цел да се испита влијанието на поодделните индикатори на финансискиот сектор и БДП per capita. По извршената анализа се добиени резултати кои укажуваат на високата значајност на врската помеѓу користените објаснувачки променливи и реалниот раст на БДП per capita како зависна променлива, особено при користење на вториот комплетен сет на инструментални варијабли. Исто така, добиени се и очекуваните знаци пред добиените коефициенти кај секоја променлива. Ова укажува на соодветниот избор на објаснувачките и инструменталните варијабли, преку чие групирање можат да се изведат и посложени модели на анализа на врската помеѓу финансиската развиеност и економскиот раст.

Во продолжение, следи анализа на влијанието на определени комбинирани индикатори во форма на индекси: Индексот на финансиската развиеност, Индексот на финансиската структура и Индексот на финансиското окружување врз реалниот пораст на БДП per capita пресметан како регресионен коефициент. Согласно со добиените резултати се заклучува дека стапката на економскиот раст не зависи од финансиската структура, а финансиската развиеност има значајна и позитивна врска со економскиот раст. Позитивната и значајната врска помеѓу

финансиската развиеност и растот се потврдува и доколку се земат предвид инструменталните варијабли од политичкото и економско окружување. Доколку се земе предвид фактот дека анализираниот примерок вклучува земји со различно ниво на финансиска развиеност и различно ниво на БДП per capita, се доаѓа до констатацијата дека е неопходно да се направат посебни анализи на врската меѓу индикаторите на финансиската развиеност и БДП per capita по групирањето на земјите во зависност од определени критериуми.

Во таа насока, најнапред се прикажани коефициентите на корелација помеѓу финансиската развиеност и финансиската структура поодделно кај високоразвиените земји и кај транзиционите економии. Притоа е донесен заклучок дека земјите со повисоко ниво на финансиска развиеност, претежно имаат пазарно ориентирани финансиски системи. Дотолку повеќе, нивната финансиска развиеност зависи повеќе од ефикасноста и активноста (обртот и прометот), отколку од самата големина (пазарната капитализација) на нивните финансиски пазари. Во транзиционите економии, кои се повеќе банкарски ориентирани, порастот на финансиската развиеност се должи на зголемената активност и ефикасност на банкарскиот сектор, а неефикасните и мали финансиски пазари имаат негативен одраз врз нивната финансиска развиеност.

Доколку поодделно се анализира влијанието финансиската развиеност и економскиот раст во развиените и транзиционите економии, врската е значајна кај транзиционите и незначајна кај развиените економии. Меѓутоа, со користењето на инструменталните варијабли од економското и политичкото окружување влијанието на финансиската развиеност врз економскиот раст добива различно ниво на значајност кај поодделните групи на земји. Согласно со резултатите, врската помеѓу финансиската развиеност и реалниот раст на БДП per capita кај развиените економии станува значајна дури по вклучување на влијанието на инструменталните варијабли. Дотолку повеќе, врската покажува највисоко ниво на значајност по вклучувањето на Индексот Закони (LOW) кој се однесува на влијанието на законското окружување. Резултатите кои се однесуваат на транзиционите економии упатуваат на сосема поинаков заклучок. Имено, врската помеѓу финансиската развиеност и економскиот раст станува незначајна

при користење на инструменталните варијабли од окружувањето. Оттука, токму факторите од макроекономското окружување, како и законското окружување кое се однесува на правата на потенцијалните и постојните инвеститори и кредитори и политичките услови во кои тие делуваат неповолно се одразуваат врз потенцијалите за позитивно делување на активноста на финансискиот сектор врз економскиот раст.

### **5.1. Корелацијата помеѓу индикаторите на финансиската развиеност и БДП per capita**

Со цел да се испита врската помеѓу индикаторите на финансиската развиеност на финансиските институции и пазари, пресметан е Пирсоновиот коефициент на корелација помеѓу поодделните индикатори на финансиската развиеност и БДП per capita.

Притоа, нултата хипотеза  $H_0$ : “Коефициентот на корелација е статистички незначаен” се отфрла во случаите каде  $p$  – вредноста е помала од  $\alpha$  за  $\alpha < 0,01$  и  $\alpha < 0,05$ . Во Табелата број 8 се презентирани резултатите од корелационата анализа. Врз основа на сумираните резултати, може да се заклучи дека најголем дел од анализираниите индикатори имаат статистички значајна корелациона врска со БДП per capita. Врската е статистички значајна, но негативна, единствено кај оперативните трошоци и нефункционалните кредити. Највисоки коефициенти на корелација прикажуваат индикаторите за големината и активноста на банките и институционалните инвеститори. Доколку се земе предвид фактот дека анализираниот примерок вклучува земји со различно ниво на финансиска развиеност и различно ниво на БДП per capita, се доаѓа до констатацијата дека е неопходно да се направат посебни анализи на врската меѓу индикаторите на финансиската развиеност и БДП per capita по групирањето на земјите во зависност од определени критериуми.



**Табела број 8. Пирсоновиот овиот коефициент на корелација помеѓу поодделните индикатори на финансиската развиеност и БДП per capita**

БАНКИ И ИНСТИТУЦИОНАЛНИ ИНВЕСТИТОРИ			Perason Correlation	Significance
Големина	Ликвидни обврски	LIQLA	<b>0.661**</b>	<b>0.000</b>
	Средства на банките	BASET	<b>0.615**</b>	<b>0.000</b>
	Средства на инвестиционите фондови	INVEST	<b>0,561**</b>	<b>0.001</b>
	Средства на осигурителните компании	INSUR	<b>0.829**</b>	<b>0.000</b>
	Средства на пензиските фондови	PENSION	<b>0.364*</b>	<b>0.048</b>
Активност	Побарувања на финансискиот од приватниот сектор	CLAIMS	<b>0.703**</b>	<b>0.000</b>
	Степен на финансиска интермедијација	BCREDDEP	<b>0.221</b>	<b>0.190</b>
	Банкарски депозити	BDEP	<b>0.671**</b>	<b>0.000</b>
	Банкарски кредити	BCRED	<b>0.636**</b>	<b>0.000</b>
Ефикасност	Оперативни трошоци на банките	COSTS	<b>-0.602**</b>	<b>0.000</b>
	Нето каматната маржа	MARGIN	<b>0.640**</b>	<b>0.000</b>
	Поврат на активата (ROA)	ROA	<b>-0.365</b>	<b>0.069</b>
	Поврат на капиталот (ROE)	ROE	<b>0.129</b>	<b>0.453</b>
Стабилност	Нефункционални кредити	NONPERF	<b>-0,616**</b>	<b>0.000</b>
	Адекватност на капиталот	ADEQ	<b>-0.299</b>	<b>0.081</b>
	З-оценката	ZSCORE	<b>0.255</b>	<b>0.133</b>
ПАЗАР НА КАПИТАЛ			Perason Correlation	Significance
Големина	Пазарна капитализација	MCAP	<b>0.707</b>	<b>0.130</b>
Активност	Тргувана вредност	VTRADE	<b>0.470**</b>	<b>0.005</b>
Ефикасност	Индикаторот на обртот	TRNOVER	<b>0.265**</b>	<b>0.000</b>
Стабилност	Нестабилноста на ценовниот индекс на акциите	VOLATILITY	<b>-0.268</b>	<b>0.132</b>

## 5.2 Регресиона анализа на врската помеѓу поодделните индикатори на финансиската развиеност и БДП per capita

Едноставната регресиона (crosss-section) анализа на група одбрани земји е направена врз основа на упросечени годишни податоци за периодот од 1991 до 2011 година на анализираниот примерок од 37 земји, при што за поодделните анализирани варијабли се применува по една опсервација за секоја земја. Користен метод на проценка е ГММ (Генералниот метод на моменти), врз основа на истражувањето на Levine, Loayza & Beck (2000). Базичната регресија е во следнава форма:

$$\text{GROWTH}_i = \alpha + \beta \text{FINANCE}_i + \gamma \text{CONDITIONS}_i + \epsilon_i$$

Каде зависната варијабла Growth е еднаква на реалниот раст на БДП per capita, FINANCE се однесува на поодделните показатели на финансиската развиеност (Ликвидни обврски, Банкарски кредити, Нефункционални кредити, Нето каматна маржа, Оперативни трошоци и Пазарна капитализација), CONDITIONS претставува вектор на условни информации претставен преку поодделни варијабли од окружувањето (иницијалното ниво на БДП per capita, невработеноста, инфлацијата, странските директни инвестиции и отвореноста за тргување), кои ги контролираат другите фактори поврзани со економскиот раст и  $\epsilon$  ги претставува резидуалите. Во проценката се употребени праволиниски моментни услови усогласени со барањето CONDITIONS да не се во корелација со резидуалите  $\epsilon$ . Економетрското значење на овој услов е дека варијаблите CONDITIONS можат да влијаат врз зависната променлива GROWTH само преку појаснувачките варијабли FINANCE. Тоа значи дека варијаблите CONDITIONS не можат да имаат независно влијание врз зависната променлива GROWTH.

**Табела 9а. ГММ (Зависна варијабла – Реалниот раст на БДП per capita, Инструментална варијабла – иницијалното ниво на БДП per capita во 1991 година)**

	коефициент	стандардна грешка	t - статистика	p - вредност	R <sup>2</sup>
Ликвидни обврски	2.4709**	0.411508	6.0045	0,0000	0.3012
Банкарски кредити	1.5577**	0.4099	3.8002	0.0006	0.4518
Нефункционални кредити	-2.0625**	0.5530	-3.7294	0.0007	0.8410
Нето каматна маржа	-1.4916**	0.2448	-6.0917	0.0000	0.0635
Оперативни трошоци	-1.9528**	0.3049	-6.4041	0.0000	0.1181
Пазарна капитализација	2.149	1.4842	1.1448	0.1573	0.8681

\*\* ниво на значајност од 0,01

\* ниво на значајност од 0,05

Резултатите се добиени со користење на два сета на условни информации CONDITIONS кои претставуваат инструментални варијабли во регресионата равенка. Првиот сет како инструментална варијабла го вклучува иницијалното ниво на БДП per capita од 1991 година. Вториот сет е надополнет и со инструментални варијабли од окружувањето - инфлација (INF), невработеност (UNEMP), странски директни инвестиции (FDI) и отвореност за тргување (TRADE)

и го испитува влијанието на појаснувачките варијабли FINANCE врз растот, но преку влијанието на користениот сет на инструментални варијабли.

Резултатите за влијанието на секоја поединечна варијабла FINANCE врз реалниот раст на БДП per capita се презентирани во Табела 9а, каде е применет првиот сет на инструментални варијабли и во Табела 9б, чии резултати се добиени по примена на вториот, дополнет сет на инструментални варијабли.

Добиените резултати во Табела 9а укажуваат на значајната врска (на ниво на значајност од 0,01) помеѓу БДП per capita и сите поединечни користени индикатори за развиеност на финансиските посредници, освен индикаторот Пазарна капитализација.

**Табела 9б. ГММ (Зависна варијабла – Реалниот раст на БДП per capita, Инструментални варијабли – иницијалното ниво на БДП per capita во 1991 година, INF, FDI, UNEMP, TRADE)**

	коефициент	стандардна грешка	t - статистика	p - вредност	R <sup>2</sup>
Ликвидни обврски	2.2788**	0.3737	6.0988	0.0000	0.1096
Банкарски кредити	1.3251**	0.1505	8.8056	0.0000	0.5741
Нефункционални кредити	-1.2774**	0.1631	-7.8319	0.0000	0.3366
Нето каматна маржа	-1.5689**	0.2294	-6.8388	0.0000	0.0418
Оперативни трошоци	-1.8492**	0.2762	-6.6949	0.0000	0.1964
Пазарна капитализација	1.0484**	0.1399	7.4962	0.0000	0.3469

\*\* ниво на значајност од 0,01

\* ниво на значајност од 0,05

Според презентираниите резултати, променливите Ликвидни обврски и Банкарски кредити бележат позитивна и високозначајна врска со реалниот раст на БДП per capita, што покажува дека ако индикаторот Ликвидни обврски, односно Банкарски кредити се зголеми за 1 процент, вредноста на индикаторот на реалниот раст на БДП per capita ќе се зголеми за 2.4709, односно 1.5577 проценти соодветно. Од друга страна, променливите Непункционални кредити, Нето каматна маржа и Оперативни трошоци бележат негативна и високозначајна врска со реалниот раст на БДП per capita, што покажува дека ако индикаторот Непункционални кредити,

Нето каматна маржа, односно Оперативни трошоци се зголеми за 1 процент, вредноста на индикаторот на реалниот раст на БДП per capita ќе се намали за 2.0625, 1.4916, односно 1.9528 проценти соодветно.

При примена на вториот проширен сет на инструментални варијабли, добиените резултати во Табела 9б укажуваат на значајна врска (на ниво на значајност од 0,01) помеѓу БДП per capita и сите поединечни користени индикатори за развиеност на финансиските посредници, без исклучок. Врската помеѓу пазарната капитализација и реалниот раст на БДП per capita станува значајна преку вградување на влијанието на факторите од окружувањето. Дотолку повеќе, значајноста во однос на првата анализа кај сите индикатори е зголемена. Според презентираниите резултати, променливите Ликвидни обврски, Банкарски кредити и Пазарна капитализација бележат позитивна и високозначајна врска со реалниот раст на БДП per capita, што покажува дека ако индикаторот Ликвидни обврски, Банкарски кредити, односно Пазарна капитализација се зголеми за 1 процент, вредноста на индикаторот на реалниот раст на БДП per capita ќе се зголеми за 2.2788, 1.3251, односно 1.0484 проценти соодветно. Од друга страна, променливите Нефункционални кредити, Нето каматна маржа и Оперативни трошоци бележат негативна и високозначајна врска со реалниот раст на БДП per capita, што покажува дека ако индикаторот Нефункционални кредити, Нето каматна маржа, односно Оперативни трошоци се зголеми за 1 процент, вредноста на индикаторот на реалниот раст на БДП per capita ќе се намали за 1.2744, 1.5689, односно 1.8492 проценти, соодветно.

По извршената анализа се добиени резултати кои укажуваат на високата значајност на врската помеѓу користените објаснувачки променливи и реалниот раст на БДП per capita како зависна променлива, особено при користење на сетот на инструментални варијабли. Исто така, добиени се и очекуваните знаци пред добиените коефициенти кај секоја променлива. Ова укажува на соодветниот избор на објаснувачките и инструменталните варијабли, преку чие групирање можат да се изведат и посложени модели на анализа на врската помеѓу финансиската развиеност и економскиот раст.

### 5.3 Влијанието на финансиската развиеност и финансиската структура врз БДП per capita

#### 5.3.1 Дефинирање на потребните индикатори

Во рамките на оваа глава на докторската дисертација следи примена на метод за кој најнапред се дефинирани два типа на индикатори: индикатори на финансиската структура и индикатори на финансиската развиеност. Исто така, користени се два различни сета на инструментални варијабли.

#### Индикатори на финансиската развиеност

Преку комбинирање на различните показатели на активноста, големината и ефикасноста на финансиските посредници и пазари, кои подетално се објаснети во претходниот дескриптивен дел на докторската дисертација, се добиваат долунаведените индикатори за финансиската развиеност.

**Финансии - Активност (Finance – Activity)**, е показател на вкупната активност на финансиските посредници и пазари. Дефиниран е како логаритам од производот на Приватните кредити (Private Credit), вредноста на кредитите дадени од финансиските посредници на приватниот сектор во однос на БДП и Тргуваната вредност (Value Traded), вредноста на вкупните тргувани акции на пазарот на акции во однос на БДП.

**Финансии - Големина (Finance – Size)**, е показател на вкупната големина на финансискиот сектор. Дефиниран е како логаритам на збирот на Приватните кредити и Пазарната капитализација (Market Capitalization). Пазарната капитализација е дефинирана како вредност на котираните акции во однос на БДП и ја прикажува големината на пазарот на акции во однос на вкупната економија.

**Финансии - Ефикасност (Finance – Efficiency)**, ја мери ефикасноста на финансиските посредници и пазари и е дефинирана како логаритам на односот помеѓу Тргуваната вредност и Индиректните трошоци (Overhead Costs).

Индикаторот Индиректни трошоци е еднаков на односот помеѓу индиректните трошоци и вкупните средства на банкарскиот сектор. Големите индиректни трошоци можат да бидат одраз на неефикасноста на банкарскиот сектор.

**Финансии - Вкупно (Finance – Aggregate)**, претставува комбинација од претходните три индикатори и е агрегатен индикатор на активноста, големината и ефикасноста на финансискиот сектор. Поконкретно, тој е прва и главна компонента на Finance – Activity, Finance – Size и Finance – Efficiency.

**Finance - Dummy** ги изолира земјите со недоволно развиени финансиски посредници и пазари. Тој изнесува о доколку вредноста на Приватните кредити и Тргуваната вредност е помала од просечната вредност во примерокот и 1 доколку таа е поголема.

### **Индикатори на финансиската структура**

Со цел да се анализира финансиската структура по земји, неопходно е да се креираат мерила на степенот до кој одредена земја е пазарно или банкарски ориентирана. Со оглед на тоа што не постои единствена прифатена дефиниција за финансиската структура, се применува асортиман од неколку различни индикатори. Овие индикатори базираат на показателите за активноста, големината и ефикасноста на финансиските пазари и институции кои подетално се објаснети во претходниот дескриптивен дел на докторската дисертација.

**Структура - Активност (Structure – Activity)**, е показател на активноста на пазарот на акции во однос на активноста на банките и е дефиниран како логаритам од односот помеѓу Тргуваната вредност и Банкарските кредити (Bank Credit). Показателот Банкарски кредити е еднаков на учеството на побарувањата на банкарскиот од приватниот сектор во однос на БДП. Во однос на показателот Приватни кредити (Private Credit), исклучени се побарувањата од небанкарските финансиски посредници и во фокусот на анализата е комерцијалниот банкарски сектор.

**Структура - Големина (Structure – Size)**, ја покажува големината на пазарот на акции во однос на големината на банкарскиот сектор и е дефиниран како логаритам од односот помеѓу Пазарната капитализација и Банкарските кредити.

**Структура - Ефикасност (Structure – Efficiency)**, е дефиниран како логаритам од производот од Индиректните трошоци и Тргуваната вредност и ја прикажува ефикасноста на пазарот на акции во однос на банкарскиот сектор.

**Структура - Вкупно (Structure – Aggregate)**, претставува комбинација од претходните три индикатори и е агрегатен индикатор на активноста, големината и ефикасноста на пазарот на акции во однос на банките. Поконкретно, тој е прва и главна компонента на Структура – Големина, Структура – Активност и Структура – Ефикасност.

**Structure – Dummy**, е едноставна двонасочна класификација на пазарните наспроти банкарски ориентираните финансиски системи. Поконкретно, изнесува 1 доколку Structure – Aggregate е поголема од просекот на примерокот и 0 доколку таа е помала. Една економија може да се класифицира како пазарно ориентирана или банкарски ориентирана единствено во споредба со другите анализирани земји, но не постои апсолутно прифатено мерило за пазарно ориентиран или банкарски ориентиран финансиски системи.

Покрај тоа што овие мерила на финансиската структура не ги мерат директно сите канали низ кои банките и пазарите влијаат врз економската активност, тие претставуваат сеопфатен сет на индикатори кој може да се примени на поголема група на земји. Земени заедно, овие индикатори обезбедуваат мерило за компарација на улогата на банките во однос на пазарите во една економија.

### **Дополнителни индикатори**

За да се оцени цврстината на добиените наоди, се контролираат и другите детерминанти кои потенцијално влијаат на економскиот раст. Употребени се два различни сета на инструментални варијабли. Првиот сет како инструментални варијабли ги вклучува: инфлацијата (INF), невработеноста (UNEMP), странските директни инвестиции (FDI) и отвореноста за тргување (TRADE) и го испитува

влијанието на појаснувачките варијабли FINANCE врз растот, но преку влијанието на користениот сет на инструментални варијабли. Вториот сет на инструментални варијабли е надополнување на првиот сет со индикаторите за законското окружување преставени преку Индексот Закони (LOW). Индексот Закони (LOW) се однесува на правата на потенцијалните и постојните инвеститори и кредитори и степенот до кој тие се почитуваат. Се искажуваат преку оценките на индексите Кредитор и Антидиректор, како и Индексот на политичкиот ризик кој ги оценува политичките услови во кои тие делуваат. Постапката на пресметување на овој индекс е прикажана во почетниот дел на ова поглавје од докторската дисертација.

### 5.3.2 Постапување на моделот

Со цел да се испита влијанието на финансискиот сектор врз економскиот раст, најнапред ја приспособуваме стандардната регресија за растот на следниов начин:

$$\text{Growth}_i = \alpha X_i + \beta \text{FD}_i + \gamma \text{FS}_i + \varepsilon_i$$

Каде Growth е просечната годишна стапка на раст на реалниот БДП per capita, пресметан како регресионен коефициент во регресијата со метод на обични најмали квадрати (OLS regression), X е множество на потенцијалните детерминанти на растот, FD е индикатор на финансиската развиеност, FS е индикатор на финансиската структура и  $\varepsilon$  е резидуал. Користени се годишни податоци за 37 земји, во периодот од 1991 до 2011 година. Применет е Методот на најмали квадрати и Генералниот метод на моменти.

Четири различни хипотези предвидуваат различни знаци на  $\beta$  и  $\gamma$ :

- Според пазарно ориентираното гледиште, предвидено е дека пазарно ориентираните финансиски системи растат побрзо, односно  $\beta > 0$  и  $\gamma > 0$ .
- Според банкарски ориентираното гледиште, предвидено е дека банкарски ориентираните финансиски системи се подобри за растот, односно  $\beta > 0$  и  $\gamma < 0$ .



- Според гледиштето ориентирано кон финансиските услуги во целост, предвидено е дека врз растот нема влијание ориентираноста на финансиската структура (банкарски или пазарно), туку вкупната финансиска развиеност, односно  $\beta > 0$  и  $\gamma = 0$ .
- Според гледиштето ориентирано кон правните закони, доколку како инструментални варијабли ги вклучиме и правата на потенцијалните и постојните инвеститори и кредитори како и политичките услови во кои тие делуваат, предвидувањето е дека исто така  $\beta > 0$  и  $\gamma = 0$ .

### 5.3.3 Толкување на добиените резултати

Согласно со добиените резултати од Табела 10 може да се заклучи дека стапката на економскиот раст не зависи од финансиската структура. Финансиската структура, односно поделбата на банкарски и пазарно ориентиран земји не прикажува значајна врска со растот кај ниту една од контролните варијабли на финансиската развиеност. Врз основа на добиените резултати од Табела 11, каде се истражува влијанието на вкупната финансиска развиеност врз економскиот раст може да се заклучи дека финансиската развиеност има значајна и позитивна врска со економскиот раст.

Табела 10: Истражување на влијанието на Индексот Структура - Вкупно					
Вредности на Индексот Структура - Вкупно	коэффициент	стандардна грешка	t - статистика	p - вредност	R <sup>2</sup>
Во регресија со индикаторот Финансии - Активност	-0.0132	0.04708	-0.2793	0.7817	0.1421
Во регресија со индикаторот Финансии - Големина	0.0205	0.09006	0.2276	0.8214	0.3277
Во регресија со индикаторот Финансии - Ефикасност	-0.4252	0.20901	-2.0343	0.0503	0,3914
Во регресија со Индексот Финансии - Вкупно	-0.4963	0.24761	-2.0046	0.0535	0,1618

Табела 11: Истражување на влијанието на Индексот Финансии - Вкупно					
Вредности на Индексот Финансии - Вкупно	коефициент	стандардна грешка	t - статистика	p - вредност	R <sup>2</sup>
Во регресија со индикаторот Структура – Активност	0,166528*	0.07165	2.3239	0.0266	0.1383
Во регресија со индикаторот Структура - Големина	0.1736**	0.05829	2.9788	0.0055	0.0666
Во регресија со индикаторот Структура - Ефикасност	0.15492*	0.05983	2.5889	0.0144	0.1921
Во регресија со Индексот Структура Вкупно	0.4385**	0.12489	3.5108	0.0014	0.1618

Оттука, првите две хипотези дека побрзо растат пазарно ( $\beta > 0$  и  $\gamma > 0$ ), односно банкарски ориентираните структури ( $\beta > 0$  и  $\gamma < 0$ ) се отфрлаат. Се прифаќа третата хипотеза  $\beta > 0$  и  $\gamma = 0$ , според која финансиската развиеност влијае на економскиот раст независно од пазарната ориентација.

Табела 12: Влијанието на финансиската развиеност врз БДП Зависна променлива: реалниот раст на БДП per capita; Независна променлива: Индексот Финансии – Вкупно					
Појаснувачка варијабла	коефициент	стандардна грешка	t - статистика	p - вредност	R <sup>2</sup>
<b>1. Регресија со метод на најмали квадрати</b>					
Финансии - Вкупно	0.1311*	0.03666	3.5753	0.0011	0.27864
<b>2. Регресии со инструментални варијабли (UNEMP, INF, FDI, TRADE)</b>					
Финансии - Вкупно	0.2336*	0.0340	6.8791	0.0000	0,10794
<b>3. Регресии со додавање во инструменталните варијабли на Индексот LOW</b>					
Финансии - Вкупно	0.1699**	0.0478	3.550568	0.0012	0.2542

Врз основа на резултатите од Табела 12, се прифаќа и четвртото гледиште ориентирано кон законското окружување, согласно кое позитивната и значајната врска помеѓу финансиската развиеност и растот се потврдува и доколку се земат предвид инструменталните варијабли од политичкото и економско окружување.

#### 5.4 Влијанието на финансиската развиеност и финансиската структура врз БДП per capita – компаративна анализа помеѓу развиените земји и транзиционите економии

Најнапред, во Табела 13а и Табела 13б се прикажани коефициентите на корелација помеѓу финансиската развиеност и финансиската структура поодделно кај високоразвиените земји и кај транзиционите економии. Притоа, нултата хипотеза  $H_0$ : “Коефициентите на корелација се статистички незначајни” се отфрла во случаите каде  $p$  – вредноста е помала од  $\alpha$  за  $\alpha < 0,01$  и  $\alpha < 0,05$ .

**Табела 13а) Корелации помеѓу финансиската развиеност и финансиската структура**

	Финансии Активност	Финансии Големина	Финансии Ефикасност	Финансии Вкупно	Структура Активност	Структура Големина	Структура Ефикасност	Структура Вкупно
Финансии Активност	1							
Финансии Големина	0.462* (0.040)	1						
Финансии Ефикасност	0.763* (0.000)	-0.127 (0.595)	1					
Финансии Вкупно	0.986** (0.000)	0.417 (0.067)	0.833** (0.000)	1				
Структура Активност	0.746** (0.000)	-0.114 (0.633)	0.994** (0.000)	0.824** (0.000)	1			
Структура Големина	0.183 (0.441)	0.130 (0.584)	0.445* (0.049)	0.329 (0.157)	0.507* (0.022)	1		
Структура Ефикасност	0.779** (0.000)	-0.084 (0.724)	0.918** (0.000)	0.814** (0.000)	0.911** (0.000)	0.260 (0.268)	1	
Структура Вкупно	-0.714** (0.000)	0.049 (0.838)	-0.960** (0.000)	-0.807** (0.000)	-0.978** (0.000)	0.627** (0.003)	-0.904** (0.000)	1

\*\*корелацијата е значајна на ниво од 0,01

\*корелацијата е значајна на ниво од 0,05

Според резултатите од Табела 13а, кај високоразвиените земји постои значајна и позитивна корелациона врска помеѓу индикаторите Структура – Активност и Структура – Ефикасност со показателите на финансиската развиеност Финансии – Активност и Финансии – Ефикасност. Индикаторот Структура – Големина не покажува значајна корелација со индикаторите на финансиската развиеност. Оттука, може да се заклучи дека земјите со повисоко ниво на финансиска

развиеност, претежно имаат пазарно ориентирани финансиски системи. Дотолку повеќе, нивната финансиска развиеност зависи повеќе од финансикото продлабочување (обртот и прометот како мерила на ефикасноста и активноста на финансиските пазари), отколку од самата големина (пазарната капитализација) на нивните финансиски пазари.

Во транзиционите економии, кои се повеќе банкарски ориентирани, индексот на вкупната финансиска развиеност има позитивна и значајна врска со поодделните индикатори на финансиската развиеност. Индикаторите на финансиската структура Структура – Активност и Структура – Ефикасност покажуваат значајна и негативна врска со индексот на вкупната финансиска развиеност Финансии – Вкупно. Оттука, порастот на финансиската развиеност во транзиционите економии се должи на зголемената активност и ефикасност на банкарскиот сектор. Неефикасните и мали финансиски пазари имаа негативен одраз врз нивната финансиска развиеност.

**Табела 13б) Корелации помеѓу финансиската развиеност, финансиската структура и Индексот Закони кај транзиционите економии**

	Финансии Активност	Финансии Големина	Финансии Ефикасност	Финансии Вкупно	Структура Активност	Структура Големина	Структура Ефикасност	Структура Вкупно
Финансии Активност	1							
Финансии Големина	0.607* (0.021)	1						
Финансии Ефикасност	0.845** (0.000)	0.277 (0.338)	1					
Финансии Вкупно	0.975** (0.000)	0.702** (0.005)	0.860** (0.000)	1				
Структура Активност	0.813** (0.000)	0.253 (0.384)	0.992** (0.000)	-0.835** (0.000)	1			
Структура Големина	0.208 (0.476)	0.381 (0.179)	0.346 (0.226)	-0.352 (0.218)	0.355 (0.213)	1		
Структура Ефикасност	0.714** (0.004)	0.253 (0.383)	0.824** (0.000)	-0.725** (0.003)	0.811** (0.000)	0.565* (0.035)	1	
Структура Вкупно	-0.706** (0.005)	-0.338 (0.238)	-0.871** (0.000)	0.767** (0.001)	-0.872** (0.000)	-0.719** (0.004)	-0.948** (0.000)	1

\*\*корелацијата е значајна на ниво од 0,01

\*корелацијата е значајна на ниво од 0,05

Доколку поодделно се анализира влијанието финансиската развиеност и економскиот раст во развиените и транзиционите економии, врската е значајна кај транзиционите, а незначајна кај развиените економии.

<b>Табела 14а: Влијанието на финансиската развиеност врз БДП во развиените економии</b>					
<b>Зависна променлива: реалниот раст на БДП per capita;</b>					
<b>Независна променлива: Индексот Финансии – Вкупно</b>					
Појаснувачка варијабла	коефициент	стандардна грешка	t – статистика	P - вредност	R <sup>2</sup>
<b>1. Регресија со метод на најмали квадрати</b>					
Финансии - Вкупно	0,07169	0,04163	1.7216	0,05683	0,414
<b>2. Регресии со инструментални варијабли (UNEMP, INF, FDI, TRADE)</b>					
Финансии - Вкупно	0,0065*	0,1171	0,05527	0,0454	0.339
<b>3. Регресии со додавање на инструменталните варијабли на Индексот Закони (LOW)</b>					
Финансии - Вкупно	0.12252*	0.0536	-2.2845	0.0347	0.3184

Меѓутоа, со користењето на инструменталните варијабли од економското и политичкото окружување влијанието на финансиската развиеност врз економскиот раст добива различно ниво на значајност кај поодделните групи на земји. Согласно со резултатите од Табела 14а, врската помеѓу финансиската развиеност и реалниот раст на БДП per capita кај развиените економии станува значајна дури по вклучувањето на влијанието на инструменталните варијабли. Дотолку повеќе, врската покажува највисоко ниво на значајност по вклучувањето на Индексот Закони (LOW) кој се однесува на влијанието на законското окружување.

<b>Табела 14б: Влијанието на финансиската развиеност врз БДП во транзиционите економии</b>					
<b>Зависна променлива: реалниот раст на БДП per capita;</b>					
<b>Независна променлива: Индексот Финансии - Вкупно</b>					
Појаснувачка варијабла	коефициент	стандардна грешка	t - статистика	P - вредност	R <sup>2</sup>
<b>1. Регресија со метод на најмали квадрати</b>					
Финансии - Вкупно	0,1499*	0,04958	3.025	0,0106	0,4326
<b>2. Регресии со инструментални варијабли (UNEMP, INF, FDI, TRADE)</b>					
Финансии - Вкупно	0.1508	0.0833	1.8094	0.0955	0.4252
<b>3. Регресии со додавање на инструменталните варијабли на Индексот LOW</b>					
Финансии - Вкупно	0.1416	0.0697	2.0301	0.0651	0,4271

Резултатите од Табелата 14б кои се однесуваат на транзиционите економии упатуваат на сосема поинаков заклучок. Имено, врската помеѓу финансиската развиеност и економскиот раст станува незначајна при користење на инструменталните варијабли од окружувањето. Оттука, токму факторите од макроекономското окружување, како и законското окружување кое се однесува на правата на потенцијалните и постојните инвеститори и кредитори и политичките услови во кои тие делуваат неповолно се одразуваат врз потенцијалите за позитивно делување на активноста на финансискиот сектор врз економскиот раст.

## **ГЛАВА 4: АНАЛИЗА НА СОСТОЈБИТЕ ВО ФИНАНСИСКИОТ СЕКТОР И ЕКОНОМСКАТА АКТИВНОСТ ВО МАКЕДОНИЈА**

### **1. ФИНАНСИСКИОТ СЕКТОР НА МАКЕДОНИЈА – СОСТОЈБИ И ТРЕНДОВИ**

По осамостојувањето и отпочнувањето на процесот на транзиција, Македонија се определи за изградба и спроведување на стопански систем на пазарна економија, иманентен на развиените пазарно ориентирани земји. Важен сегмент во транзицијата на економскиот систем беше и финансискиот сектор како есенцијален сектор во секоја економија, чија одлучувачка улога се гледа во мобилизацијата и ефикасната алокација на финансиските средства. Со оглед на тоа што пазарот не е перфектен механизам кој сам од себе ги решава проблемите на ефикасноста и развојот на пазарните економии, а имајќи го предвид фактот за ограниченоста на ресурсите, особено оние финансиските, од особена важност е процесот на селекција – каде и како да се употребат расположливите финансиски ресурси во функција на обезбедување на економски прогрес. Во зависност од ефикасноста при алокацијата на финансиските ресурси, финансискиот сектор ја утврдува судбината на пазарните економии од аспект на тоа: колку ќе се штеди, каде ќе се инвестира, кои индустриски гранки ќе се форсираат во својот развој, колку бргу ќе се зголемува БДП, животниот стандард, вработеноста итн.

Финансискиот сектор на Македонија се карактеризира со релативно едноставна структура од аспект на видот на финансиски институции и асортиманот на понудата на финансиските продукти. Банките се доминантен сегмент во финансискиот сектор со структурно учество на неговите вкупни средства од околу 90% и релативно значење во однос на БДП од околу 70%. Иако со многу помало структурно учество во вкупните средства на финансискиот сектор и многу помало релативно значење во однос на БДП, осигурителните компании се до 2010 година претставуваат втор сегмент по значајност во финансискиот сектор. Но, со реформата на пензискиот систем од 2006 година пензиските фондови се промовираат како важен составен дел на финансискиот сектор.

Табела број 15. Структура на финансискиот сектор на Македонија

Финансиска институција	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Вкупна актива на финансиските институции (милиони денари)</b>							
Банки	142,391	174,117	223,659	250,704	268,543	305,290	331,176
Штедилници	1,955	2,327	2,887	3,449	3,283	2,986	3,163
Осигурителни компании	13,618	14,608	11,075	11,920	12,202	12,518	12,886
Лизинг друштва	2,276	2,735	4,980	8,623	9,115	8,509	9,278
Инвестициони фондови*			81	112	192	196	273
Пензиски фондови*	174	1,438	3,326	5,295	9,085	12,895	16,583
Брокерски куќи	359	615	1,088	804	754	468	411
Вкупно	160,773	195,840	247,096	280,907	303,174	342,862	373,770
<b>Учество во вкупната актива на финансискиот сектор (%)</b>							
Банки	88.57	88.91	90.52	89.25	88.58	89.04	88.60
Штедилници	1.22	1.19	1.17	1.23	1.08	0.87	0.85
Осигурителни компании	8.47	7.46	4.48	4.24	4.02	3.65	3.45
Лизинг друштва	1.42	1.40	2.02	3.07	3.01	2.48	2.48
Инвестициони фондови*			0.03	0.04	0.06	0.06	0.07
Пензиски фондови*	0.11	0.73	1.35	1.88	3.00	3.76	4.44
Брокерски куќи	0.22	0.31	0.44	0.29	0.25	0.14	0.11
Вкупно	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
<b>Учество на вкупната актива во БДП (%)</b>							
Банки	48.26	54.40	61.28	60.89	64.97	71.87	71.78
Штедилници	0.66	0.73	0.79	0.84	0.79	0.70	0.69
Осигурителни компании	4.62	4.56	3.03	2.90	2.95	2.95	2.79
Лизинг друштва	0.77	0.85	1.36	2.09	2.21	2.00	2.01
Инвестициони фондови*			0.02	0.03	0.05	0.05	0.06
Пензиски фондови*	0.06	0.45	0.91	1.29	2.20	3.04	3.59
Брокерски куќи	0.12	0.19	0.30	0.20	0.18	0.11	0.09
Вкупно	54.49	61.19	67.70	68.23	73.35	80.72	81.01
<b>Број на институции</b>							
Банки	20	19	18	18	18	18	17
Штедилници	14	12	12	11	10	8	8
Осигурителни компании	10	10	12	12	13	13	15
Лизинг друштва	2	2	4	8	9	10	10
Инвестициони фондови*			3	13	13	10	12
Пензиски фондови*	2	4	4	4	6	6	6
Брокерски куќи	9	11	16	20	18	14	12
Вкупно	57	58	69	86	87	79	80

Извор: Сопствени анализи на авторот врз основа на податоците на НБРМ

\*Напомена: Кај инвестиционите компании и пензиските фондови се вклучени и друштвата кои со нив управуваат



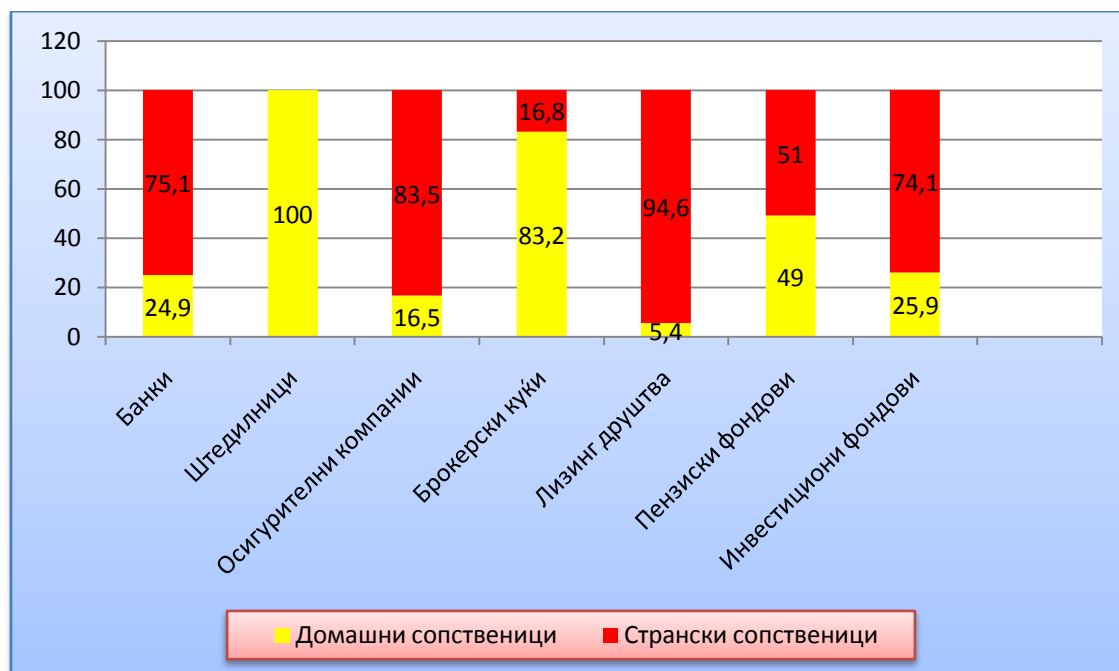
Финансискиот сектор на Македонија во 2007 година бележи најизразени промени како од квантитативен, така и од квалитативен аспект. Појавата на првите инвестициони фондови во 2007 година, влезот на странски капитал во лизинг друштвата и брокерските куќи, како и зголемениот интерес за берзанско тргување во услови на поволни ценовни движења на берзата имаат свој придонес врз зголемената развојна динамика на недепозитните финансиски институции, зголемената конкуренција, подобриот квалитет на финансиските услуги, поголемиот степен на меѓусекторска поврзаност и натамошното продлабочување на процесот на финансиско посредување. Финансискиот сектор на Македонија не почувствува позначајни негативни последици од турбулентните движења на светските финансиски пазари во текот на 2007 година. Ова претставува резултат на неговиот релативно мал степен на интеграција во глобалните финансиски текови, релативно едноставната пазарна структура без присуство на сложени финансиски групации, претежната ориентираност кон работење со домашни субјекти, како и отсуството на сложени структурирани производи во активностите на домашните финансиски институции. Согласно со општото забавување на економската активност, почнувајќи од 2008 година доаѓа до забавување на стапката на раст на вкупните средства на финансискиот сектор, како и забавување на влезот на странскиот капитал во сопственичката структура на поодделните финансиски институции. Турбулентните движења на светските финансиски пазари имаат влијание врз големината и структурата на финансискиот сектор на Македонија. Сепак, нискиот степен на меѓусекторска интеграција и ограничената вкрстена сопственост помеѓу поодделните финансиски институции ја минимизираат можноста за нарушување на стабилноста на поодделните сегменти како последица од прелевањето на ризиците со кои се соочуваат. И покрај благото забрзување на стапката на раст на вкупните средства на финансискиот сектор во 2010 година, како резултат на неизвесноста во врска со натамошниот развој на должничката криза во еврозоната, од 2011 година доаѓа до нејзино повторно забавување.

Деловната поврзаност помеѓу банките и небанкарските финансиски институции се манифестира преку средствата депонирани од небанкарските институции во

банкарскиот сектор. Од аспект на банките, депозитите на небанкарските финансиски институции претставуваат незначителен дел од вкупната депозитна база и изнесуваат околу 3%. Сепак, овие средства претставуваат значителна ставка во активата на осигурителните компании, пензиските фондови, инвестиционите компании и брокерските куќи. Имено, банкарските депозити претставуваат најсигурна можност за пласирање на средствата на недепозитните финансиски институции во услови на ограничена понуда на финансиски инструменти на домашниот финансиски пазар.

Меѓусекторската интеграција на поодделните сегменти на финансискиот сектор се мери преку големината на капиталните вложувања. Степенот на капитална поврзаност помеѓу институционалните сегменти на финансискиот сектор во Македонија е низок. Притоа, највисок степен на капитална поврзаност постои помеѓу банките и друштвата за управување со пензиските и инвестиционите фондови.

#### Графикон број 27. Сопственичката структура на финансискиот сектор на Македонија во 2011 година (во %)



Извор: Сопствени анализи на авторот врз основа на податоците на НБРМ

При анализа на сопственичката структура на поодделните сегменти на финансискиот сектор може да се заклучи дека доминира учеството на странските акционери. Зголеменото присуство на странскиот капитал влијае врз јакнење на конкуренцијата како помеѓу истородните, така и помеѓу различните сегменти на финансискиот сектор. Ваквиот тренд е во согласност со светските трендови за зголемување на меѓусебната поврзаност на финансиските институции и испреплетување на активностите кои ти ги вршат.

Друштвата за лизинг бележат највисоко учество на странскиот капитал во сопственичката структура. Високото присуство на странската сопственост е карактеристично и за осигурителните компании. Банкарскиот сектор бележи постојано зголемување на учеството на странскиот капитал во сопственичката структура (од 44,6% во 2002 година, на 56,1% во 2006 година, а на 74,9% во 2011 година). Учеството на странскиот капитал во сопственичката структура бележи тренд на пораст и кај инвестиционите фондови (на крајот на 2011 година изнесува 74,1%). Кај пензиските фондови учеството на странскиот капитал од 2005 година е неизменето и изнесува 51%. Кај брокерските куќи преовладува домашниот капитал, а штедилниците се единствениот сегмент од финансискиот сектор кој е во целосна сопственост на домашни субјекти (Графикон број 27).

## **2. НЕБАНКАРСКИТЕ ФИНАНСИСКИ ИНСТИТУЦИИ ВО МАКЕДОНИЈА**

Имајќи го предвид фактот дека финансискиот сектор на Македонија е банкоцентричен, средствата на небанкарските финансиски институции имаат многу помало учество во неговата институционална структура и релативно помало значење во однос на БДП. Сепак, преку основните функции кои ги вршат, тие имаат одредена улога во стимулирањето на развојот на финансискиот пазар и промовирањето на економскиот раст во Македонија. Во продолжение, ќе биде направен осврт на состојбите и трендовите во доменот на осигурителните компании, пензиските фондови, инвестиционите фондови и берзанското работење во Македонија, како сегменти на финансискиот пазар кои се од круцијално значење за финансиската развиеност на земјата.

### **2.1 Осигурителниот сектор на Македонија**

Осигурителниот сектор има релативно помало значење во финансискиот сектор на Македонија од квантитативен аспект (средствата на осигурителните компании бележат релативно ниско учество во вкупните средства на финансискиот сектор), но и од аспект на лепезата на услуги кои се нудат. Трендот на засилен влез на странски капитал во осигурителниот сектор се очекува да доведе до збогатување на понудата и намалување на цените на осигурителните услуги, засилена конкуренција и зголемено значење на овој сегмент на финансискиот сектор.

Животното осигурување, како алтернативен начин за штедење и инвестирање на заштедите, бележи ниска застапеност во Македонија. Доминантна група на осигурување претставува неживотното осигурување. Притоа, доминантен дел од бруто – премиите за неживотно осигурување се должи на осигурувањето од автомобилска одговорност. Овој вид на осигурување претставува законска обврска и не е одраз на навиките за користење на осигурување, ниту показател за степенот на развиеност на осигурителниот сектор. Втора најзначајна категорија во рамки на премиите за неживотно осигурување претставуваат премиите за осигурување

на имотот од кражба, град, мраз и др. Нивната застапеност се должи на зголемената потреба од сигурно и безбедно живеење, но и растот на станбените и хипотекарните кредити за чие користење неопходен предуслов е востановување на хипотека на недвижен имот со осигурителна полиса винкулирана во полза на банките.

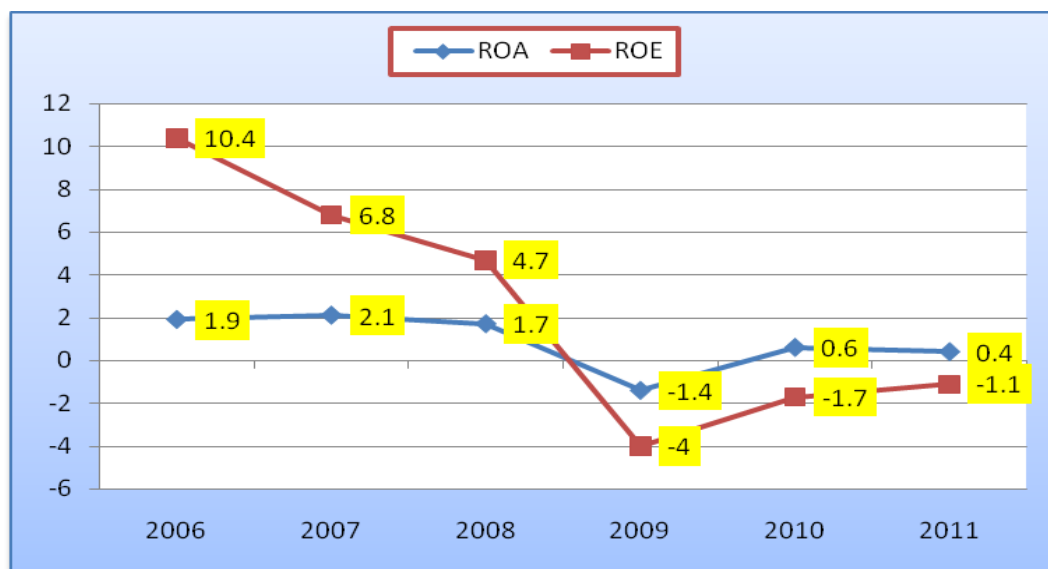
Со оглед на тоа што неживотното осигурување претставува клучен двигател на развојот на осигурителниот сектор, структурата на осигурителните полиси се смета за неповолна од аспект на развојот на пазарот на капитал. Ваквата констатација произлегува од фактот дека токму животното осигурување мобилизира средства кои се со долгорочен карактер и се погодни за инвестирање во хартии од вредност. Фактори кои би го поттикнале порастот на животното осигурување во Македонија се следниве: зголемениот степен на информираност на населението за природата и значењето на осигурувањето на живот, секундарната примена на полисите за животно осигурување при користење на банкарски кредити, појавата на нови друштва за осигурување на живот, проширување на лепезата на осигурителни производи кои се нудат, како и порастот на животниот стандард на населението. Во текот на 2009 година во Македонија отпочнува тренд на благо зголемување на учеството на премиите за животно осигурување во рамките на вкупните бруто полисирани премии. Овој тренд се должи на зголемениот број на друштва за осигурување и посредници на пазарот, како и напредокот на осигурителната култура на населението. Сегментот на животното осигурување има најголем потенцијал за иден развој, меѓудругото, и како резултат на новите можности за поврзување на осигурувањето на живот со кредитните производи на банките.

Структурата на средствата кои ги покриваат техничките резерви се одраз на конзервативната политика за инвестирање и аверзијата кон преземање ризици од страна на друштвата за осигурување. Доминантен дел од средствата се вложуваат во банкарски сметки и депозити, а помал дел во други финансиски инструменти (хартии од вредност на НБРМ, државни хартии од вредност, хартии од вредност издадени од странски издавач, акции, удели во инвестициони фондови и друго). Сепак, почнувајќи од 2008 година се забележува благо намалување на

структурното учество на банкарските депозити наспроти зголеменото учество на државните хартии од вредност во вкупните средства кои ги покриваат техничките резерви на осигурителните компании. Ваквото подобрување на структурата на овие средства е одраз на зголемената ориентираност на друштвата за осигурување кон диверзифицирање на ризикот на финансиските вложувања. Сето ова би требало да има позитивно влијание и врз порастот на профитабилноста на овој сектор.

Забавената активност на осигурителниот сектор изразена преку забавениот раст на бруто полисираните премии, се одрази и на намалувањето на неговата профитабилна позиција во 2008 и 2009 година. По минималното подобрување на резултатите од работењето во 2010 година, профитабилноста на друштвата за осигурување бележи вложување во 2011 година како резултат на остварената загуба која се должи на негативниот технички резултат на неколку осигурителни друштва (Графикон број 28).

**Графикон број 28. Показатели за профитабилноста на друштвата за осигурување (%)**



Извор: Сопствени анализи на авторот врз основа на податоците на НБРМ

Негативно влијание врз активноста и профитабилноста на осигурителниот сектор во услови на забавена економска активност во земјата и неизвеснот на финансиските пазари имаат следниве фактори: ниската ликвидност на стопанските субјекти и отежнатата наплата на осигурителната премија, како и промените и дополнувањата во регулативата во услови на неизграден супервизорски капацитет. Предуслови за надминување на потенцијалните ризици на осигурителниот сектор се создадени во 2009 година со отпочнувањето со работа на Агенцијата за супервизија на осигурувањето со чие функционирање се обезбедува пореално согледување на ризиците со кои се соочува овој сегмент на финансискиот сектор и зајакнат надзор над друштвата за осигурување. Стабилноста и сигурноста на осигурителниот сектор во Македонија е дополнително зголемена со Гранатниот фонд на Националното биро за осигурување.

## **2.2 Пензиските фондови во Македонија**

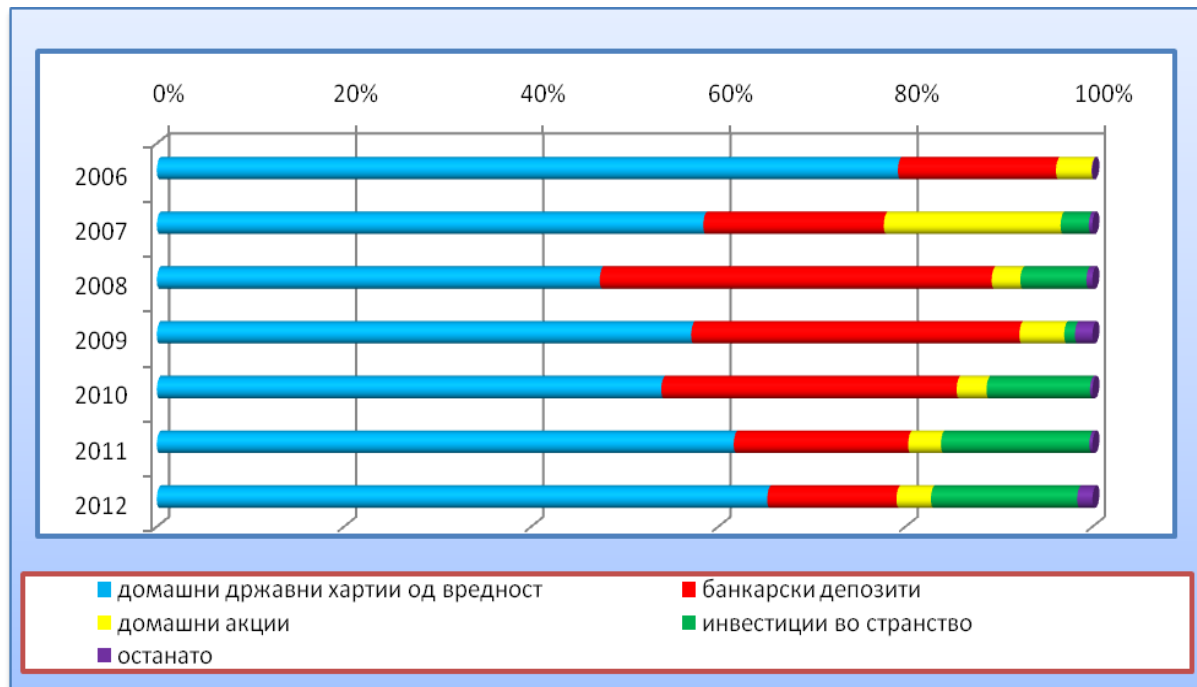
Пензиските фондови претставуваат брзорастечки сегмент на финансискиот сектор во Македонија кој од аспект на учеството во вкупните средства на финансискиот сектор, почнувајќи од 2011 година, се наоѓа на втората позиција. Со основањето на доброволните пензиски фондови во Македонија во 2009 година, јакне улогата на капитално финансираното пензиско осигурување во рамките на финансискиот сектор. Имајќи ги предвид карактеристиките на приватните пензиски фондови и фактот што во првите неколку години од нивното постоење не бележат значителни одливи на средства по основ на исплата на пензии, брзото темпо на пораст на нивните средства е очекувано. Сепак, средствата на пензиските фондови бележат ниско учество во вкупните средства на финансискиот сектор од 4,44% и релативно мало значење во однос на БДП од 3,59%. За поголема сигурност на вложувањата и минимизирање на можноста за загуба од работењето на пензиските фондови, законски се пропишани ограничувањата за инвестирање на средствата на пензиските фондови и е основана посебна Агенција за супервизија (МАПАС) со улога на супервизор и регулатор на работата на пензиските фондови.

Како резултат на нивното присуство како институционални инвеститори на пазарот на капитал, пензиските фондови имаат значително влијание врз движењето на вредноста на домашните хартии од вредност, а посебно врз каматните стапки на државните записи и државните обврзници. Со оглед на тоа што побарувањата од Македонија имаат доминантна позиција во структурата на инвестираните средства на пензиските фондови, изразена е зависноста на пензиските фондови од финансиската позиција на државата. Исто така, како резултат на капиталната и деловната поврзаност меѓу пензиските фондови и банките, и стабилноста на банкарскиот сектор игра клучна улога во успешното функционирање на пензиските фондови. Согласно со ова, главен императив на пензиските фондови претставува зголемениот степен на диверзифицираност на вложените средства. Во таа насока, законските измени од 2011 година овозможуваат вложување во инструменти кои котираат на редовниот пазар на македонската берза како и во удели на приватни инвестициони фондови кои вложуваат во мали и средни трговски друштва, со позитивно влијание на домашниот пазар на капитал и домашната економија во целост.

Во првата година од основањето друштвата за управување со пензиските фондови применуваат значително конзервативна политика при инвестирањето на средствата на пензиските фондови како резултат на регулативната рамка која предвидува повисоко ниво на сигурност на долгорочните пензиски заштеди на осигурениците, но и на релативно понискиот степен на развиеност на домашниот финансиски пазар. Доминантен дел (околу 80%) од средствата се инвестирани во државни обврзници и државни записи издадени од Македонија, а втор инструмент по важност во структурата на инвестициите на пензиските фондови се депозитите во домашните банки. Во структурата на средствата на пензиските фондови во целиот период на постоење доминираат вложувањата во депозити и во државни обврзници, со одредени структурни поместувања како резултат на зголеменото или намаленото вложување во други финансиски инструменти.



### Графикон број 29. Структура на вложувањата на средствата на пензиските фондови



Извор: Сопствени анализи на авторот врз основа на податоците на НБРМ

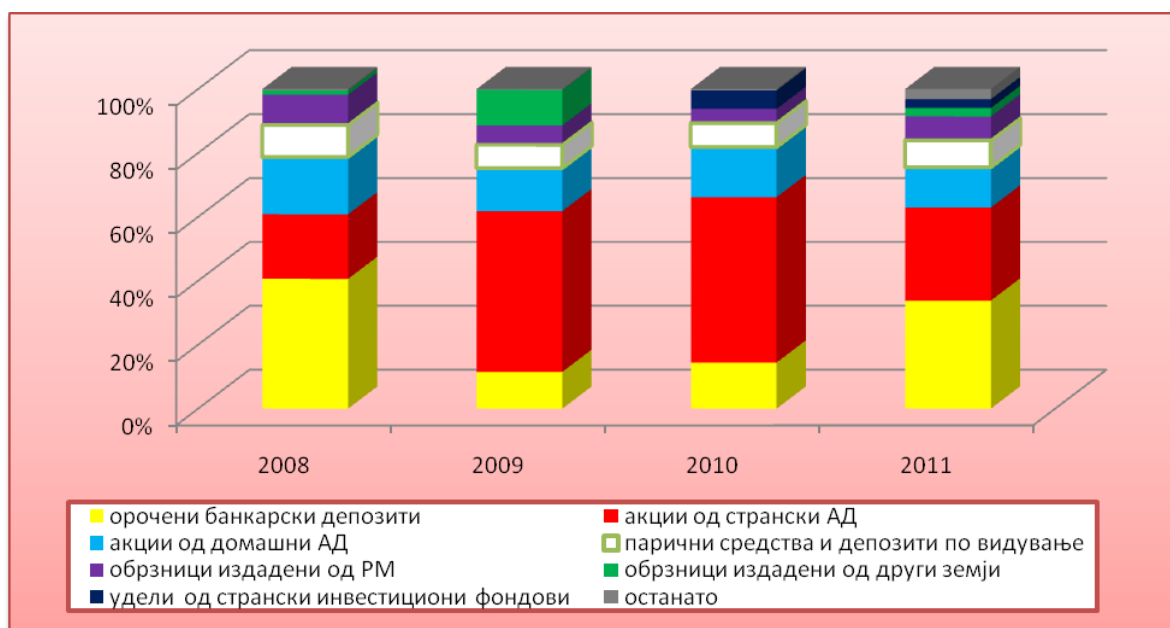
Во таа насока, во 2009 година се забележуваат одредени поместувања на инвестициските склоности на пензиските фондови при што акциите од домашните издавачи опфаќаат 18,9% од средствата на пензиските фондови (зголемување за 15,8 процентни поени во однос на претходната година), а вложувањата во државни записи целосно исчезнуваат од структурата на средствата на пензиските фондови како резултат на неатраktivноста на нивниот принос во услови на пораст на стапката на инфлација. Во услови на глобална финансиска криза и надолен тренд на домашниот пазар на капитал, во 2008 година доаѓа до повторно поместување на инвестициските склоности на пензиските фондови кои се манифестираат во намалување на учеството на сопственичките хартии од вредност и на обврзниците од домашни издавачи за сметка на зголеменото учество на банкарските депозити во структурата на средствата на пензиските фондови. Ниската изложеност кон инструментите издадени од странски издавачи придонесе падот на светските берзи во 2008

година да нема посериозни негативни ефекти врз вредноста на средствата на пензиските фондови. Структурните поместувања на средствата на пензиските фондови во 2009 година се однесуваат на зголеменото учество на државните хартии од вредност кое произлегува од вложувањата во еврообврзници издадени од Македонија. Ваквите промени на инвестициските склоности на пензиските фондови претставуваат одраз на поволниот однос помеѓу приносот што го носат обврзниците издадени од државата и малиот ризик кој е за нив карактеристичен. По смирувањето на финансиските пазари по светската финансиска криза, доаѓа до постепено релаксирање на конзервативната инвестициона политика на друштвата кои управуваат со пензиските фондови. Тоа се манифестира преку зголемен интерес за инвестирање на странските пазари на капитал во услови на ограничени можности за инвестирање на домашниот финансиски пазар. Имајќи го предвид фактот дека вложувањата се во странски државни обврзници од земји кои се соочуваат со исклучително силна должничка криза и влошен меѓународен кредитен рејтинг, пензиските фондови се изложени на висок ризик. Во 2011 година доаѓа до промена на структурата на средствата на пензиските фондови како резултат на продажбата на државни обврзници на неколку земји членки на ЕУ со понизок кредитен рејтинг и намалено вложување во банкарски депозити. Инвестиционата стратегија е насочена кон вложување во обврзници издадени од Македонија, удели на странски инвестициони фондови и сопственички хартии од вредност на странски издавачи. Сепак, и натаму најголем дел од средствата на пензиските фондови е во форма на државни обврзници и банкарски депозити во Македонија. Во 2012 година структурата на вложените средства на пензиските фондови е речиси непроменета во однос на претходната година, со исклучок на благото намалување на учеството на банкарските депозити за сметка на зголеменото учество на државните хартии од вредност.

### 2.3 Инвестиционите фондови во Македонија

Со појавата на првите инвестициони фондови во Македонија во 2007 година доаѓа до збогатување на институционалната инфраструктура на домашниот финансиски сектор, зголемување на конкуренцијата помеѓу неговите поодделни сегменти и проширување на понудата на инвестициските алтернативи. Улогата на инвестиционите фондови е особено важна за малите инвеститори кои се ограничени во напорите за остварување на задоволителен степен на диверзификација на своето индивидуално портфолио.

#### Графикон број 30. Структура на имотот на инвестиционите фондови

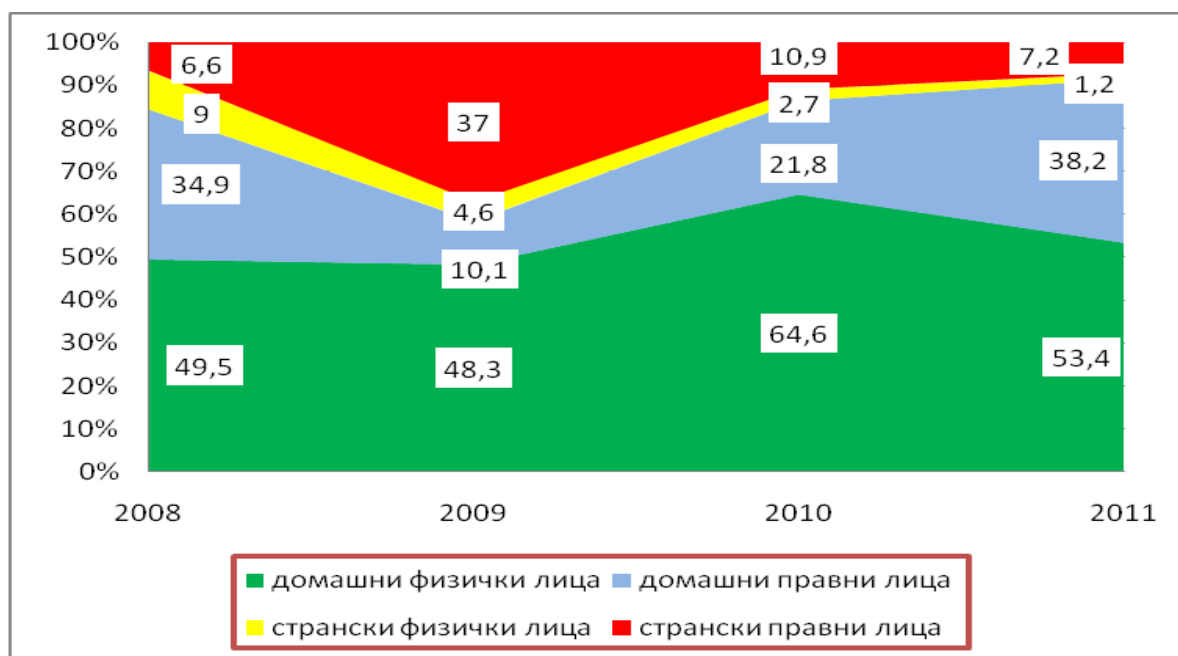


Извор: Сопствени анализи на авторот врз основа на податоците на НБРМ

Најнапред, во структурата на вкупниот имот на инвестиционите фондови доминираат орочените банкарски депозити (Графикон број 30). Во 2009 година отворените инвестициони фондови претствауваат најбрзорастечки сегмент на финансискиот сектор. Како резултат на позитивните сигнали за заздравување на берзанските движења од глобалните и регионалните берзи, доаѓа до промена во структурата на имотот на инвестициските фондови во корист на поризичните и поприносни финансиски инструменти (акции и обврзници од странски издавачи).

Од структурата на вложувањата на инвестиционите фондови може да се заклучи дека ликвидносниот и пазарниот ризик се најзначајните ризици на кои тие се изложени. Овие ризици се надополнуваат и со ризикот на земјата, како резултат на значителното учество на вложувањата во хартии од вредност издадени од странски издавачи. Во 2011 година се проширува асортиманот на хартиите од вредност од странски издавачи во кои се пласирани средствата на фондовите. Истовремено доаѓа до намалување на учеството на вложувањата во овие хартии од вредност за сметка на зголемените вложувања во домашни финансиски инструменти.

### Графикон број 31. Сопственичка структура на издадените документи за удели на инвестиционите фондови



Извор: Сопствени анализи на авторот врз основа на податоците на НБРМ

Најнапред, во сопственичката структура на издадените документи за удели најголемо учество бележат домашните физички лица (Графикон број 31). Во 2009 година домашните физички лица и натаму доминираат во сопственичката структура на издадените документи за удели, а странските правни лица се наоѓаат на втората позиција. Од 2010 година отпочнува трендот на зголемено учество на

уделите на домашните правни лица за сметка на намаленото учество на уделите на странските правни лица во сопственичката структура на издадените документи за удели.

При анализа на перформансите на инвестиционите фондови се констатира дека и покрај растот на средствата и приходите, нивното работење е непрофитабилно. Најчесто споменувани причини за непрофитабилното работење на инвестиционите фондови се следниве:

- несоодветниот момент на нивното регистрирање и отпочнување со работа (дел од фондовите се регистрирани во годината на отпочнување на финансиската криза - 2007 година, а дел кога кризата кулминира и се чувствува и во Македонија – 2008 година);
- високата конкуренција која постои во овој сегмент на финансискиот сектор, при што малите вложени износи од страна на инвеститорите се разводнуваат кај поголем број фондови;
- непостоењето на надлежен регулаторен и супервизорски орган го прави овој сегмент на финансискиот сектор далеку поризичен за потенцијалните инвеститори и за финансискиот сектор во целост;
- имотот на фондовите сè уште не е доволно голем за да можат друштвата да имаат доволно приходи од наплатената управувачка провизија;
- граѓаните на Македонија сè уште не се едуцирани и информирани за можностите кои ги нуди овој релативно нов облик на инвестирање;
- недоволната транспарентност на фондовите за структурата на вложувањата предизвикува недоволна доверба на граѓаните во овој сегмент на финансискиот сектор итн.

Со оглед на фактот што инвестиционите фондови претставуваат сегмент на финансискиот сектор кој е сè уште мал по обем (средствата на инвестиционите фондови учествуваат во вкупните средства со 0,07%, а нивното релативно значење во однос на БДП изнесува 0,06%), не постои опасност непрофитабилното работење кај дел од инвестиционите фондови да предизвика позначителни потреси на стабилноста на финансискиот сектор на земјата во целост.

## 2.4 Берзанското работење во Македонија

Пазарот на капитал во Македонија се карактеризира со неразвиен примарен пазар, ограничена ликвидност на секундарниот пазар, ограничена понуда на инвестициони алтернативи и изразена чувствителност на инвестиционите одлуки од случувањата на домашното и од меѓународното макроекономско опкружување. Берзанското работење е главен носител на секундарното тргување со долгорочни хартии од вредност во Македонија. Во периодот од 1997 до 2012 година Македонската берза бележи значителна еволуција, со евидентиран биков пазар до 2007 година и мечкин пазар од 2008 година.

Слика број 4. Пазарот на бикот и на мечката

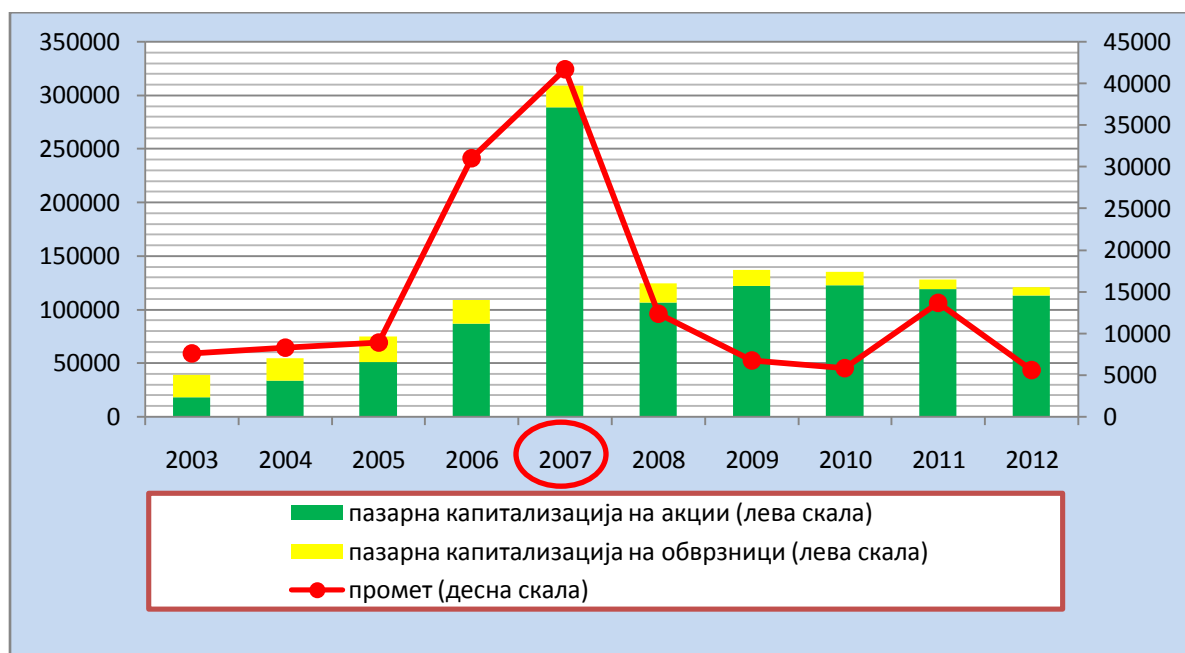


Извор: МАКЕДОНСКА БЕРЗА АД СКОПЈЕ

Нагорното движење на показателите за големината и активноста на берзанското работење е резултат на влијанието на следниве фактори: стабилното макроекономско опкружување, спроведените реформи и измени во регулативната рамка, континуираното подобрување на перформансите на реалниот сектор, приливот на странски инвестиции, учеството на домашните фондови во тргувањето на берзата, приватизацијата на државниот капитал и желбата на економските субјекти за остварување на краткорочна добивка. Од друга страна, пресвртот на берзанските движења и надолниот тренд во берзанското работење е резултат на влијанието на следниве фактори: зголемената воздржаност на потенцијалните инвеститори, зголемениот политички ризик, индиректните

ефекти од случувањата на берзите во регионот, повлекувањето на странските инвеститори во услови на светска економска криза, зголемувањето на стапката на инфлација на 8,3% во 2008 година, зголемената стапка на благајнички записи на 9% во 2009 година, сиромашната понуда на финансиски инструменти (акции и обврзници) при отсуство на финансиски деривати, неедуцираноста на економските агенти кои инвестираат на берзата најчесто водени од мотивите за краткорочна добивка.

### Графикон број 32. Пазарната капитализација и прометот на Македонската берза (во милиони денари)



Извор: Сопствени анализи на авторот врз основа на податоците на НБРМ

Движењето на основните показатели за берзанското работење во Македонија во последните 10 години е прикажано на Графиконот број 32 и Графиконот број 33. Постепеното зголемување на прометот на Македонската берза се совпаѓа со донесувањето на новиот Закон за хартии од вредност во ноември 2005 година и со спроведената пензиска реформа. Позитивната динамика на берзата влијае врз збогатување на институционалната инфраструктура на домашниот финансиски сектор и проширување на понудата на инвестициски алтернативи. Значително

зголемување на прометот на берзата е евидентирано во 2007 година кога доаѓа до раст на активностите на брокерските куќи, формирање на првите инвестициони фондови како резидентни портфолио – инвеститори, како и зголемено тргување од страна на домашните физички лица кое во одредени моменти е одраз и на нерационално однесување. Растот на пазарната капитализација при зголемен промет доведува до зголемување на обртот на секундарниот пазар на капитал. Трендот на пораст на берзанскиот промет е прекинат на крајот на 2007 и почетокот на 2008 година во услови на зголемена неизвесност и влошување на изгледите за економски раст на домашната економија. Натамошните надолни придвижувања на берзанскиот промет во 2009 година се резултат на чувствителноста на информациите во врска со должничката криза во Грција и променливите прогнози за идните насоки на нејзиното одвивање. Падот на берзанскиот промет продолжува и во 2010 година, но со забавена динамика. И покрај постепеното подобрување на домашната економска клима, како резултат на зголемената претпазливост во преземањето на ризици, активност на инвеститорите на Македонската берза е слаба.

### Графикон број 33. Движењето на индексот МБИ 10 и показателот на обртот на Македонската берза





Извор: Сопствени анализи на авторот врз основа на податоците на НБРМ

Во 2011 година пазарната капитализација и берзанскиот индекс МБИ10 бележат натамошен пад, но со забавено темпо во однос на претходната година. Истовремено, берзанскиот промет бележи раст и оставрени се две јавни понуди на хартии од вредност. Акционерските друштва ги преферираат приватните понуди на хартии од вредност како резултат на комплицираната процедура за спроведување на јавните понуди и отпорот кон влез на нови акционери. Во 2012 година анализираните показатели на берзанското работење (пазарната капитализација, прометот, показателот на обртот и основниот берзански индекс МБИ10) бележат пад како резултат на неповолната финансиска состојба на економиите од кои потекнуваат главните партнери на македонските компании, како и кривката на глобалниот финансиски пазар во неизвесното окружување.

### **3. КЛУЧНАТА УЛОГА НА БАНКИТЕ ВО РАЗВОЈОТ НА ФИНАНСИСКИОТ СЕКТОР НА МАКЕДОНИЈА**

Во рамките на оваа точка на докторската дисертација, акцентот е ставен на клучната улога на банките во развојот на финансискиот сектор во Македонија. Состојбите и трендовите во банкарскиот сектор на Македонија се анализирани низ призмата на кредитната активност и изворите за нејзино финансирање, квалитетот на кредитната изложеност, степенот на финансиска интермедијација, капитализираноста и профитабилноста, како и каматната политика на банкарскиот сектор.

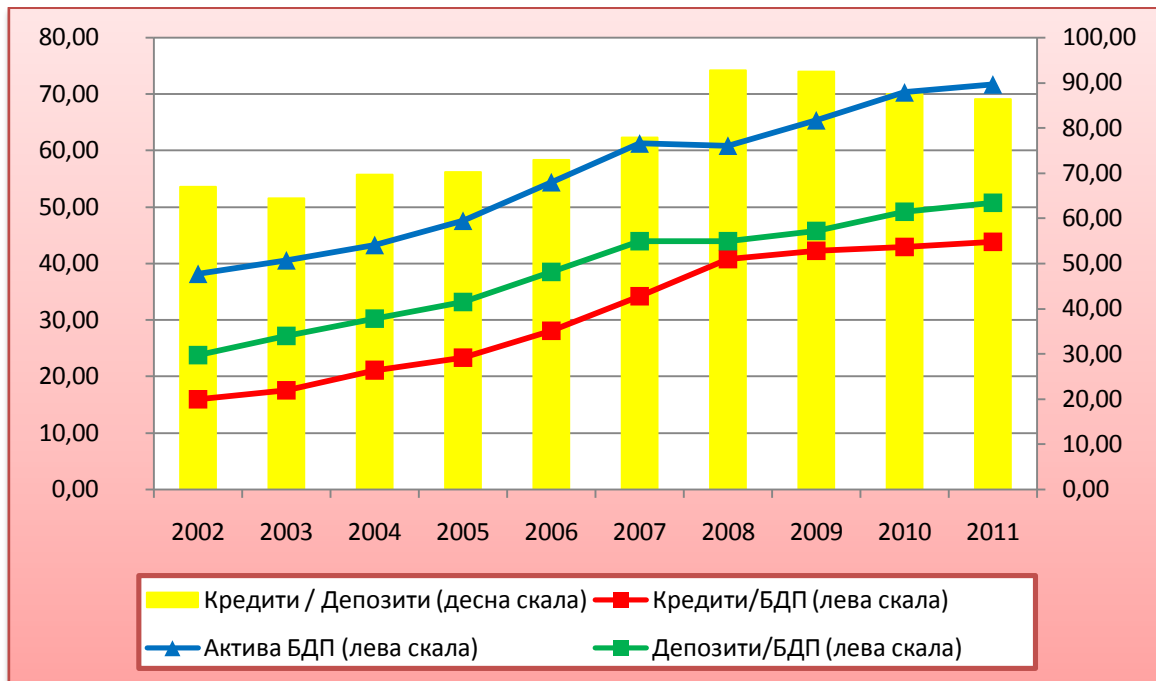
#### **3.1 Степенот на финансиска интермедијација во Македонија**

Анализата на степенот на финансиска интермедијација искажан преку соодносот помеѓу активата, кредитите и депозитите на банките со БДП во Македонија укажува на движења во нагорна линија. Исклучок од ова е 2008 година кога се забележани надолни тенденции по кои повторно следи пораст во 2009 година, но со забавено темпо. Степенот на финансиска интермедијација во последните десет години е значително зголемен, што укажува на зголемената улога на банките во економијата во целост. Во таа насока, вредноста на показателот Актива/БДП во 2011 година е поголема за 87,7% во однос на 2002 година. Во овој период показателот Кредити/БДП е зголемен за 2,8 пати, а показателот Депозити/БДП за 2,2 пати.

И покрај постојаниот тренд на пораст на нивото на финансиската интермедијација во истиот период, тоа е далеку пониско од нивото на финансиска интермедијација карактеристично за банкарските системи на земјите-членки на ЕУ, па дури и од просечните нивоа на финансиска интермедијација на поголем број земји во регионот. Македонија се карактеризира со речиси најниско ниво на соодносот помеѓу вкупната актива, кредитите и депозитите со БДП. Сепак, за разлика од поголем број земји членки на Европската унија, кои во последниве години минуваат низ процес на финансиска дисинтермедијација во услови на глобална

финансиска криза, македонските банки имаат капитален и ликвидносен капацитет да продолжат со кредитната активност и да забележат пораст на степенот на финансиска интермедијација.

### Графикон број 34. Степенот на финансиска интермедијација на банките во Македонија



Извор: Сопствени анализи на авторот врз основа на податоците од НБРМ

Македонскиот банкарски деловен модел е релативно конзервативен, што значи дека кредитната експанзија е главно финансирана од депозитите, а помалку од меѓународните кредитни линии и од домашниот меѓубанкарски пазар. Коефициентот кредити/депозити се движи околу 90% и е многу понизок од развиените земји каде истиот достигнува дури и над 200% (компаративна анализа на вредноста на овој показател помеѓу поодделните земји е дадена во третото поглавје на докторската дисертација). Вредноста на овој коефициент во Македонија укажува на речиси целосна искористеност на депозитите како традиционален извор за финансирање на кредитната активност. Овој показател бележи пораст од 2008 година кога доаѓа до поголема искористеност на депозитното јадро во услови на отежнати можности за финансирање на меѓународниот финансиски пазар.

### **3.2 Кредитната активност на банките во Македонија**

Како и во повеќето земји во транзиција, во пост-транзициониот период, пазарот на кредити во Македонија е релативно неактивен. Притоа, како поважни фактори кои придонесуваат за ваквата динамика во доменот на кредитирањето на приватниот сектор можат да се наведат следниве:

- ниското ниво на штедење во банките, што значи и мал домашен кредитен потенцијал;
- постепеното реструктурирање на реалниот сектор на економијата, а со тоа и тешкотии околу наоѓањето на квалитетни кредитокорисници и квалитетни инвестициони проекти;
- претпазливата политика на банките, во услови на наследено и стекнато “лошо” кредитно портфолио;
- реструктурирањето и консолидирањето на банките, што значи и потребно време за поставување на адекватни нови кредитни политики и процедури и адекватен процес на кредитирање;
- високите активни каматни стапки на банките;
- несоодветно дефинираната правна рамка, пред сè од аспект на брзината и ефикасноста при реализацијата на колатералот;
- неизвесноста, карактеристична за пост-транзициониот период како и неизвесноста генерирана од неколку шокови од неекономски карактер.

Сите овие фактори резултираат со одржување на учеството на вкупните кредити одобрени на приватниот сектор на исклучително ниско ниво сè до 1998 година, кога се регистрирани одредени позитивни придвижувања. Но, косовската криза во 1999 година и безбедносната криза во 2001 година соодветно се рефлектираат врз кредитирањето, при што воздржаноста на економските субјекти од потрошувачка и од инвестиции резултира со намалена понуда и побарувачка за кредити и незначителна негативна меѓугодишна промена на кредитите одобрени на

приватниот сектор. Постепеното исцрпување на негативните последици од безбедносната криза и стабилизацијата на макроекономските услови во окружувањето придонесува за отпочнување на растечки тренд на кредитирањето на приватниот сектор од страна на банките. Од 2003 година, која го означува периодот на “будење” на македонскиот банкарски кредитен пазар, до 2008 година следи брз пораст на кредитната активност на банкарскиот сектор. Имено, индикаторот Кредити/ БДП е зголемен за 2,5 пати (од 16,45% во 2002 на 40,78% во 2008 година). Во овој период апсолутниот износ на кредитите дадени на приватниот сектор се зголемува за 4 пати, а просечниот годишен раст е околу 30%. Притоа, главна цел на банките е зголемениот обем на кредитното портфолио, профитот и обезбедувањето на поголемо пазарно учество. Изразената динамика на пораст на кредитите во овој период е резултат на влијанието на следниве фактори:

- зголемениот кредитен потенцијал на банките преку проширувањето на депозитната база и зголемените можности за финансирање на кредитната активност со атрактивни странски кредитни линии;
- зголемената атрактивност на кредитите која произлегува од диверзифицираната понуда на кредитни продукти (диверзификација на видовите на кредити и условите за нивно користење);
- повисокиот степен на конкуренција во банкарскиот сектор кој произлегува од влезот на странскиот капитал во банките, што може да се согледа и преку стеснувањето на каматните маргини на банките, како и унапредувањето на корпоративното управување.

Во 2009 година во Македонија се чувствуваат последиците од глобалната финансиска криза и следи забавување на кредитната активност на банките како резултат на следниве фактори: намалената активност на домашната економија, забавениот раст на депозитите како основен извор на финансирање на банките, заострените услови за задолжување на меѓународните финансиски пазари, курсот на затегната монетарна политика, како и зголемена внимателност на банките при одобрување на кредити.

Во натамошниот период банките се пренасочуваат кон следниве главни цели: стабилноста и ликвидноста, како и одржувањето на квалитетно кредитно портфолио. Постои благ пораст на кредитната активност во услови на постабилен макроекономски амбиент, подобрани очекувања, пораст на банкарските депозити и намалени стапки на благајничките записи на НБРМ. Понатаму, како резултат на должничката криза во еврозоната и неизвесноста во однос на закрепнувањето на домашната економска активност повторно следи период на воздржаност од кредитирање. Кредитната активност се забавува, а квалитетот на кредитното портфолио се влошува. Квалитетот на проектите за финансирање е значајна детерминанта при донесувањето на одлуки за одобрување на кредити. Банките преземаат засилена активности за унапредување на системот на управување со кредитниот ризик.

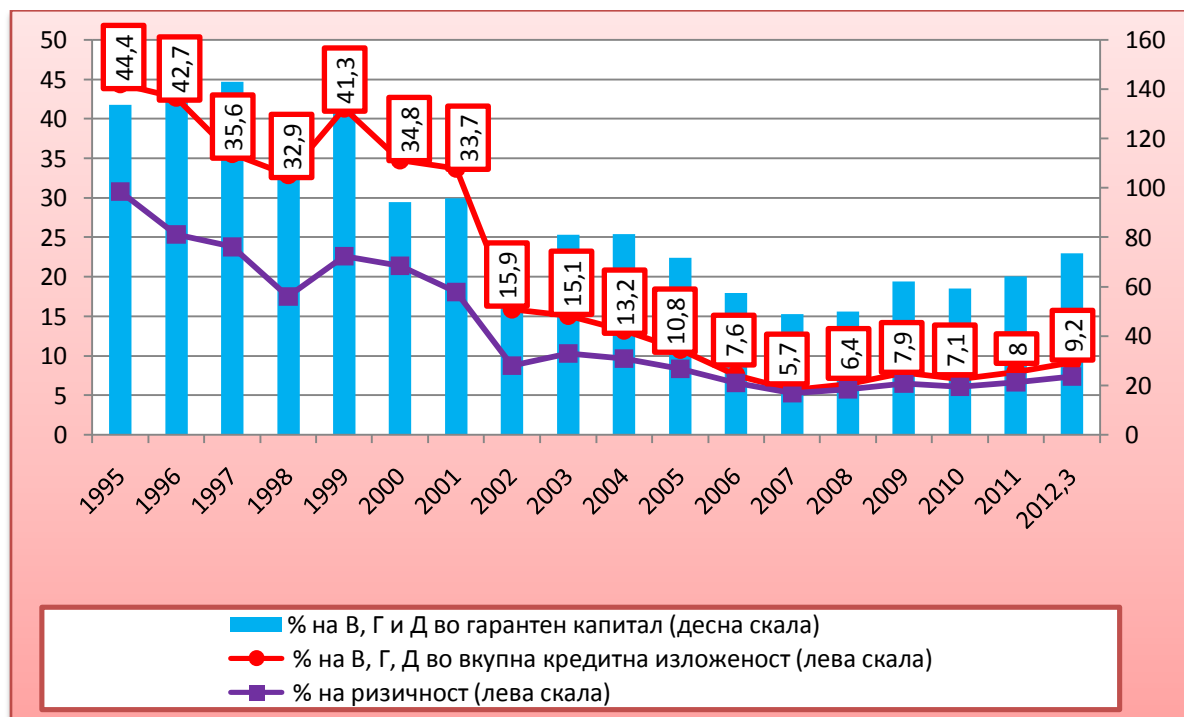
### **3.3 Квалитетот на кредитната изложеност на банкарскиот сектор**

Сите земји во транзиција, вклучувајќи ја и Македонија имаат наследено неефикасни банкарски системи во кои кредитната политика се базира на политички и на социјални фактори, наместо на пазарни принципи. Ваквата состојба резултира со високо ниво на нефункционални заеми во билансите на банките на овие земји, за што воедно придонесува и рецесијата во овие земји во првите години од транзицијата. Во периодот на трансформација, земјите пристапуваат кон санација и консолидација на банкарските системи со што доаѓа и до намалување на учеството на лошите заеми.

Генерирањето на лоши пласмани од страна на банкарскиот сектор во Македонија, по осамостојувањето главно се должи на следниве фактори: несоодветните постапки за анализа на кредитната способност на банките, непостоењето на пишани правила и процедури во работењето, неадекватното следење на веќе пласираните кредити, нетранспарентните и измешани врски помеѓу акционерите, менаџерите (кои некогаш се поистоветуваат) и клиентите на банките (кои главно се и акционери), нивниот привилегиран пристап при користење на кредити по

поволни услови, подреденоста на банкарскиот систем на политичките структури, непостоењето на конкуренција во банкарската сфера, изостанатите промени во корпоративното управување, проблемите со реструктурирањето на реалниот сектор, посебно на големите претпријатија – загубари кои се воедно и големи должници на банките, натамошното влијание на државата во работењето на банките итн.

### Графикон број 35. Показателите на квалитетот на кредитната изложеност на банките во Македонија



Извор: Сопствени анализи на авторот врз основа на податоците од НБРМ

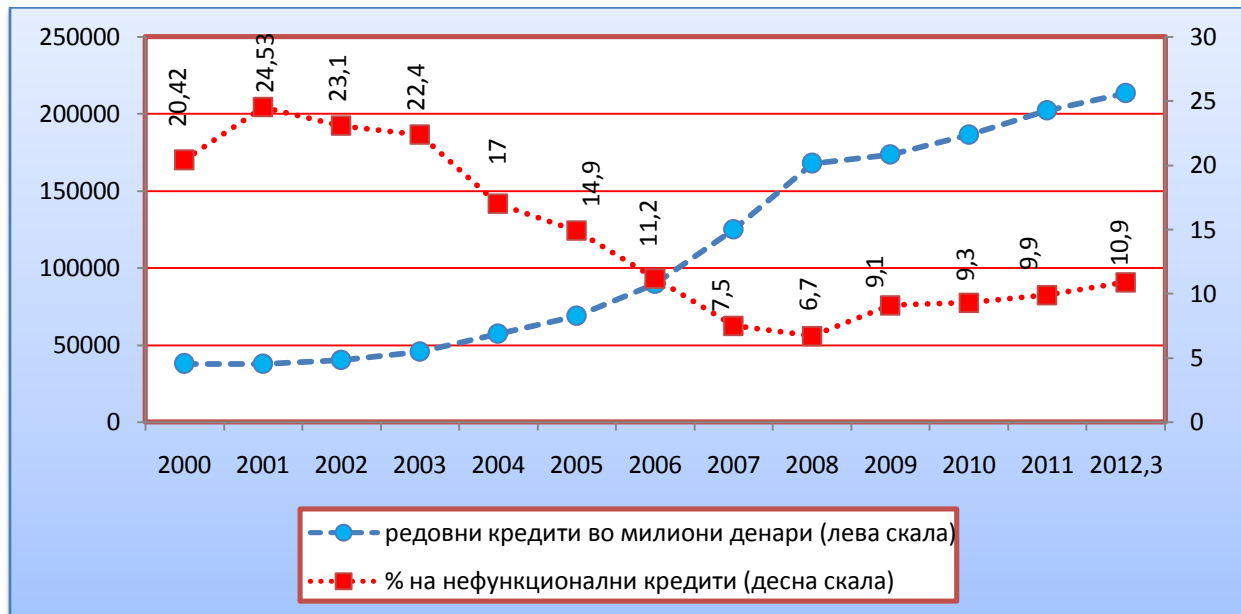
Во периодот од 1995 до 2007 година, учеството на кредитната изложеност од ризичните категории В, Г и Д во вкупната кредитна изложеност бележи намалување од 44,4% на 5,7%. Ваквиот тренд на намалување е прекинат во два наврати: за време на косовската криза во 1999 година, кога овие пласмани за само неколку месеци речиси се приближуваат на нивото од 44%, и во 2001 година, означена со воениот конфликт во Македонија, кога повторно бележат енормен пораст. Наспроти дотогашниот тренд на намалување, од 2008 година отпочнува тренд на постепено зголемување на учеството на кредитната изложеност од

ризицните категории В, Г и Д во вкупната кредитна изложеност. Така, овој показател на квалитетот на кредитното портфолио на македонскиот банкарски сектор заклучно со третиот квартал на 2012 година изнесува 9,2% и претставува зголемување во однос на 2007 година за 61,4%.

Како резултат на нарушувањето на глобалниот економски амбиент и влијанието на глобалната финансиска криза, а како потврда на вграденото проциклично однесување во работењето на банките, во 2008 година е прекинат трендот на подобрување на квалитетот на кредитното портфолио на банките, со што доаѓаат до израз првите знаци на зголемување на неговата ризицност. И покрај тоа што во 2010 година, кај некои од показателите за кредитниот ризик на ниво на банкарскиот систем се забележува првично посткризно подобрување, ваквата состојба треба претпазливо да се толкува. Со оглед на тоа што во овој период движењето на показателите за кредитниот ризик е под силно влијание на преземањето средства врз основа на ненаплатливи побарувања, но и на отписите на побарувањата направени од банките, нивното подобрување не означува поголема промена на профилот на ризик и намалување на ризиците коишто се присутни кај економските агенти. Во услови на побавен раст на вкупната кредитна изложеност, а забрзан раст на изложеноста со повисока ризицност, во натамошниот период кредитниот ризик на кој се изложени банките се зголемува. Ваквиот тренд се забележува и преку забрзаниот раст на нефункционалните кредити и преку влошувањето на показателите за квалитетот на кредитното портфолио. Истовремено, присутен е трендот на раст на пролонгираната и реструктурираната изложеност, намалување на пласманите со еднократна отплата на главница и намалување на необезбедената кредитна изложеност. Доколку при анализата се земат предвид издвоените резервации за кредитната изложеност класифицирана во ризицни категории В, Г и Д, се констатира дека и покрај релативно високиот кредитен ризик со кој се соочуваат банките, нивното солвентно работење не е загрошено. Имено, доколку се претпостави најлошо сценарио на целосна ненаплата на банкарските пласмани класифицирани во ризицни категории В, Г и Д, тогаш загубите во целиот банкарски сектор би се покриле со дел од гарантниот капитал на банките.



**Графикон број 36. Движењето на вкупните кредити на нефинансиски субјекти (во милиони денари) и % на нефункционални кредити**



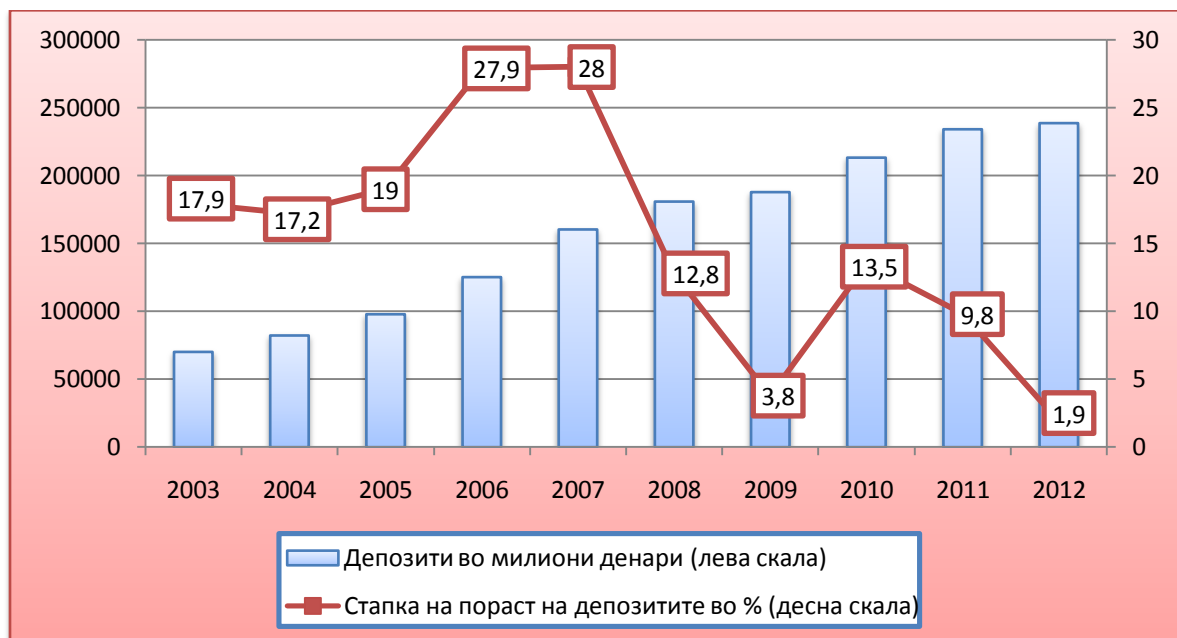
Извор: Сопствени анализи на авторот врз основа на податоците од НБРМ

Согласно со Графиконот 36, показателите за нефункционални кредити и кредитната активност до 2008 година се движат во спротивна насока и укажуваат на тоа дека брзиот раст на кредитите е проследен со намалување на процентот на нефункционалните кредити. Во натамошниот период забавениот раст на кредитната активност е прследен со влошување на квалитетот на кредитното портфолио. До 2008 година кредитното портфолио е релативно “младо”, со очекуван првичен ефект на добар квалитет. Но, во услови на зголемена конкуренција и брз кредитен раст доаѓа до релаксирање на стандардите за кредитирање и намалување на просечното ниво на кредитоспособност на кредитокорисниците. Процикличната природа на банкарското кредитирање, се манифестира со потценување на ризикот во фазата на експанзија на економскиот циклус. Влошувањето на квалитетот на кредитната изложеност се јавува во услови на неповолен глобален макроекономски амбиент, намалена кредитна активност, намалена ликвидност на кредитокорисниците, но и како резултат на “зреење” на кредитното портфолио формирано во порелаксирани услови на кредитирање карактеристични за претходниот период на кредитна експанзија.

### **3.4 Изворите (примарни и секундарни) на финансирање на кредитната активност на банкарскиот сектор**

При анализата на банкарските депозити за периодот од 2003 до 2012 година, може да се констатира дека во целиот анализиран период депозитната активност на банките во Македонија бележи константен пораст. Овој пораст е забрзан во периодот од 2004 до 2007 година и ја следи динамиката на пораст на кредитната активност на банкарскиот сектор. Во 2008 и 2009 година депозитите на банкарскиот сектор се карактеризираат со забавен пораст, како резултат на забавената економска активност на домашните субјекти и изразеното влијание на психолошките фактори врз донесувањето на одлуките на приватниот сектор во услови на негативни економски движења на меѓународната финансиска сцена и неизвесност од ефектите и времетраењето на финансиската криза. Така, на 31.12.2009 година, стапката на пораст на вкупните депозити е за околу три пати помала од претходната година. Во текот на 2010 година, во услови на поповолен макроекономски амбиент во однос на претходната година, депозитното јадро на банките се карактеризира со забрзување на растот. Како резултат на постепеното заживување на домашната економска активност, поволните движења во надворешниот сектор, како и постепеното исцрпување на влијанието на психолошките притисоци поврзани со ефектите од светската економско-финансиска криза, забележливо е забрзување на растот на депозитите на нефинансиските субјекти. Притоа, остварената стапка на раст од 13,5% е повисока за 3,6 пати во однос на стапката на раст во 2009 година, но сè уште е далеку под нивоата присутни пред 2008 година. Но, од 2011 година стапката на пораст на депозитите повторно бележи намалување, во услови на неповолен глобален макроекономски амбиент и неизвесност предизвикани од должничката криза во еврозоната и слаби остварувања на реалниот сектор во Македонија.

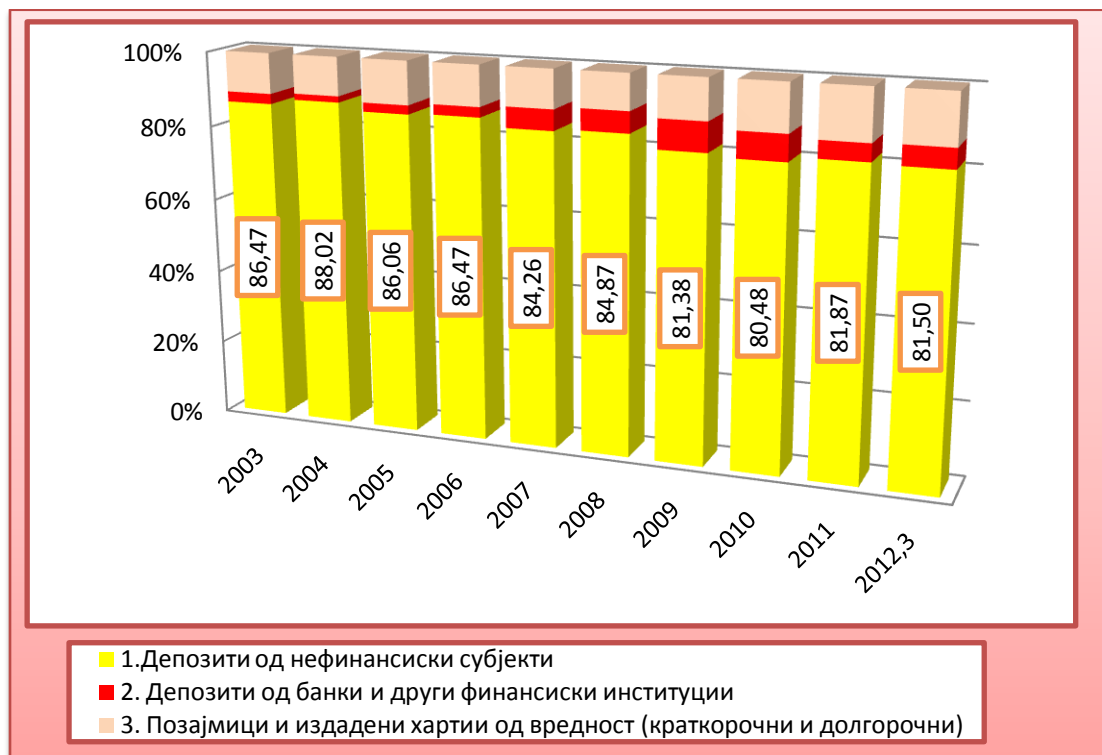
### Графикон број 37. Движењето и стапката на пораст на депозитите на нефинансиски субјекти



Извор: Сопствени анализи на авторот врз основа на податоците од НБРМ

Депозитите на нефинансиските правни лица и населението со своето учество во вкупната пасива од околу 70% претставуваат најзначајна компонента на пасивата на банките. Тие претставуваат примарен извор на средства за финансирање на активностите на банките во Македонија. Во анализираниот период, нивното учество во рамките на вкупните туѓи извори на средства е над 80%. И показателот за соодносот помеѓу вкупните кредити и вкупните депозити на банките ја потврдува доминацијата на депозитите во изворите на средства. Ваквата структура на изворите ја намалува чувствителноста на банкарскиот систем на Македонија на надворешните ликвидносни шокови, што е една од причините за задржување на неговата стабилност за време на финансиската криза. Но, од друга страна, банкарскиот систем традиционално останува изложен на класичниот ризик од повлекување на депозитите.

### Графикон број 38. Промените во структурата на туѓите извори на финансирање на банките во РМ



Извор: Сопствени анализи на авторот врз основа на податоците од НБРМ

Секундарните извори на средства имаат ниско структурно учество во вкупните извори на средства. Податоците добиени од анализата на учеството на секундарните извори на средства во вкупните и туѓите извори на средства поодделно, упатуваат на релативно понизок степен на зависност на банките од овој извор на финансирање. Но, сепак нивното значење во вкупните извори на средства на банките се зголемува имајќи го предвид нивниот годишен пораст. Во значителен дел од анализираниот период, најголем придонес во порастот имаат долгорочните позајмици врз основа на долгорочни кредитни линии повлечени од странски банки и пласирани во форма на долгорочни кредити. Овие долгорочни кредитни линии, паралелно со расположливата депозитна база, претставуваат основа за реализирање на кредитната активност на банките во Македонија. Во 2007 година се забележува зголемено користење на средства од матичните субјекти на банките. Во овој период, висок годишен пораст од 8,7 пати бележат и

краткорочните позајмици, што е причина за нивното зголемено структурно учество во вкупните секундарни извори на средства. Во наредниот период се евидентирани одредени структурни поместувања кај секундарните извори на средства. Од аспект на рочната структура, просечното учество на долгорочните во вкупните секундарни извори на средства продолжува да се намалува. Според видот на ставките коишто ги сочинуваат секундарните извори на средства, во текот на 2008 година, највисок раст бележат субординираните депозити и хибридниите капитални инструменти кои банките ги користат како инструмент за целите на одржување на адекватноста на капиталот. До крајот на анализираниот период користените средства од матичните субјекти (вклучувајќи ги и депозитите, долгорочните заеми, субординираните и хибридниите инструменти на матичните субјекти) бележат пораст. Тие во 2009 година го зголемуваат учеството во структурата на секундарните извори на средства достигнувајќи ниво од речиси 40% и имаат најголем придонес за вкупниот пораст на секундарните извори на средства. Остварениот годишен пораст на користените средства од матични субјекти во 2010 година не предизвикува промена на нивното учество во структурата на изворите на финансирање, во споредба со претходната година. Во 2011 година во структурата на изворите на финансирање се забележуваат поместувања во насока на поголемо користење на долгорочните извори, намалување на депозитите на финансиските институции и пад на користените извори на финансирање од странските матични лица на банките.

### **3.5 Капитализираноста на банкарскиот сектор на Македонија**

Коефициентот на адекватноста на капиталот е еден од најзначајните прудентни инструменти во работењето на банките. Овој коефициент го рефлектира неопходното ниво на капитал за покривање на загуби кои произлегуваат од преземениот степен на ризик во нивното работење. Генерално, банкарскиот систем во Македонија се карактеризира со релативно висока стапка на адекватност на капиталот, што се потврдува преку споредбата со банкарските системи на одредени земји од ЕУ. Релативно високата адекватност на капиталот е

показател за стабилната и солвента позиција на банките во Македонија, но во исто време е показател и за слабата ефикасност при вршењето на финансиската интермедијација. Банкарскиот сектор во Македонија во своето работење многу повеќе се потпира на сопствените извори на средства, отколку на користењето надворешни извори на финансирање, што доведува и до релативно повисоки нивоа на стапката на адекватност на капиталот.

Анализата на движењето на стапката на адекватност на капиталот укажува дека во периодот од 2003 година до 2008 година, овој показател бележи тренд на постепено намалување. Ваквиот тренд може да се смета за позитивен, од аспект на подобрувањето на степенот на финансиска интермедијација на банките во Македонија и зголемување на нивната ефикасност. Во 2008 година за прв пат се забележува забавување на надолниот тренд на адекватноста на капиталот во споредба со претходните години. Забавувањето, во голема мера, е условено од подинамичното зголемување на капиталната база на банките, но и како последица на постојаниот пораст на кредитната активност, која претставува актива со повисок пондер на ризик, за сметка на намалувањето на учеството на пласманите кај банките, чијшто пондер на ризик е понизок. Со исклучок на 2010 година, во натамошниот период е присутен тренд на пораст на стапката на адекватност на капиталот во услови на повисоки стапки на раст на капиталните позиции на банките во споредба со стапките на пораст на активностите на банкарскиот сектор (активата пондерирана според ризиците). Согласно со новата Одлука за методологијата за утврдување на адекватноста на капиталот која важи од средината на 2012 година, банките треба да применуваат стандардизиран пристап во утврдувањето на активата пондерирана според кредитниот ризик, а се предвидува и дополнителна обврска за банките за утврдување на капиталот потребен за покривање на оперативниот ризик.

Важноста на капиталната позиција на банките за нивната стабилност и сигурност при справување со финансиски потреси се потврди низ кризните периоди со кои се соочува глобалната финансиска индустрија во последните неколку години. Во вакви услови на функционирање на глобалниот банкарски сектор, доаѓа до

промена на меѓународните правила за утврдување на капиталот на банките (т.н. Базел 3) кои имаат за цел да ја зацврстат солвентната позиција на банките на глобално ниво.

### Графикон број 39. Стапката на адекватност на капиталот на банкарскиот сектор во Македонија



Извор: Сопствени анализи на авторот врз основа на податоците од НБРМ

Наспроти случувањата во меѓународни рамки, банкарскиот систем на Македонија влегува во групата на банкарски системи на кои не им требаше капитална инјекција од државата за надминување на кризниот период. Споредбата со банкарските системи на одредени земји покажува дека банкарскиот систем на Македонија се карактеризира со релативно повисоко ниво на капитализираност и мала зависност од надворешни извори на финансирање. Ваквите карактеристики на изворите на финансирање на банките во Македонија упатуваат на нивна поголема сигурност и стабилност. Доколку се земе предвид фактот дека банкарскиот сектор на Македонија, таков каков што е, покажа отпорност на надворешните шокови предизвикани со економската криза, тогаш слободно може

да се каже дека конзервативниот банкарски модел на Македонија практично ги потврди “добрите страни на неразвиеноста”.

### **3.6 Профитабилноста на банкарскиот сектор на Македонија**

При анализа на успешноста и профитабилноста на банките во Македонија се користени показателите за повратот на активата (ROA), повратот на капиталот (ROE), како и показателите за ефикасноста: Нето каматна маржа и Оперативни трошоци. Показателите на профитабилноста од 2001 до 2006 година бележат нагорна линија, при што во 2006 година банките прикажуваат рекорден износ на добивка од монетарното осамостојување. Нето каматните приходи учествуваат во вкупните приходи на банките со над 50% и нивниот пораст во најголема мера е резултат на зголемените каматни распони во услови на зголемена кредитна активност. Од друга страна, продолжува трендот на зголемување на трошочната ефикасност на банките во Македонија. Паралелните позитивни движења и на приходната и на расходната страна на билансот на успех предизвикуваат зголемување на степенот на покриеност на некаматните расходи на банките во вкупните приходи од редовното работење, како потврда на подобрената оперативна ефикасност на банките во Македонија.

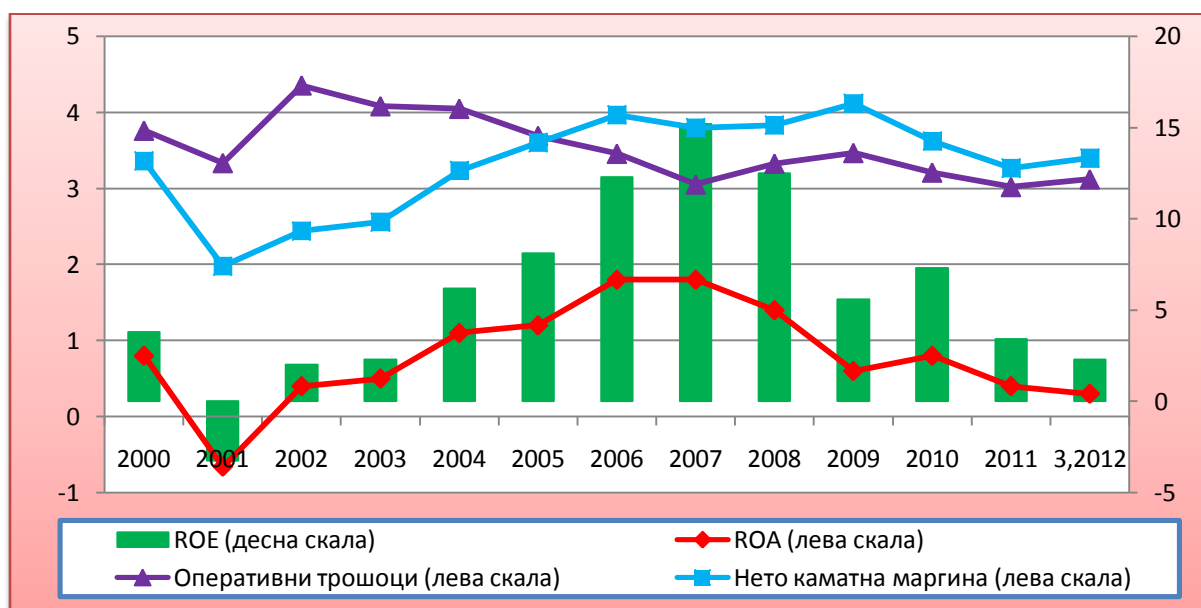
Во текот на 2007 година банките успеваат да го одржат трендот на подобрена профитабилност и ефикасност во работењето. Сепак, пред нив стои сериозен предизвик – како да го одржат постигнатото ниво на остварувања во услови на неизвесност на динамиката на одредени макроекономски варијабли и зголемени ризици во деловното окружување на банките. И покрај прекилот на неколкугодишниот тренд на зголемена профитабилност и ефикасност во работењето, во 2008 година банките во Македонија и натаму работат профитабилно.

За разлика од банкарските системи на поразвиените земји кои главниот удар врз профитабилноста го почувствуваа во 2008 година, во Македонија банкарскиот систем ги чувствува последиците од кризата со една година задоцнување. Во овој период расте бројот на банките кои имаат прикажано загуба, а добивката



оставарена на ниво на вкупниот банкарски сектор е преполовена во однос на претходната година. Ваквата состојба е резултат на влијанието на следниве фактори: намалената кредитна активност која влијае врз намалување на каматните приходи, влошеното кредитно портфолио, стеснетите каматни маргини заради поатраktivните пасивни стапки при потреба од зголемување на депозитното јадро, порастот на оперативните трошоци итн.

#### Графикон број 40. Движењето на показателите на профитабилноста на банкарскиот сектор во Македонија



Извор: Сопствени анализи на авторот врз основа на податоците од НБРМ

Како резултат на ослободените износи на исправка на вредноста при извршени преземања средства врз основа на ненаплатени побарувања, нето добивката на банкарскиот сектор на Македонија во 2010 година бележи пораст. Ова влијае врз зголемувањето на профитната маржа и подобрувањето на показателите на профитабилноста на банките. Нето каматниот приход бележи пад како резултат на побрзиот пораст на депозитното јадро од порастот на кредитната активност.

**Табела број 16. Реалните стапки на пораст на показателите на профитабилноста на банкарскиот сектор и БДП во Македонија**

Стапки на реален раст на:	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	3,2012
<b>БДП</b>	<b>2,8</b>	<b>4,6</b>	<b>4,4</b>	<b>5,0</b>	<b>6,1</b>	<b>5,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>2,9</b>	<b>2,8</b>	<b>0,2</b>
<b>ROA</b>	24,4	122,3	9,0	48,6	0,0	21,3	-58,1	32,4	-48,6	-23,9
<b>ROE</b>	14,6	172,8	30,3	50,4	22,2	-17,1	-56,1	29,5	-52,0	-30,9
<b>Оперативни трошоци</b>	-6,1	-0,8	-8,7	-6,1	-11,0	8,5	4,3	-7,2	-5,7	3,2
<b>Нето каматна маржа</b>	4,6	27,0	11,1	9,8	-3,9	0,9	7,5	11,7	-9,5	3,8

Извор: Сопствени анализи на авторот врз основа на податоците од НБРМ

Во 2011 година повторно доаѓа до влошување на показателите на профитабилноста на банкарскиот сектор: добивката е преполовена во однос на претходната година, зголемен е бројот на банките кои имаат прикажано загуба, трошочната ефикасност е релативно слаба, нето каматната маргина бележи пад итн. Како резултат на зголемената профитабилност на банкарскиот сектор, до третиот квартал на 2012 година падот на показателите на профитабилноста е намален, а доаѓа и до пораст на нето каматната маржа на банките.

### 3.7 Каматната политика на банките во Македонија

Анализата на временските серии на репрезентативните каматни стапки на банкарскиот систем во периодот 1997-2006 година покажува генерален тренд на намалување и на пасивната и на активната каматна стапка. Од 2007 до 2010 година отпочнува тренд на зголемување на пасивните каматни стапки при забавен пад на активните каматни стапки, што во крајна линија води до стеснување на каматните маргини на банките. Во натамошниот период каматните маргини повторно бележат проширување како резултат на побрзиот пад на пасивните каматни стапки. Каматната политика на банките манифестира делумна респонзивност на промените на каматните стапки на благајничките записи, како клучен инструмент на монетарната политика на НБРМ.

### Графикон број 41. Движењето на каматните стапки на благајничките записи во Македонија



Извор: Сопствени анализи на авторот врз основа на податоците на НБРМ

Периодот од 1997 до 2000 година се карактеризира со ниско ниво на домашно штедење во банкарскиот систем, висока премија за ризик поради финансиската недисциплина, проблеми за судска наплата на хипотекарните побарувања, високи оперативни трошоци, како и ниско ниво на ликвидност и слаба конкуренција во банкарскиот систем. Дополнителен значен ефект врз каматната политика на банките имаат кредитните лимити, како инструмент на монетарната политика во регулирањето на монетарниот раст. Како последица на наведените фактори, активната и пасивната каматна стапка се одржуваат на исклучително високо ниво.

Во 2001 година, и покрај влошените услови за работење, зголемениот кредитен ризик наметнат од нарушената безбедносна состојба во земјата, зголемувањето на каматните стапки на пазарот на пари и на каматните стапки на НБРМ, активните каматни стапки на банките не бележат значително зголемување. Во периодот што следува, и покрај умереното намалување во услови на постепено нормализирање на економско безбедносната состојба во земјата, намалување на кредитниот ризик, зголемени приходи од банкарски услуги по трансферот на платниот промет во

банките, активните каматни стапки на банките се релативно високи. Генерално, високото ниво на активни каматни стапки на банките во Македонија е детерминирано од следните фактори: претпазливиот карактер на кредитната политика на банките, недоволната ефикасност и рационалност во работењето на банките, високата побарувачка за банкарски кредити во услови на недоволна развиеност на алтернативни извори на средства, како и недоволната “активна” конкуренција во банкарскиот сектор.

Трендот на намалување на активните каматни стапки на банките продолжува и во периодот од 2003 до 2006 година, но со позасилено темпо. Фактори кои делуваат во насока на перманентно намалување на каматните стапки на банките дури и во периодите на зголемувањето на цената на благајничките записи се следниве: значителниот прилив на депозити при евро конверзијата и нивното задржување во банкарскиот систем; намалениот ризик по постепеното исцрпување на ефектите од безбедносната криза во 2001 година; подобрувањето на кредитното портфолио на банките; интензивното кредитирање на населението, чија побарувачка за кредити е релативно нееластична на промените на каматните стапки; широките каматни маргини на банките; перцепциите на банките дека извршените промени во поставеноста на монетарната политика се од привремен карактер; неутрализирањето на пониските каматни приходи преку соодветна рационализација на страната на трошоците; повисокиот степен на ефикасност и конкурентност во банкарскиот систем итн.

Во натамошниот период, отпочнува тренд на стеснување на распонот меѓу активните и пасивните каматни стапки. Наспроти дотогашниот опаѓачки тренд, уште од крајот на 2007 година каматната стапка на благајничките записи отпочнува да расте. Зголемувањето на референтната каматна стапка е во функција на одржување на ценовната стабилност, намалување на надворешната нерамнотежа и стабилизирање на инфлациските очекувања. Порастот на пасивните каматни стапки, од своја страна, е во функција на зголемување на атрактивноста на депозитната база, задржување на постојните и привлекување на нови депоненти во услови на пораст на конкуренцијата и стеснети можности за финансирање на меѓународниот финансиски пазар.

Во 2009 година е изразена тенденцијата на пораст на каматните стапки на депозитите и поскапување на кредитите. Во услови на глобална финансиска криза проследена со неизвесност и рецесиони движења, силно влијание врз одлуките на банките имаат следниве фактори: ограничените можности на страната на изворите на финансирање на банките, високиот степен на неизвесност и ризиците со кои се соочуваат банките во своето работење, зголемените трошоци на работењето (оперативни трошоци и премиите за валутен, каматен, кредитен и ликвидносен ризик), мерките на монетарната политика насочени кон зголемување на стапката на благајничките записи и зголемување на обврската за задолжителна резерва, макроекономските состојби кои се однесуваат на стапката на инфлација и стапката на економскиот раст, негативните очекувања на банките за макроекономското опкружување и квалитетот на кредитното портфолио.

Во 2010 година се менува насоката на трендот на движење на активните каматни стапки. Релаксирањето на кредитните услови произлегува од постепено подобрување на состојбите во макроекономското окружување, смалените ризици за натамошно влошување на квалитетот на кредитното портфолио, солидниот раст на домашните извори на финансирање на банките, како и релаксирањето на монетарната политика кое се манифестира преку неколкукратното намалување на стапката на благајничките записи. По 2010 година следи период на надолно движење и на активните и на пасивните каматни стапки. Како резултат на побрзиот пад на каматните стапки на депозитите во однос на падот на каматните стапки на кредитите, доаѓа до проширување на каматниот распон.

#### 4. МОДЕЛИРАЊЕ НА ВРСКАТА ПОМЕЃУ ФУНКЦИИТЕ НА БАНКАРСКИОТ СЕКТОР И ЕКОНОМСКИОТ РАСТ ВО МАКЕДОНИЈА

Во рамките на оваа точка, врз основа на петте основни функции на финансискиот сектор презентирани во првото поглавје на докторската дисертација, развиен е емпириски модел кој низ призмата на банкарскиот сектор, го истражува влијанието на секоја од овие функции врз економскиот раст на примерот на Македонија. Притоа, направен е обид да се детерминира поодделното влијание на секоја функција за да се откријат насоките за идно делување на банкарскиот сектор со цел постигнување поголема ефикасност. За таа намена, најнапред се селектирани посебни показатели кои претставуваат најадекватни мерила на влијанието на секоја функција поединечно. Дополнително, за потребите на моделот се презентирани и контролните варијабли. Анализата е извршена врз основа на квартални податоци за Македонија добиени од НБРМ и од Заводот за статистика за период од 15 години, односно од 1997 до 2011 година.

##### 4.1 Специфицирање на показателите за функциите на банкарскиот сектор

За потребите на ова истражување показателите за функциите на банкарскиот сектор се систематизирани во согласност со спецификацијата во Табела број 17.

**Табела 17. Показатели на функциите на банкарскиот сектор**

Функција	Показател	Пресметка
Мобилизација на заштедите	SMOB	Депозити/ (Вкупни средства – Вкупно дадени кредити)
Диверзификација на ризикот	DRISK	Кредити дадени во една дејност/ Вкупно дадени кредити во сите дејности
Алокација на ресурсите	RESAL	Кредити дадени во приватниот сектор во производнадејност / Вкупно дадени кредити
Корпоративна контрола	CORPC	Банкарски кредити дадени на матични субјекти / Вкупно дадени кредити
Олеснување на размената	ETRAD	Вкупно дадени кредити / Вкупно примени депозити
Показателот за трговската отвореност	TRADE	(Вкупен извоз + Вкупен увоз) / БДП

**Мобилизација на заштедите (SMOB).** Корисен показател кој ја мери ефикасноста на банкарскиот сектор при реализирањето на функцијата на привлекување и мобилизирање на заштедите претставува SMOB, претставен преку вкупниот износ на депозитите поделен со разликата помеѓу вкупните средства и дадените кредити од страна на банките.

**Диверзификација на ризикот (DRISK).** Показателот за диверзификација на ризикот во овој труд се ограничува на степенот на секторска диверзификација. Врз основа на овој показател се прикажува процентуалното учество на секој сектор во рамките на вкупно дадените кредити од страна на банките, при што се детектираат секторите во кои кредитите бележат најголема концентрација.

**Алокација на ресурсите (RESAL).** Во обидот да се најде соодветен показател кој ќе биде мерило на ефикасноста при алокацијата на ресурсите, истражувачите вообичаено проценуваат во кој тип на проекти постојат најголеми потенцијали за придонес во економскиот раст преку продуктивни инвестиции. За таа цел, анализата се фокусира на кредитите дадени во приватниот сектор и тоа во фирми од производната дејност.

**Корпоративна контрола (CORPC).** Се очекува дека со порастот на кредитите дадени на субјекти кои се капитално поврзани со банките, ефикасноста во вршењето корпоративна контрола од страна на банкарскиот сектор се намалува. Заради тоа, показателот е во инверзна врска со економскиот раст.

**Олеснување на размената (ETRAD).** Оваа функција е претставена преку степенот на финансиска интермедијација што ја вршат банките и се мери со показателот ETRAD, кој претставува однос помеѓу дадените кредити и примените депозити во банкарскиот сектор.

**Контролни варијабли.** Во моделот како контролна варијабла е вклучен и показателот за трговската отвореност (TRADE), кој претставува однос помеѓу збирот од извозот и увозот во земјата во однос на БДП. Како вештачка варијабла е вклучена и финансиската криза преку варијаблата CRISIS и добива вредност 1 во периодите на надолен тренд на стапката на раст на БДП.

## 4.2 Креирање на емпириски модел

Во овој дел на докторската дисертација е направен обид да се пронајдат врските кои постојат помеѓу посредничката улога на банкарскиот сектор и економскиот раст мерен преку БДП во Македонија. Посебен акцент во истражувањето е ставен на испитување на постоењето на долгорочна врска помеѓу петте индикатори специфицирани за поодделните финансиски функции на банкарскиот сектор од една страна и БДП од друга страна. Најнапред, следи презентирање на долгорочната врска помеѓу БДП и функциите на банкарскиот сектор преку следнава форма на двојна логаритамска функција заснована на VEC (Vector Error Correction) моделот:

$$\ln GDP_t = \alpha_0 + \alpha_1 \ln TRADE_t + \alpha_2 \ln CRISIS_t + \alpha_3 \ln ETRAD_t + \alpha_4 \ln CORPC_t + \alpha_5 \ln DRISK_t + \alpha_6 \ln RESAL_t + \alpha_7 \ln SMOB_t + \epsilon_t$$

Во овој иницијален модел на коинтеграциското равенство се вклучени променливите GDP, TRADE, CRISIS, ETRAD, CORPC, DRISK, RESAL и SMOB. In го прикажува природниот логаритам на варијаблите,  $\alpha_i$  е коефициент на моделот и  $\epsilon_t$  резидуал.

Горенаведениот модел укажува на тоа дека секоја од функциите на банкарскиот сектор има независни ефекти на растот. Ваквата констатација се смета дека логички и теоретски е непоткрепена. На пример, со оглед на тоа што мобилизираните заштеди кои не се инвестирани во реалниот сектор веројатно нема да влијаат врз растот, мобилизацијата на заштедите SMOB може да нема независен ефект врз БДП. Согласно со теоретските модели, економскиот раст е креиран преку алокацијата на мобилизираните заштеди во продуктивни инвестиции од реалниот сектор RESAL и диверзификацијата на ризикот поврзан со алокацијата на овие заштеди DRISK. Од друга страна, без мобилизација на заштедите SMOB, банкарскиот сектор нема да има средства за алокација, со што RESAL и DRISK стануваат ирелевантни.



Согласно со горенаведеното, неопходно е специфицирање на алтернативен модел на коинтеграциското равенство. Со оглед на тоа што е очекувано дека SMOB и DRISK нема да имаат независно влијание врз GDP, употребена е нивната интеракциска врска како замена на индивидуалните варијабли. Во случајот на RESAL, вклучени се и нејзината интеракциската врска со SMOB, како и самата варијабла RESAL, што значи дека се инкорпорирани и ефектите од алокацијата на ресурсите врз GDP кои се должат на агрегатното штедење и независното влијание на алокацијата на ресурсите врз GDP. Олеснувањето на размената ETRAD, исто така, не се очекува да има независни ефекти на GDP и може да влијае врз промовирање на растот само преку SMOB. CORPC е единствена функција на банкарскиот сектор која има директно влијание на GDP независно од SMOB. Овој алтернативен модел е специфициран како што следува:

$$\begin{aligned} \ln GDP_t = & \delta_0 + \delta_1 \ln TRADE_t + \delta_2 \ln CORPC_t + \delta_3 \ln RESAL_t + \delta_4 \ln SMOB_t * \\ & \ln RESAL_t + \delta_5 \ln SMOB_t * \ln ETRAD_t + \delta_6 \ln SMOB_t * \ln DRISK_t + \delta_7 \ln CRISIS_t + \epsilon_t \end{aligned}$$

Коефициентите на интеракциската врска на SMOB со ETRAD и DRISK покажуваат како процентуалната промена во GDP, настаната како резултат на процентуална промена во ETRAD и DRISK, се менува во зависност од нивото на SMOB. Маржалните ефекти на GDP настанати како резултат на промената на RESAL за одреден процент се покриени преку коефициентот на RESAL и интеракциската врска на SMOB со RESAL, укажувајќи на тоа дека овие ефекти зависат од нивото на SMOB како дополнување на независниот ефект на RESAL. Коефициентот на CORPC укажува како процентуалните промени на оваа варијабла би влијаеле врз GDP.

### 4.3 Резултати од истражувањето и заклучоци

Резултатите на тестовите на единечен корен (unit root tests) презентирани во Табела број 18, се засноваат на ниво на значајност од 5% и покажуваат високо ниво на конзистентност помеѓу трите алтернативни тестови на Dickey Fuller, Augmented Dickey Fuller и Phillips-Perron за секој поединечен показател. Притоа, се детектира интегрираноста од прв ред означена со I (1) што покажува дека серијата е

нестационарна, а за да се направи стационарна треба да се диференцира од прв ред (кај сите показатели со исклучок на RESAL), како и интегрираноста од втор ред означена со I (2), што покажува дека серијата е нестационарна, а за да се направи стационарна треба да се диференцира од втор ред (кај показателот RESAL).

**Табела 18: Резултати на тестовите на единечен корен**

Променлива	Dickey Fuller	Augmented Dickey Fuller	Phillips-Perron
ln(GDP)	I(1)	I(1)	I(1)
ln(SMOB)	I(1)	I(1)	I(1)
ln(RESAL)	I(2)	I(2)	I(1)
ln(ETRAD)	I(1)	I(1)	I(1)
ln(DRISK)	I(1)	I(1)	I(1)
ln(CORPC)	I(1)	I(1)	I(1)
ln(TRADE)	I(1)	I(1)	I(1)

Со оглед на детектираната нестационарност, анализата продолжува со примена на иницијалниот модел на коинтеграциското равенство.

**Табела 19: Оценките на иницијалниот модел на коинтеграциското равенство (Забелешка: \* означува ниво на значајност од 1%).**

Променлива	Коефициент	t-статистика
ln(SMOB)	-1.038*	-4.491
ln(RESAL)	0.374*	2.157
ln(DRISK)	-1.314*	-3.496
ln(ETRAD)	1.243*	3.786
ln(TRADE)	-0.117	-1.348
CRISIS	0.059	1.639
C	-11.507*	-4.291

Четири од шест променливи се статистички значајни на ниво од 1% (SMOB, RESAL, DRISK, ETRAD). Сепак, од сите променливи, три имаат коефициенти чии знаци не ги потврдуваат теоретските очекувања (SMOB, TRADE, CRISIS). Од статистички значајните променливи тоа е случајот со променливата SMOB. Имено, согласно со теоретските очекувања, мобилизацијата на заштедите би требало да е во правопрпорционална врска со економскиот раст.

**Табела 20: Оценките на алтернативниот модел на коинтеграциското равенство (Забелешка: \* означува ниво на значајност од 1%).**

Променлива	Коефициент	t-статистика
ln(RENAL)	0.058	0.147
ln(SMOB) * ln(RENAL)	1.711*	3.303
ln(SMOB) * ln(DRISK)	-1.783*	-2.952
ln(SMOB) * ln(ETRAD)	2.053*	3.395
ln(TRADE)	0.049	0.468
CRISIS	-0.194*	4.990
C	-10.812*	4.233

Резултатите добиени врз основа на алтернативниот модел на коинтеграциското равенство покажуваат дека постои долгорочна врска помеѓу променливите. Четири од шест променливи се статистички значајни на ниво од 1% (интеракциската врска на SMOB со RENAL, DRISK и ETRAD пооделно, како и CRISIS). За разлика од иницијалниот модел, знаците пред коефициентите на сите променливи се во согласност со теоретските очекувања. Притоа, евидентно е позитивното влијание врз БДП на мобилизацијата на заштедите, алокацијата на ресурсите и финансиското посредување, како и негативното влијание врз БДП на несоодветната диверзификација на ризикот и кризите. Ефектите на промовирање на растот од страна на банкарскиот сектор произлегуваат не само од порастот во заштедите и инвестициите, туку и од порастот на маржалната стапка на поврат на инвестициите која е резултат на поефикасната алокација на заштедите помеѓу потенцијалните инвестиции. Дотолку повеќе, ефектите на економскиот раст кои произлегуваат од подобрената алокација на ресурсите можаат да бидат од поголемо значење за економскиот раст отколку самото зголемување на заштедите и инвестициите. Согласно со ова, активностите на банките во Македонија е препорачливо да бидат насочени кон максимизирање на мобилизираните заштеди и нивна употреба за кредитирање на квалитетни и високоприносни инвестициони проекти кои имаат најголем потенцијал да влијаат на економскиот раст во земјата.

Сумарно, банкарскиот сектор влијае врз економскиот раст преку петте основни функции кои тој ги извршува: мобилизација на заштедите, диверзификација на

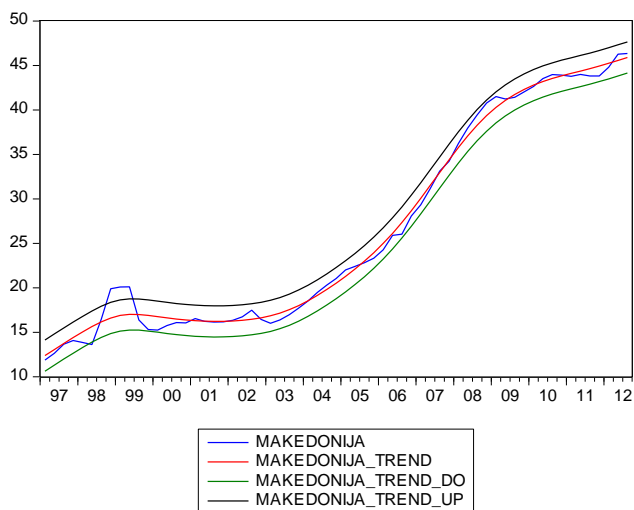
ризикот, алокација на ресурсите, корпоративна контрола и олеснување на размената. Во ова истражување е направен обид да се пронајдат врските кои постојат помеѓу посредничката улога на банкарскиот сектор и економскиот раст мерен преку БДП во Македонија. Посебен акцент во истражувањето е ставен на испитувањето на постоењето на долгорочна врска помеѓу петте индикатори специфицирани за поодделните финансиски функции на банкарскиот сектор од една страна и БДП од друга страна. Најнапред е презентирана долгорочната врска помеѓу БДП и функциите на банкарскиот сектор преку посебна форма на двојна логаритамска функција заснована на VEC (Vector Error Correction) моделот. Врз основа на применетиот алтернативен модел, евидентно е позитивното влијание врз БДП на мобилизацијата на заштедите, алокацијата на ресурсите и финансиското посредување како и негативното влијание врз БДП на несоодветната диверзификација на ризикот и кризите.

## **5. ОЦЕНКАТА НА ДИНАМИКАТА НА ДВИЖЕЊЕТО НА КРЕДИТНАТА АКТИВНОСТ ВО МАКЕДОНИЈА**

Во рамките на овој дел на докторската дисертација, вниманието е насочено кон оценката на долгорочниот тренд на движење на кредитната активност во Македонија. Најнапред е направена статистичка анализа со примена на двостраниот линеарен метод на филтрирање на Ходрик и Прескот, со цел да се процени долгорочниот тренд на индикаторот Кредити/БДП. Согласно со добиените резултати, и покрај тоа што во Македонија не се констатирани кредитни бумови и падови, постојат трендови на засилена или забавена кредитна активност. Статистичкиот пристап овозможува добивање на одредени информации и предупредувања, како и конкретни насоки за анализираната проблематика. Сепак, ваквите констатации е неопходно да бидат дополнително проверени и потврдени со примена на дополнителни покомплексни модели и методи. За таа цел, промените во показателот Кредити/БДП се објаснети преку неколку економски фундаментални варијабли и преку долгорочната релација на овој параметар со останатите вклучени варијабли. За таа намена, употребен е VECM (Vector Error Correction Model) моделот.

### **5.1 Долгорочниот тренд на движење на индикаторот Кредити/БДП во Македонија – едноставна статистичка анализа**

Долгорочниот тренд на индикаторот Кредити/БДП се проценува со помош на двостраниот линеарен метод на филтрирање на Hodrick – Prescott преку постапка која е детално разјаснета во третата глава на докторската дисертација. Накратко, девијацијата (отстапувањето) од долгорочниот тренд се мери преку отстапувањето на индикаторот од неговиот тренд, а кредитен бум е констатиран единствено доколку отстапувањето надминува одреден праг - производ помеѓу стандардната девијација на кредитните флукуации околу трендот, и арбитрарно поставениот коефициент на кој аналитичарите од ММФ му даваат вредност од 1,75. Во рамките на ваквата поставеност, колку е повисок прагот, помали се можностите за констатирање на кредитен бум.

**Графикон број 42. Индикаторот Кредити/БДП (%) – отстапувања од долгорочниот тренд според ХП филтерот**

Согласно со ова, бумот се дефинира како раст на кредитите кој го надминува долгорочниот тренд за 1,75 пати од стандардната девијација на флукуациите околу трендот. По аналогија на начинот на дефинирање на периодите на бум, падот се дефинира како контракција на кредитите која е под долгорочниот тренд за 1,75 пати од стандардната девијација на флукуациите околу трендот. Согласно со добиените резултати, и покрај тоа што во Македонија не се констатирани кредитни бумови и падови (исклучок е кредитниот бум во 1998 година кој е резултат на ниската стартна основа на индикаторот Кредити/БДП во однос на 1997 година), постојат трендови на засилена или забавена кредитна активност (Графикон број 42), кои детално се објаснети во точка 3.1 од ова поглавје на докторската дисертација.

**5.2 Индикаторот Кредити/БДП како функција на фундаментални варијабли**

Статистичкиот пристап овозможува добивање на одредени информации и предупредувања, како и конкретни насоки за анализираната проблематика. Сепак, ваквите констатации е неопходно да бидат дополнително проверени и потврдени со примена на дополнителни покомплексни модели и методи.

За таа цел, промените во показателот Кредити/БДП се објаснети преку неколку економски фундаментални варијабли и преку долгорочната релација на овој параметар со останатите вклучени варијабли. За таа намена, употребен е VECM (Vector Error Correction Model) моделот. Најнапред, показателот Кредити/БДП се пресметува како функција на одредени фундаментални (основни) варијабли. Притоа, се добива рамнотежното “нормално” ниво на овие показатели во однос на фундаменталните варијабли. Моделот е поставен на следниов начин:

$$\log(CRED_t) = \alpha_0 + \sum_{m=1}^M (\alpha_m z_{m,t}) + \varepsilon_t$$

каде  $CRED_t$  е показателот Кредити /БДП во периодот  $t$ ,  $\alpha_0$  претставува константа,  $\alpha_m$  за  $m = 1, \dots, M$  означува  $M$  коефициенти,  $z_{m,t}$  ги претставува вредностите на економските фундаментални варијабли при секој коефициент  $m$ , во периодот  $t$  и  $\varepsilon_t$  ги претставува резидуалите во равенството.

### 5.2.1 Специфицирање на фундаменталните економски варијабли

**БДП per capita (GDP).** Претставува фундаментална економска варијабла која укажува на нивото на развиеност на одредена земја. Се очекува да се движи во иста насока со одобрените кредити, односно при забрзана стапката на раст на БДП да се зголеми кредитната активност на банките, а при забавена или негативна стапка на раст на БДП да се намали кредитниот волумен.

**Каматната стапка на благајничките записи на НБРМ (RATE).** Каматната стапка на благајничките записи е основната каматна стапка која ја одредува насоката на монетарната политика на НБРМ. Доколку основната каматна стапка е висока, банките преферираат своите средства да ги чуваат во високоликвидни и сигурни хартии од вредност наместо да се позајмуваат. Заради атрактивноста на вложувањето во благајнички записи, банките ја ограничуваат кредитната понуда и ги покачуваат каматните стапки на кредитните пласмани. Оттука, каматната стапка на благајничките записи е во инверзна врска со кредитната активност. Сепак, не е исклучена и можноста од добивање на позитивен знак пред

параметарот RATE, доколку се земе предвид веројатноста креаторите на монетарната политика да реагираат на прекумерниот кредитниот раст со зголемување на основната каматна стапка.

**Пазарна капитализација (MC).** Овој индикатор претставува однос помеѓу вредноста на акциите со кои се тргува на пазарот (пресметани како производ помеѓу цената на акциите на котираните компании и нивниот број на одреден ден) и БДП. Од една страна, повисоката пазарна капитализација укажува на зголемувањето на вредноста на имотот на компаниите и на повисоката вредност на колатералот како појдовна основа за зголемување на кредитирањето. Оттука, постои веројатност параметарот MC да биде со позитивен предзнак. Меѓутоа, доколку пазарното финансирање се смета за алтернативен извор на корпоративното финансирање, тогаш постои можност пазарното финансирање да го супституира или да биде супституирано од финансирањето со банкарски кредити. Оттука, во случај на комплементарно делување на пазарното и банкарското финансирање, не е исклучена можноста параметарот MC да биде со негативен предзнак.

**Стапка на невработеност (UNIMP).** Овој индикатор го претставува односот помеѓу невработените и вкупното работоспособно население во одредена економија. Со намалувањето на вредноста на овој индикатор, односно со порастот на вработените лица расте и бројот на потенцијални кредитоспособни корисници. Оттука, вредноста на параметарот UNIMP е во обратна врска со кредитната активност.

**Странските директни инвестиции (FDI).** Овој индикатор го покажува учеството на странските директни инвестиции во БДП во една економија. Странските директни инвестиции во голем број случаи претставуваат основа за натамошни вложувања и заокружување на отпочнатите инвестиции кои би се финансирале преку домашни банкарски кредити. Дотолку повеќе, ако странските директни инвестиции претставуваат вложувања во инфраструктурни проекти, тие би можеле да бидат основа за започнување на нови домашни инвестиции кои би



се финансирале со домашните банкарски кредити. Покрај тоа, со влијанието на странските директни инвестиции врз намалувањето на стапката на невработеност расте бројот на кредитоспособно население. Оттука, се очекува позитивна врска помеѓу оваа променлива и индикаторот Кредити / БДП.

**Отвореност за тргување (TRADE).** Индикаторот трговска отвореност го претставува збирот на извозот и увозот во една земја како процент од БДП. Со порастот на извозните и увозните аранжмани се зголемува потребата од користење на банкарски кредити. Оттука, индикаторот TRADE е правопрпорционално поврзан со банкарските кредити.

### 5.2.2 Постапување на моделот

Под претпоставка за постоење на рамнотежа на кредитниот пазар, економетрискиот модел кој ќе се користи во натамошните анализи се изразува во следнава форма:

$$\ln CRED_t = \beta_0 + \beta_1 * \ln GDP_t + \beta_2 * \ln MC_t + \beta_3 * \ln DEPT + \beta_4 * \ln FDI_t + \beta_5 * \ln UNIMP_t + \beta_6 * \ln RATE_t + \beta_7 * \ln TRADE_t + \epsilon_t$$

Користени се квартални податоци за претходно специфицираните осум променливи во периодот од првиот квартал на 1997 година до третиот квартал на 2012 година во Македонија. Во овој модел каматната стапка на благајничките записи на НБРМ има третман на егзогена променлива бидејќи нејзиното утврдување е предмет на регулаторно одлучување. Променливата TRADE е нестационарна и според првичното тестирање на стационарноста и со диференцијација од прв ред. Од овие причини, променливата TRADE е исклучена од следните анализи. Равенката на регресиониот модел ја добива следнава форма:

$$\ln CRED_t = \beta_0 + \beta_1 * \ln GDP_t + \beta_2 * \ln MC_t + \beta_3 * \ln DEPT + \beta_4 * \ln FDI_t + \beta_5 * \ln UNIMP_t + \beta_6 * \ln RATE_t + \epsilon_t$$

### 5.2.3 Резултати и заклучоци

Во продолжение е презентирана табелата со резултатите од Augmented Dickey Fuller, со цел да се детерминираат интегративните карактеристики на временските серии на променливите.

**Табела бр. 21. Резултати од тестот за единечен корен на ниво на значајност од 1%**

Променлива	Augmented Dickey Fuller
ln(CRED)	I(1)
ln (GDP)	I(1)
ln (MC)	I(1)
ln (DEP)	I(1)
ln (FDI)	I(0)
ln (UNIMP)	I(1)
ln (RATE)	I(1)

По утврдувањето на интегративните карактеристики се продолжува кон оценка на VECM моделот согласно со претходно презентираната равенка, во насока на детерминирање на долгорочната релација на променливата (CRED) со останатите променливи кои се предмет на анализа.

Во табелата со број 22 се оценките на моделот на коинтеграциско равенство кои треба да ги детерминираат долгорочните врски и нивната значајност.

**Табела бр.22 Оценки на модел на коинтеграциско равенство**

Променлива	Коефициент	t-statistika
ln (GDP)	-0,1251844	-14.3338*
ln (MC)	-0.00486007	-2.44842**
ln (DEP)	0, 09378221	10.3958*
ln (FDI)	0.00403195	2.32441**
ln (UNIMP)	-0.00273466	-6.26273*
ln (RATE)	-0.00046446	-5.52611*
ECM	-0.037436	-7.40693*
Забелешка: *означува ниво на значајност од 1%, **означува ниво на значајност од 5%		

Според презентираниите резултати во Табела 22, променливата БДП е високозначајна и инверзно поврзана со индикаторот Кредити/БДП, што покажува дека ако БДП се зголеми за 1 процент, вредноста на индикаторот Кредити/БДП ќе се намали во просек за 0,1251844 проценти, под претпоставка дека сите други фактори остануваат непроменети. За пазарната капитализација, добиениот резултат укажува на негативна и значајна врска со индикаторот Кредити/БДП, што укажува на тоа дека ако капитализацијата се зголеми за 1 процент, тогаш вредноста на CRED во просек ќе се намали за 0,00486 проценти, под претпоставка дека сите други фактори остануваат непроменети. Тоа покажува дека кредитите и капитализацијата се во обратно пропорционален однос кој е во согласност со иницијалните очекувања. Долгорочниот параметар на депозитите е позитивен и високозначаен, а покажува дека ако депозитите се зголемат за 1 процент, CRED ќе се зголеми во просек за 0,0937821 проценти, под претпоставка дека сите други фактори остануваат непроменети. Параметарот на странските директни инвестиции е позитивен и високозначаен. Покажува дека при пораст на СДИ од 1 процент, CRED во просек се зголемува за 0.004%, под претпоставка дека сите други фактори остануваат непроменети. Може да се заклучи дека зголемувањето на странските директни инвестиции има позитивно влијание врз кредитната активност. Невработеноста е негативен и значаен долгорочен параметар кој покажува дека ако стапката на невработеност се зголеми за 1 процент, CRED ќе се намали во просек за 0.002 проценти, под претпоставка дека сите други фактори остануваат непроменети. Ова покажува дека зголемувањето на невработеноста предизвикува негативна реакција на кредитите. Каматната стапка на благајничките записи на НБРМ е негативен и значаен долгорочен параметар, а тоа покажува дека со пораст на стапката на благајничките записи за 1 процент, CRED ќе се намали во просек за 0,0004 проценти. Ова ја потврдува инверзната врска помеѓу кредитната активност на банките и каматната стапка на благајничките записи. Брзината на приспособување е статистички високозначајна и презентираниите променливи ќе бидат приспособени на долгорочната рамнотежа за 26,7 квартали. Ова значи дека првично предизвиканата нерамнотежа кај променливата CRED ќе биде отстранета за период од 6,7 години.

Во однос на резултатите на вака специфицираниот модел целокупната оценка е дека варијаблите од типот на GDP и DEP кои го репрезентираат влијанието на бруто домашниот производ и депозитите, врз основа на вредностите на коефициентите од -0,1251844 за GDP и 0,09378221 за DEP имаат доминантно влијание на кредитната активност во Македонија.

За останатите варијабли и нивните вредности FDI со вредност од 0.00403195, за UNIMP со вредност од -0.00273466, за RATE со вредност од -0.00046446 и за MC со вредност од -0.00486007, моделот укажува на помало влијание во однос на долгорочното влијание на GDP и DEP варијаблите.

Од претходно споменатите најмало влијание е она на RATE варијаблата која го претставува долгорочното влијание на каматната стапка на благајничките записи. Овој модел ја потврдува инверзната врска помеѓу кредитната активност и каматната стапка на благајничките записи, односно останува заклучокот дека поголемата каматна стапка на благајнички записи го намалува обемот на кредитната активност на банкарскиот сектор во Македонија. Меѓутоа, цената на кредитите која ја предодредува големината на кредитната активност не секогаш е целосно и исклучиво раководена од цената на благајничките записи. И врз основа на анализата на движењето на стапката на благајничките записи и репрезентативните каматни стапки на банките во Македонија во рамките на претходното поглавје е констатирано дека каматната политика на банките манифестира делумна респонзивност на промените на каматните стапки на благајничките записи, како клучен инструмент на монетарната политика на НБРМ.

Позитивната насока на долгорочното влијание на FDI варијаблата која го одредува влијанието на странските директни инвестиции укажува на позитивна долгорочна релација со кредитирањето, што во економската реалност е сосема логична состојба и покажува дека зголемувањето на странските директни инвестиции на долг рок е следено од потребата од домашни банкарски кредити со кои би дошло до натамошно финансирање за заокружувањето на отпочнатите вложувања.

Негативниот знак кој е генериран од овој модел за варијаблата (UNIMP) која го детерминира влијанието на невработеноста врз кредитирањето укажува на економската состојба во Македонија каде кредитната активност е помала при поголема невработеност со оглед на тоа дека главна основа за одобување на кредит е статусот на вработување.

Во однос на варијаблата на пазарната капитализација МС, функцијата на пазарот на капитал со кредитирањето е претставена со негативен знак. Во таа насока, заклучокот е дека зголемената пазарна капитализација ја намалува потребата од кредитирање како извор на средства за тековно функционирање и реализација на проекти во рамки на деловната активност на компаниите. Оттука, пазарното финансирање се смета за алтернативен извор на корпоративното финансирање. Во случајот на Македонија, пазарното финансирање е супституирано од финансирањето со банкарски кредити.

Сумарно, спроведеното истражување укажува на важноста на депозитното јадро за кредитната активност во Македонија. Во услови на ограничени можности за финансирање на кредитната активност на меѓународниот финансиски пазар, монетарната политика на НБРМ и политиката на деловните банки треба да посветат особено внимание на задржувањето на довербата во банкарскиот сектор и сочувување и зголемување на депозитната база како примарен извор за финансирање на домашната кредитна активност. Неспорен е фактот дека кредитната активност во Македонија во голема мера е условена и од стапката на пораст на БДП. Истражувањето покажа негативна поврзаност меѓу БДП и кредитирањето, што е последица од неколку причини: прво, во примерокот има значително учество на периодите на негативен раст на БДП, и второ, во целиот анализиран период, кредитниот раст далеку го надминува растот на БДП. Во секој случај, истражувањето имплицира дека во услови на нестабилно макроекономско окружување и неизвесност околу надминувањето на кризата во еврозоната, неповолните економски движења, намалениот извоз и падот на индустриското производство не создаваат реална основа за забрзување на кредитната активност.

## **6. МАКРОЕКОНОМСКОТО ОКРУЖУВАЊЕ НА ФИНАНСИСКИОТ СЕКТОР НА МАКЕДОНИЈА**

Последното поглавје на докторската дисертација е заокружено со анализата на макроекономското окружување на финансискиот сектор во Македонија. Во фокусот на вниманието се макроекономските перформанси на домашната економија од аспект на стапката на невработеност, стапката на инфлација, отвореноста за тргување и странските директни инвестиции. Исто така, направена е и анализа на динамиката на економската активност и на индустриското производство во Македонија од осамостојувањето до денес. Основна цел на ваквиот приод е да се укаже на меѓусебната зависност и нераскинливата врска помеѓу финансискиот сектор, реалниот сектор и макроекономското окружување во кое тие делуваат.

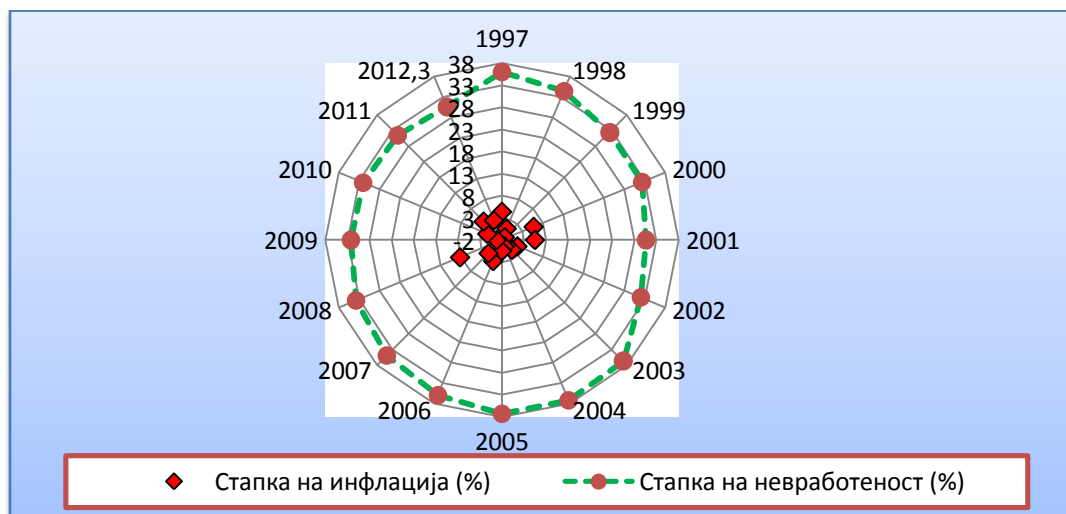
### **6.1 Анализа на макроекономското окружување во Македонија**

Македонија е мала и отворена економија во која надворешно – трговската размена учествува во БДП со над 80%. Стапката на невработеност, и покрај подобрувањата во последните неколку години, во целиот период е на релативно високо ниво од над 30%. Одржливите екстерни движења во малите и отворени економии се клучен столб за макроекономската стабилност. Во амбиент на продолжена неизвесност и турбулентни промени кои прозилегуваат од надворешното окружување, Македонија неизбежно ги трпи притисоците и последиците од негативните случувања на глобалната економска сцена. Негативните случувања преку извозниот се пренесуваат во реалниот сектор, а понатаму преку повеќе канали се пренесуваат и во другите сегменти на домашната економија.

Одржувањето на макроекономската стабилност, а пред сè на стабилноста на цените, е важен предуслов за нормално функционирање на економијата и една од главните карактеристики на македонската економија во еден подолг временски период. НБРМ применувајќи ја постојната стратегија на, де факто, таргетирање на девизниот курс оценува дека стабилниот девизен курс е клучно сидро за одржување на ценовна стабилност и стабилизирање на инфлационите очекувања

и во услови на надворешни шокови. По неколкугодишното стабилно ниво на цените, просечната стапка на инфлација во Македонија бележи зголемување во 2008 година, како резултат на високите цени на храната и на енергенсите, како пренесени ефекти од светските пазари. Со оглед на тоа што тенденциите на пораст на стапката на инфлација во овој период се карактеристични и за многу други земји, растот на инфлацијата е предодреден од влијанието на глобалните фактори. Под влијание на глобалната рецесија, ценовниот пораст е прекинат во 2009 година под влијание на процесот на дезинфлација кој се манифестира преку намалување на цените на увезените производи. Во 2010 година стапката на инфлација е на релативно ниско ниво, а нејзиното зголемување во однос на претходната година е резултат на растечката патека на цените на храната и на енергенсите во услови на закрепнување на глобалната побарувачка, но при намалена понуда. Динамиката на инфлацијата во натамошниот период соодветствува со динамиката на промените во екстерното опкружување, но и промените на внатрешните регулирани цени. Континуитетот на примена на девизниот курс за одржување на ценовната стабилност е дел од политиката на НБРМ и во услови на големи турбуленции во глобалната економија.

### Графикон број 43. Стапката на невработеност и стапката на инфлација во Македонија



Извор: Сопствени анализи на авторот врз основа на податоците на НБРМ

Обемот на странски директни инвестиции во Македонија е на релативно ниско ниво. Во 2007 година е остварено историски највисокото ниво на странски директни инвестиции во најголема мера насочени кон финансикото посредување, телекомуникациите и прехранбената индустрија. Во услови на рецесија во глобалната економија, карактеристични се намалувањата на вложувањата во форма на акционерски капитал и зголеменото повлекување на средства во форма на кредити и дивиденди од компаниите – ќерки. Во таа насока, значителното намалување на странските директни инвестиции во 2009 година претставува резултат на намалениот износ на реинвестирана добивка при зголемени исплати на дивиденди, намаленото меѓукомпаниско задолжување заради забрзаните отплати на користените кредити од матичните компании и зголемените побарувања по основ на кредитите дадени на компаниите – мајки. Подобрените согледувања за инвестициската клима и ризиците во економијата имаат позитивен ефект врз странските инвестиции во 2011 година, особено во форма на акционерски капитал.

#### Графикон број 44. Странските директни инвестиции и отвореноста за тргување во Македонија



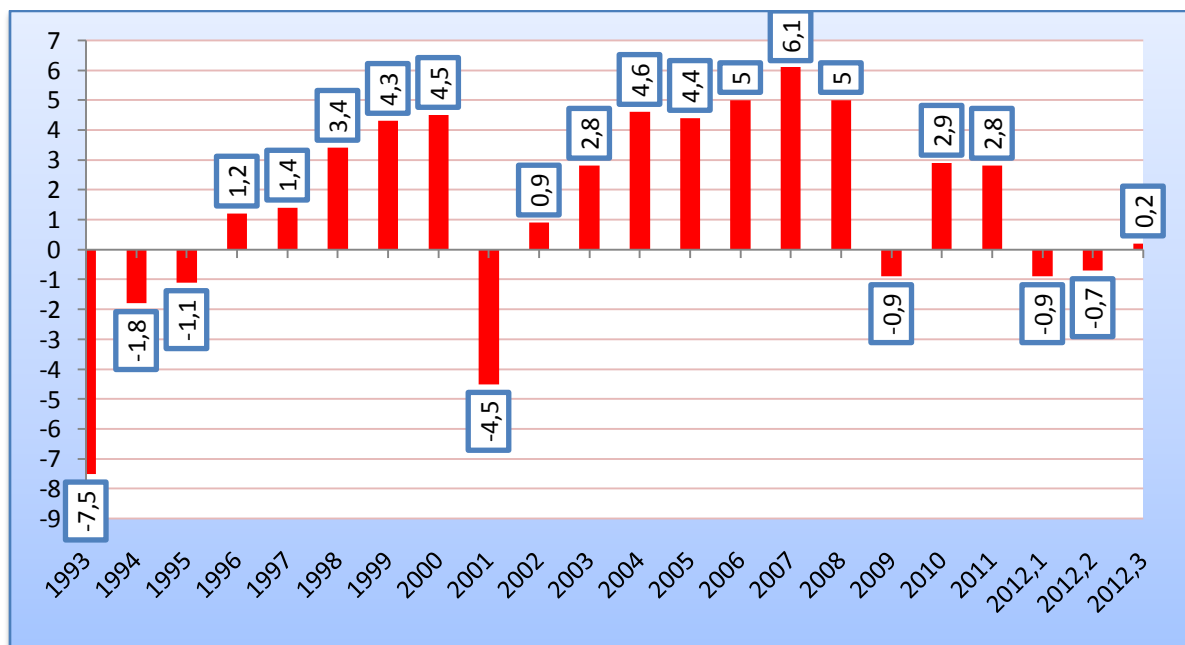
Извор: Сопствени анализи на авторот врз основа на податоците на НБРМ



## 6.2 Анализа на динамиката на економската активност во Македонија

Од монетарното осамостојување до 1996 година БДП во Македонија бележи тренд на опаѓање кој се должи на длабоката економска депресија, распаѓањето на поранешниот југословенски пазар и проблемите при освојувањето на алтернативни пазари, економските санкции воведени против северниот сосед, економската блокада воведена од Грција против Македонија, антиинфлационата макроекономска политика, преодот од систем на самоуправање кон пазарно стопанство и бавното реструктурирање на приватниот сектор.

Графикон број 45. Стапката на реален раст на БДП

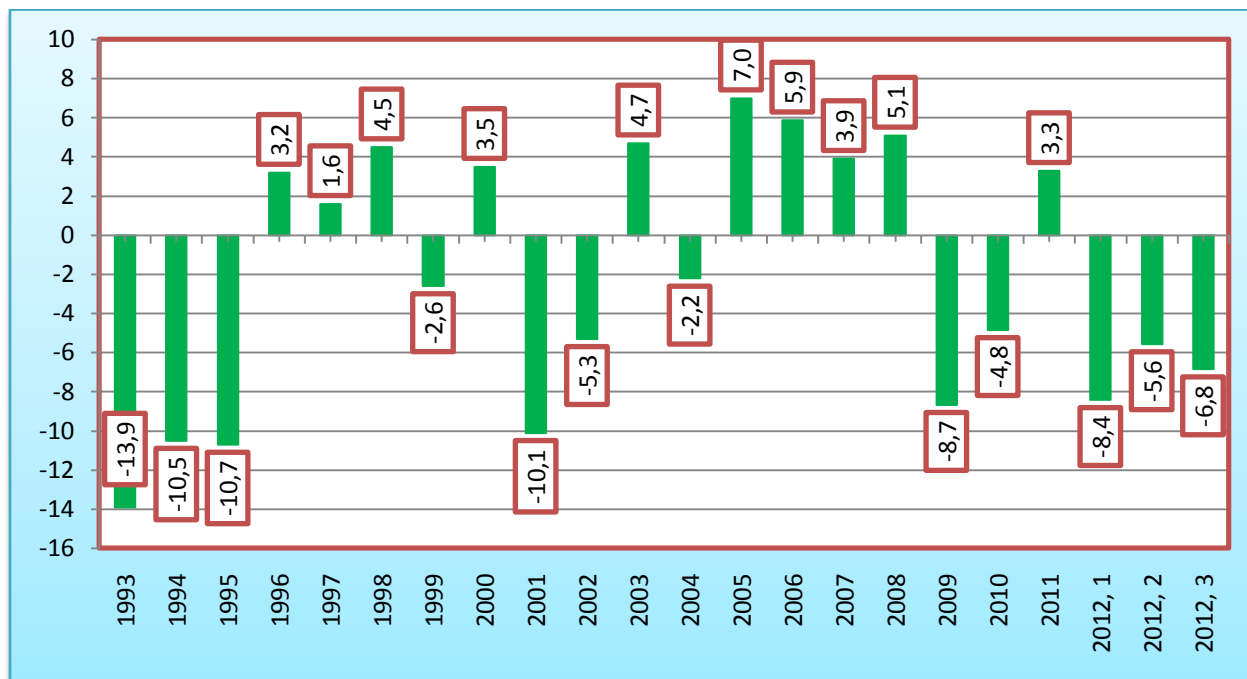


Извор: Сопствени анализи на авторот врз основа на податоците на НБРМ

Остварената позитивна стапка на реален раст на БДП од 1,2 % во 1996 година укажува на значајниот пресврт на економскиот циклус и излез од повеќегодишната рецесија на македонската економија. Заживувањето на прозиводството е знак дека е исплатен најголемиот “дезинфлациски трошок” и дека почнуваат да се чувствуваат позитивните ефекти од структурните реформи. Токму во овој период стапката на инфлација е сведена на нивото на стапките во

развиените земји и е далеку под нивото на просечната стапка на инфлација во транзиционите економии, санацијата на банкарскиот систем е во завршна фаза, а процесот на приватизација на општествените претпријатија се одвива со предвидената динамика.

**Графикон број 46. Индексот на индустриско производство (просечни годишни стапки на раст)**



Извор: Сопствени анализи на авторот врз основа на податоците на НБРМ

Во 1997 година заради акумулираната преценетост на девизниот курс на денарот во однос на германската марка, конкурентноста на македонскиот извоз се намалува и резултатите од надворешно – трговската размена се под очекувањата. Ова резултира со потреба од интервенција на НБРМ на девизниот пазар при недоволна понуда на девизи, што автоматски условува реализација на рестриктивна монетарна политика. Високите каматни стапки на банките резултираат со намалени можности за користење на кредити и недоволна инвестициона активност. Намалената ликвидност во услови на бавно одвивање на процесот на реструктурирање резултира со резултати од работењето на претпријатијата кои се под очекуваните. Извршената корекција на денарот во

однос на германската марка во втората половина на 1997 година овозможува подобрување на ликвидноста на домашната економија, нормализирање на процесот на репродукција и оставрување на стапка на умерен пораст на БДП од 1,5%.

Стапката на реален раст на БДП во 1998 година изнесува 3,4% и е повисока во однос на стапката на раст во претходните две години. Порастот на БДП е претежно воден од индивидуалната и инвестиционата потршувачка. При недоволен обем на домашно штедење и неповолни услови за финансирање на домашниот финансиски пазар, инвестиционата активност е финансирана со приливи на финансиски средства од странство. Забрзувањето на порастот на индустриското производство има најголем удел во порастот на БДП. Забрзаниот раст на индустриското производство е резултат на повторно активирање на одредени капацитети од областа на црната металургија и метало - преработувачката дејност по нивната продажба на странски стратешки инвеститори, реструктурирање на претпријатијата во кои целосно се завршени сите фази на процесот на приватизација, како и потпишувањето на спогодбата за стопанска соработка со ЕУ која овозможува олеснет пристап до странските пазари.

И покрај песимистичките прогнози за контракција на економската активност, во 1999 година во Македонија е оставрена позитивна стапка на раст на БДП од 4,3%, со што е продолжен тригодишниот тренд на умерен пораст на БДП. Ваквиот пораст настанува како резултат на краткорочното дејство на негативните ефекти од војната во СРЈугославија врз македонската економија, како и респонзивноста од страна на понудата на зголемената побарувачка на нерезидентите од Косово кои претстојуваат во Македонија. Основни генератори на порастот во 1999 година се дејностите градежништво и сообраќај и врски (поради интензивираните активности за изградба на патна мрежа во земјата) и дејноста угостителство и туризам (како резултат на зголемениот број на нерезиденти во Македонија). Екстерниот шок од косовската криза кој резултира со пад на индустриското производство е компензиран со порастот во терциерните дејности.

Од почетокот на монетраното осамостојување, во 2000 година е регистрирана највисока стапка на реален раст на БДП од 4,5%, со што е продолжена неколкугодишната тенденција на непрекинат раст на економската активност. Ваквата состојба е резултат на влијанието на следниве фактори: поволниот макроекономски амбиент при стабилно ниво на цените и стабилен девизен курс, зголемената ликвидност на банкарскиот сектор како предуслов за интензивирање на кредитната активност, зголеменото индустриско производство и структурните промени во фискалната сфера настанати како резултат на воведувањето на данокот на додадена вредност. Психолошките ефекти од воведување на ДДВ резултираат со значителен пораст на личната и на инвестиционата потрошувачка, надворешно – трговската размена и порастот на побарувачката и понудата на стоки и услуги.

Нарушената безбедносна состојба во Македонија во 2001 година, и влошените услови за работа влијаат врз влошувањето на макроекономските перформанси и намалување на домашната економска активност. Ова доведува до пад на БДП од 4,5 %, со што е прекинат неколкугодишниот тренд на пораст кој кулминираше во 2000 година. Во овој период доаѓа до зголемена јавна потрошувачка како резултат на трошењето од страна на буџетот на централната власт за безбедносни потреби. Но, со оглед на тоа што најголем дел од потрошените средства претставуваат набавки на опрема од странство, зголеменото јавно трошење не делува стимулативно врз домашната економска активност. Регистрираниот пад на БДП главно се должи на падот на индустриското производство, надворешно – трговската размена (како резултат на намалената извозна побарувачка за македонските производи) и земјоделското производство. Високиот пад на индустриското производство е условен од отежнатото снабдување со суровини и материјали, откажаните договори со странските партнери, воздржаноста на економските субјекти од нови инвестиции, како и високата споредбена основа за растот на индустриското производство од претходната година.

Во периодот помеѓу безбедносната криза од 2001 година до финансиската криза од 2008 година, односно од 2002 до 2007 година, стапката на реален раст на БДП повторно бележи непрекинат нагорен тренд.

Во 2002 година остварената стапка на реален раст на БДП од 0,9 % која е значително под нивото во преткризниот период и претставува предупредување дека за целосно ревитализирање на економијата и опоравување од настанатиот шок ќе биде потребен подолг временски период. Континуитетот на неповолните движења продолжува и во сферата на индустриското производство каде негативните движења се резултат на необновените извозни договори, рецесијата кај челичната индустрија во светски рамки, како и бавното ревитализирање од последиците од безбедносната криза во претходната година.

Наспроти скромните придвижувања на македонската економија во претходната година, растот на БДП во 2003 година изнесува 2,8% и е во согласност со проектираните очекувања. Анализирани од аспект на производната страна на БДП, порастот на БДП во најголема мера е резултат на порастот остварен во сферата на индустриското производство. Нормализираните услови за работење, обновените договори со странските партнери, ревитализирањето на индустрискиот сектор, стабилното макроекономско окружување, како и забрзаната динамика на кредитната активност на банкарскиот сектор имаат свој придонес врз придвижувањето на економската активност во земјата. Ваквите тенденции претставуваат реална основа за остварување на подинамичен економски раст.

Стапката на реален раст на БДП од 4,6% претставува резултат на поволното макроекономско окружување, ценовната стабилност, намалените каматни стапки на банкарските кредити како и зголемената кредитна активност на банкарскиот сектор. Важен водечки индикатор за пораст на економската активност и БДП претставува поинтензивниот пораст регистриран во трговијата и во градежништвото. Послабите перформанси на одредени крупни индустриски капацитети резултираат со пад на индустриското производство во 2004 година.

Во 2005 година стапката на реален раст на БДП го продолжува својот тригодишен континуиран тренд на раст и се приближува до нивото од преткризниот период во 2000 година. Најзначаен придонес во растот (со околу 40%) има порастот на индустриското производство по рестартирањето и поактивното работење на

одредени индустриски капацитети, а зголемена активност е регистрирана и кај трговската дејност. Порастот на БДП произлегува и од високата стапка на пораст на извозот при едновремено зголемување на домашната потрошувачка.

Растот на БДП од 5% во 2006 година е креиран под влијание на зголемената екстерна и домашна побарувачка. Притоа, позитивно влијание врз домашните извозници и во најголема мера има позитивната конјуктура на пазарот на метали. Оттука, најголем удел во порастот на индустриското производство бележи порастот на основните метали. Дополнително, растечката конкуренција во банкарскиот сектор креира предуслови за полесен пристап до банкарски кредити на корпоративниот сектор и на населението, како предуслов за зголемено трошење и инвестирање кое, во крајна линија, би довело до динамизирање на економскиот раст. И покрај позитивните поместувања во домашната економија во функција на динамизирање на економскиот растеж, како главни ограничувачки фактори се сметаат: ниското ниво на странски директни инвестиции, инфраструктурната неразвиеност и недоволниот институционален капацитет.

Придонес во растот на БДП во 2007 година има порастот на личната побарувачка настанат како резултат на порастот на платите и зголемениот пристап до банкарски кредити. Свој придонес врз зголемената економска активност има и фискалната политика преку даночната реформа и намалувањето на стапките на данокот на добивка и данкот на доход кои имаат стимулативно влијание врз порастот на вработеноста и на инвестициите. Во однос на влијанието на екстерните фактори, порастот на цената на електричната енергија и на нафтата на светските берзи имаат неповолно влијание врз домашната економска активност. Спротивно, порастот на цената на металите на светските берзи има поволно влијание врз извозната активност во Македонија. Доминантно учество од околу 75% во растот на БДП имаат следниве сектори: финансико посредување, трговијата и секторот сообраќај и врски.

Стапката на реален раст на БДП од 5% во 2008 година е резултат на позитивните економски трендови во првите три квартали на годината. Основа за засилениот економски циклус е зголемената лична потрошувачка во услови на позитивните

очекувања на економските субјекти и засилена поддршка од страна на банкарскиот сектор. Дополнителен придонес има државната потрошувачка и растот на капиталните инвестиции. Поволните временски услови и државните субвенции придонесуваат кон позитивните движења во земјоделскиот сектор. И индустрискиот сектор бележи раст и тоа најмногу во доменот на производство на метални производи. Во четвртиот квартал реалниот сектор отпочнува позасилено да ги чувствува ефектите од финансиската криза. За разлика од почетокот на годината кога како најзначајни ограничувачки фактори во производната дејност се наведуваат недостигот на сировини, енергија и квалификувани кадри, во четвртиот квартал на 2008 година најголемо влијание има недостигот од финансии, намалената странска побарувачка и неизвесноста во окружувањето.

По седумгодишниот непрекинат пораст, во 2009 година реалната стапка на раст на БДП е негативна и изнесува -0,9%. Првите канали за пренос на кризата се манифестираат преку намалената извозна побарувачка, намалените капитални приливи и зголемената неизвесност. При висок степен на трговска интегрираност од околу 80%, негативните тенденции кај светската економија влијаат врз намалување на извозот како значаен генератор на растот. Годишниот пад на цените на металите на светски берзи за околу 30% има негативно влијание на металопреработувачкиот сектор, кој е клучен извозен сектор на Македонија. Како резултат на зголемената неизвесност од случувањата како и намалената поддршка со банкарски кредити, населението и корпоративниот сектор бележат намален обем на потрошувачка. Во услови на намалена домашна потрошувачка и инвестиции, како и намалена странска побарувачка, доаѓа до намалување и на увозот. Надолните движења во индустријата се делумно компензирани со порастот во градежништвото и во трговијата.

Во 2010 година следи процес на постепено економско закрепнување кој резултира со реален пораст на БДП од околу 2,9%. При зголемена извозна побарувачка и зголемена искористеност на извозните капацитети, доаѓа до позитивни промени во очекувањата на домашните економски субјекти. Тоа резултира со зголемена лична и инвестициска потрошувачка, кое е проследено со забразната стапка на раст на кредитната активност на банкарскиот сектор. Дополнително влијание врз

порастот на БДП имаат зголемените јавни капитални инвестиции и влзеот на странски капитал. Главни носители на растот се градежништвото и трговијата. Индустијата, како важен двигател на растот на домашната економија, повторно бележи пад, но со забавено темпо, што упатува на отпочнување на бавниот процес на закрепнување.

### **Поле 3: Влијание на должничката криза во Грција и во еврозоната**

Грција е важен економски партнер на Македонија, така што оддолжената рецесија во Грција негативно ќе се одрази врз изгледите за раст. Сепак, до денес, показателите укажуваат на релативно скромно влијание врз економските активности на Македонија.

Грција е вториот најважен трговски партнер на Македонија. Досегашното намалување на обемот на трговијата се надоместува со зголемување на обемот на трговија со други земји. Грција е исто така, главен транспортен коридор, со тоа што трговијата кон странство на производи од критично значење за Македонија (нафта, железно и челик, итн.) во голема мера одат преку грчкото пристаниште е Солун. Пролонгираните затворања на пристаништето поради штрајкови ќе придонесат за зголемени трошоци на деловното работење во Македонија. Важноста на Грција како странски инвеститор се намалила во последните неколку години, меѓутоа, сепак е на доста високо ниво.

Во финансискиот сектор, две банки, вклучувајќи ја и најголемата банка во земјата, се банки ќерки на банкарски групации од Грција. До сега, ризиците поврзани со овие две банки се чини дека се под контрола. И двете банки се добро капитализирани, имаат добри показатели за ликвидност и солвентност и ограничена изложеност кон матичните банки и, според резултатите на стрес тестот, би требало да можат да издржат значителни повлекувања на депозити. Сепак, потребен е зголемен надзор и подобрена координација помеѓу клучните чинители во случај состојбата дополнително да се влоши, односно доколку таквата состојба трае подолг временски период.

Зголемените перцепции на ризикот поради кризата во Грција исто така можат да ги поткопаат изгледите за раст со тоа што ќе ги одржуваат премиите за ризик на повисоко ниво. Ова може да доведе до смалување на достапноста и зголемување на трошоците на странскиот капитал и да наметне потреба од приспособување на макроекономските политики. Како резултат на должничката криза во Грција, властите веќе го одложија издавањето на евро обврзница во услови на зголемени премии за ризик.

Надвор од Грција, односно пошироко во еврозоната, понатамошната несигурност поврзана со фискалната и должничка криза во Европа се очекува да го задуши економскиот раст. Веројатно е дека побрзото заострување на политиките во развиените економии донекаде ќе го намали глобалниот раст. Ова заострување може да има непропорционално влијание врз Македонија поради нејзините силни врски со земјите на ЕУ.

Извор: WORLD BANK

Во првата половина на 2011 година македонската економија бележи позитивни придвижувања кои се манифестираат преку зголемената извозна побарувачка, поволната конјуктура на светскиот пазар за македонските клучни извозни



производи, порастот на државните капитални инвестиции, поволните очекувања на економските субјекти и зголемената кредитна активност на банките.

Во втората половина на 2011 година веќе се чувствуваат ефектите од должничката криза во Европската унија, како наш најзначаен трговски партнер. Намалената странска побарувачка има негативно влијание врз извозниот сектор, а со тоа и врз домашната индустрија. Влошувањето на глобалниот макроекономски амбиент предизвикува пад на индустриското производство во втората половина на годината. Градежништвото бележи двоцифрен годишен раст кој во најголема мера е во доменот на високоградбата (капиталните инвестиции од проектот 2014 и изградбата на катните гаражи), а во помала мера се должи на изградбата на патната инфраструктура.

Доколку се анализира движењето на економската активност во Македонија во 2012 година, евидентни се негативните стапки на реален раст на БДП во првите два квартала и благо придвижување во нагорна линија во третиот квартал на годината. Продлабочената должничка криза кај земјите кои претставуваат најзначајни трговски партнери на Македонија има негативно влијание врз извозната компонента на домашната економија. Влошените перформанси на реалниот сектор придружени со забавената кредитна активност на банкарскиот сектор во услови на стеснување на депозитното јадро, имаат влијание врз намалувањето на личната и на инвестиционата потрошувачка.

Посилниот раст ќе зависи од понатамошното закрепнување на главните трговски партнери на Македонија и инвеститорите како одговор на подобреното деловно опкружување. До сега, европската фискална и должничка криза се чини дека имаат само ограничено влијание врз финансиските услови и врз економската активност во земјата. Македонија има важни економски врски со Грција (Поле 1), а во помала мера и со позадолжените земји како што се Италија, Ирска, Шпанија и Португалија. Губењето на доверба како резултат од значително влошување во петте најизложени земји на ЕУ, иако ова не е многу веројатно, може да доведе до одење во рецесија на побогатите трговски партнери на Македонија со што би се задушиле изгледите за раст.

## **ЗАКЛУЧНИ СОГЛЕДУВАЊА И ПРЕПОРАКИ**

Економските перформанси на една држава се предодредени од влијанието на бројни фундаментални фактори: инвестициите, човечкиот капитал, техничкиот прогрес, иновациите, развојните активности, отвореноста за тргување, странските директни инвестиции, традицијата, институционалното окружување, политичките, социо – културните и географските фактори, демографските трендови, економските политики итн.

Иако се чини дека е постигнат начелен консензус, економистите пројавуваат различни мислења за важноста на финансискиот сектор врз економскиот раст. Додека едни тврдат дека финансискиот сектор одиграл клучна улога врз економскиот раст преку поттикнувањето на индустријализацијата и технолошките иновации, други се на мислење дека финансискиот развој е едностран приказ на економскиот развој, односно влијанието е во обратна насока - економскиот развој го поттикнува финансискиот развој преку побарувачка за одредени финансиски производи. Во крајна линија, постојат и економисти кои сметаат дека врската помеѓу финансиите и растот е безначајна, а улогата на финансискиот сектор врз економскиот раст е пренагласена.

Финансискиот сектор може да влијае врз економскиот раст преку поттикнување на акумулацијата на човечки и физички капитал, но и алокација на капиталот кон најпродуктивните активности. Оттука, процесот на проста акумулација на капиталот која влијае врз големината на финансискиот сектор е неопходно да биде проследен со процесот на финансиско продлабочување кој се огледа во поефикасната алокација на капиталот, поефикасната трансформација на заштедите во инвестиции, како и намалувањето на ресурсите употребени во процесот на финансиската интермедијација.

При анализата на влијанието на банките врз економскиот раст, во фокусот на вниманието се два канала. Првиот канал се однесува на активностите на привлекување на поголеми заштеди, ефикасно и ефективно работење заради креирање на поволни извори на финансирање на кредитната активност. Втората насока се однесува на операциите на страната на активата, насочени кон соодветна диверзификација на ризикот на кредитното портфолио и селекција на виоскоприносни и сигурни инвестициони проекти за кредитирање.

Институционалните инвеститори можат да го поттикнат економскиот раст преку зголемувањето на стапката на агрегатното штедење, развојот на пазарот на капитал, зголемувањето на маржалната продуктивност на капиталот, акумулацијата и алокацијата на ресурсите, способноста за воведување на иновативни продукти и инвестициони стратегии и диверзификацијата на инвестициите низ различните продукти кои влијаат врз зголемувањето на ефикасноста на финансискиот сектор со прелевање на позитивните ефекти низ целата економија.

И покрај тоа што постојат посебни канали преку кои делуваат на економската активност, заедничкото анализирање на поодделните сегменти на финансискиот сектор дава најреална основа за проценка на степенот на финансиско продлабочување и влијанието на финансиската развиеност врз економскиот раст во една економија.

При компаративна анализа на динамиката на економските движења и кредитната активност помеѓу земјите од Централна и од Југоисточна Европа, од една страна и развиените пазарни економии, од друга страна, се доаѓа до констатација дека транзиционите економии бележат повисоки стапки на реален пораст на БДП и повисоки стапки на кредитен раст. Ваквата констатација претставува одраз на процесот на реална конвергенција на транзиционите економии кон Европската унија. Транзиционите економии се стремат да го достигнат нивото на капитал, продуктивност и приходи кое го имаат постојните членки на Европската

унија. Оттука, земајќи ја предвид ниската стартна основа, позитивните економски движења во овие економии можат да се сфатат и како дел од нормалниот процес на “достигнување” - *catching-up process*. Меѓутоа, како резултат на постигнатиот степен на интегрираност, негативните движења и флукуациите во економската активност на развиените економии за време на финансиската и должничката криза предизвикуваат рецесиони движења и во транзиционите економии и тоа со одреден степен на задоцнување.

При регресиона анализа на влијанието на определени комбинирани индикатори во форма на индекси (Индексот на финансиската развиеност, Индексот на финансиската структура и Индексот на финансиското окружување) врз реалниот пораст на БДП *per capita* пресметан како регресионен коефициент, се доаѓа до следниве резултати:

- Стапката на економскиот раст не зависи од финансиската структура, а финансиската развиеност има значајна и позитивна врска со економскиот раст.
- Позитивната и значајната врска помеѓу финансиската развиеност и растот се потврдува и доколку се земат предвид инструменталните варијабли од политичкото и од економското окружување.

Доколку се земе предвид фактот дека анализираниот примерок вклучува земји со различно ниво на финансиска развиеност и различно ниво на БДП *per capita*, се доаѓа до констатацијата дека е неопходно да се направат посебни анализи на врската меѓу индикаторите на финансиската развиеност и БДП *per capita* по групирањето на земјите во зависност од определени критериуми. При анализа на врската помеѓу финансиската развиеност и финансиската структура поодделно кај високоразвиените земји и кај транзиционите економии, се доаѓа до следниве констатации:

- Земјите со повисоко ниво на финансиска развиеност, претежно имаат пазарно ориентирани финансиски системи. Дотолку повеќе, нивната финансиска развиеност зависи повеќе од ефикасноста и активноста

(обртот и прометот), отколку од самата големина (пазарната капитализација) на нивните финансиски пазари.

- Во транзиционите економии, кои се повеќе банкарски ориентирани, порастот на финансиската развиеност се должи на зголемената активност и ефикасност на банкарскиот сектор, а неефикасните и мали финансиски пазари имаат негативен одраз врз нивната финансиска развиеност.

Доколку поодделно се анализира влијанието на финансиската развиеност и економскиот раст во развиените и транзиционите економии, врската е значајна кај транзиционите и незначајна кај развиените економии. Меѓутоа, со користењето на инструменталните варијабли од економското и од политичкото окружување влијанието на финансиската развиеност врз економскиот раст добива различно ниво на значајност кај поодделните групи на земји. Врз основа на добиените резултати се доаѓа до следниве констатации:

- Врската помеѓу финансиската развиеност и реалниот раст на БДП *per capita* кај развиените економии станува значајна дури по вклучување на влијанието на инструменталните варијабли. Дополнување, врската покажува највисоко ниво на значајност по вклучувањето на индексот кој се однесува на влијанието на законското окружување;
- Резултатите кои се однесуваат на транзиционите економии упатуваат на сосема поинаков заклучок. Имено, врската помеѓу финансиската развиеност и економскиот раст станува незначајна при користење на инструменталните варијабли од окружувањето.

Оттука, токму факторите од макроекономското окружување, како и законското окружување кое се однесува на правата на потенцијалните и постојните инвеститори и кредитори и политичките услови во кои тие делуваат неповолно се одразуваат врз потенцијалите за позитивно делување на активноста на финансискиот сектор врз економскиот раст.

Финансискиот сектор на Македонија се карактеризира со релативно едноставна структура од аспект на видот на финансиски институции и асортиманот на понудата на финансиските продукти. Банките се доминантен сегмент во финансискиот сектор со структурно учество на неговите вкупни средства од околу 90% и релативно значење во однос на БДП од околу 70%. Пазарот на капитал во Македонија се карактеризира со неразвиен примарен пазар, ограничена ликвидност на секундарниот пазар, ограничена понуда на инвестициони алтернативи и изразена чувствителност на инвестиционите одлуки од случувањата на домашното и од меѓународното макроекономско опкружување.

Развојот на институционалните инвеститори во Македонија ќе зависи од проширувањето на лепезата на инвестициони продукти, степенот на диверзифицираност на вложените средства, како и степенот на транспарентност на структурата на вложувањата од кој зависи јакнењето на довербата кај инвеститорите. Заживувањето на пазарот на капитал е предодредено од порастот на животниот стандард на населението, но и од неговата поголема информираност и едуцираност за можностите кои ги нудат различните форми на инвестирање на заштедите, како и зголемената свесност за предностите на вложувањата кои овозможуваат поголема сигурност и поголеми заработки на среден и долг рок. Исто така, создавањето на институционална подлога за постепенa преориентација на правните субјекти од банкарско кон пазарно финансирање игра клучна улога во заживувањето и натамошниот развој на пазарот на капитал. Законите во финансиската сфера е неопходно да бидат насочени кон поддршка на зголемениот степен на интегрираност и овозможување на рамноправна положба на различните сегменти на финансискиот сектор.

Македонскиот банкарски деловен модел е релативно конзервативен, што значи дека кредитната експанзија е главно финансирана од депозитите, а помалку од меѓународните кредитни линии и од домашниот меѓубанкарски пазар. Традиционалното работење се потврдува и преку доминантната позиција на кредитите во рамките на вкупната актива на банкарскиот сектор. Исто

така, степенот на капитализираност и стапката на адекватност на капиталот се на релативно високо ниво. Доколку се земе предвид фактот дека банкарскиот сектор на Македонија, таков каков што е, покажа отпорност на надворешните шокови предизвикани со економската криза, тогаш слободно може да се каже дека конзервативниот банкарски модел на Македонија практично ги потврди “добрите страни на неразвиеноста”.

Меѓутоа, неспорен е фактот дека и банките во Македонија ги почувствуваа ефектите од финансиската криза и тоа најмногу преку влошениот квалитет на кредитното портфолио. Ова се случува во услови на неповолен глобален макроекономски амбиент, намалена кредитна поддршка, намалена ликвидност на кредитокорисниците, но и како резултат на “зреење” на кредитното портфолио формирано во порелаксирани услови на кредитирање карактеристични за претходниот период на кредитна експанзија. Како резултат на влијанието на кризата, банките ги пренасочуваат своите цели кон унапредување на системот на управување со кредитниот ризик и одржување на стабилноста, ликвидноста и квалитетот на кредитното портфолио.

Врз основа на спроведеното истражување на показателот Кредити/БДП како функција на одредени фундаментални варијабли на примерот на Македонија, се доаѓа до следниве констатации:

- Депозитното јадро на банките е најзначајна економска варијабла поврзана со кредитирањето во Македонија. Во услови на ограничени можности за финансирање на кредитната активност на меѓународниот финансиски пазар и неповолни случувања во еврозоната, монетарната политика на НБРМ и политиката на деловните банки треба да бидат насочени кон задржувањето на довербата во банкарскиот сектор и сочувувањето и зголемувањето на депозитната база како примарен извор за финансирање на домашната кредитна активност.

- Кредитната активност во Македонија во голема мера е условена и од динамиката на пораст на економската активност. Во услови на нестабилно макроекономско окружување и неизвесност околу надминувањето на кризата во еврозоната, неповолните економски движења, намалениот извоз и падот на индустриското производство, не се создава реална основа за забрзување на кредитната активност.
- Кредитната активност е комплементарна со странските директни инвестиции, а претставува супститут на пазарното финансирање. Оттука, заживувањето на пазарот на капитал зависи од законската и институционална подлога која ќе овозможи постепенa преориентација на правните субјекти од банкарско кон пазарно финансирање.

При истражувањето на врската помеѓу финансиите и растот преку економетриски модел кој низ призмата на банкарскиот сектор го истражува влијанието на функциите на финансискиот сектор врз економскиот раст, на примерот на Македонија, се доаѓа до следниве констатации:

- Евидентно е позитивното влијание врз БДП на мобилизацијата на заштедите, алокацијата на ресурсите и финансиското посредување како и негативното влијание врз БДП на несоодветната диверзификација на ризикот и кризите.
- Ефектите на промовирање на растот од страна на банкарскиот сектор произлегуваат не само од порастот во заштедите и инвестициите туку и од порастот на маргиналната стапка на поврат на инвестициите која е резултат на поефикасната алокација на заштедите помеѓу потенцијалните инвестиции.
- Ефектите на економскиот раст кои произлегуваат од подобрената алокација на ресурсите и од порастот на маргиналната стапка на поврат на финансираните инвестиции, може да бидат од поголемо значење за економскиот раст отколку самото зголемување на заштедите.



*Оттука, простата акумулација на капиталот која влијае врз големината на банкарскиот сектор е неопходно да биде проследена со процесот на финансиско продлабочување кој се огледа во поефикасната алокација на капиталот, поефикасната трансформација на заштедите во инвестиции, како и намалувањето на ресурсите употребени во процесот на финансиската интермедијација. Со оглед на фактот што македонскиот банкарски сектор се карактеризира со задоволителен обем на расположливи извори на финансирање на кредитната активност - од сопствената депозитна база и од странските кредитни линии, активноста на банките е препорачливо да биде насочена кон канализирање на расположливите финансиски ресурси кон квалитетни и високоприносни инвестициони проекти кои имаат најголем потенцијал да влијаат на економскиот раст во земјата. За да може ова да се реализира неопходен предуслов е да постојат кредитни апликации за финансирање на квалитетни инвестициони проекти кои истовремено ги исполнуваат критериумите од кредитните политики и процедури на банките. Притоа, како неопходност се јавува потребата од донесување на закони за поттикнување на инвестициите, но и формирање на гарантни фондови кои ќе го олеснат пристапот до финансиите на потенцијалните инвеститори.*

**КОРИСТЕНА ЛИТЕРАТУРА**

- Aghion, P. and Howitt, P. (1992), “A Model of Growth through Creative Destruction”, *Econometrica*, 60: 825-852;
- Aghion, P., Angeletos, G., Banerjee A. and Manova, K. (2010), “Volatility and Growth: Credit Constraints and the Composition of Growth”, *Journal of Monetary Economics* 57: 246–265;
- Aghion, P., Angeletos, M., Banerjee, A. and Manova, K. (2004), “Volatility and Growth: The Role of Financial Development”, Harvard University (Department of Economics);
- Aghion, P., Bacchetta P., Rancière R. and Rogoff, K. (2009), “Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development”, *Journal of Monetary Economics* 56: 494–513;
- Aghion, P., Fally, T., and Scarpetta, S. (2007), “Credit Constraints as a Barrier to the Entry and Post-Entry Growth of Firms”, *Economic Policy* 22: 731–779;
- Aghion, P., Howitt, P. and Mayer-Foulkes, D. (2005), “The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence” *Quarterly Journal of Economics* 120: 173–222;
- Allen, F., and Gale, D. (2000), “Bubbles and Crises”, *Economic Journal*, 110, 236-55;
- Allen, F. and Gale, D. (2004), “Financial Intermediaries and Markets”, *Econometrica*, 72, 1023-1061;
- Arena, M., Garmen, R. and Vazquez, F. (2007), “The Lending Channel in Emerging Economies: Are Foreign Banks Different?”, IMF Staff Working Paper 07/48, IMF, Washington, DC;
- Arestis, P., Demetriades, P.O. and Luintel, K.B. (2001), “Financial Development and Economic Growth: The Role of Stock Markets”, *Journal of Econometrics*, 68: 29-52;
- Baran D. (2011), “Comparison of economic crises in view of the history and present time”, University of Central Europe, Slovak Republic;

- Barro, R. (1998), “Determinants of Economic Growth: A Cross Country Analysis”, *MIT PRESS*;
- Barro, R. and McCleary, R. (2003), “Religion and Economic Growth”, *NBER Working paper no. 9682*;
- Bates S. (2005), “Global measure of causal intensity between real and financial spheres”, *Applied Economics*, 37-1635-42;
- Beck T., Kunt A. D., Levin R. and Maksimovic V. (2000), “Financial Structure and Economic Development”;
- Beck, T. (2008), “The Econometrics of Finance and Growth”, Policy Research Working Paper 4608;
- Beck, T. (2012), The Role of Finance in Economic Development – Benefits, Risks, and Politics, in: Dennis Müller (Ed.): *Oxford Handbook of Capitalism*;
- Beck, T., Kunt, A. and Levin, R. (2003a) “Law, Endowments and Finance”, *Journal of Financial Economics*, 70:137-181;
- Beck, T., Kunt, A. D., and Maksimovic, V. (2005) “Financial and Legal Constraints to Growth: Does Firm Size Matter?”, *The Journal of Finance*, Vol. 60, p 137-177;
- Beck, T., Kunt, D. and Maksimovic, V. (2008), “Financing Patterns around the World: Are Small Firms Different?” *Journal of Financial Economics* 89: 467–487;
- Beck, T., Kunt, D., Laeven, L. and Levine, R. (2008), “Finance, Firm Size, and Growth”, *Journal of Money, Banking and Credit* 40: 1379–1405;
- Beck, T., Kunt, D., Laeven, L. and Maksimovic, V. (2006), “The Determinants of Financing Obstacles”, *Journal of International Money and Finance* 25: 932–952.
- Beck, T., Levine, R. and Loayza, N. (2000), “Finance and the Sources of Growth.” *Journal of Financial Economics* 58: 261–300;
- Beck, T., Lundberg, M. and Majnoni, G. (2006b), “Financial Intermediary Development and Growth Volatility: Do Intermediaries Dampen or Magnify Shocks”, *Journal of International Money and Finance* 25,1146-67.

- Bernanke, B. and Blinder, A.S. (1988), “Credit, money and agregate demand”, *American Economic Review Paper and Proceedings* 78, No.2:p435-39;
- Bernanke, B. and Gerler, M. (1989), “Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations”, *American Economic Review*, 91 (2), 253-257;
- Bernanke, B. and Gerler, M. (1995), “Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission”, *Journal of Economic Perspectives* 9, No.4: p27-48;
- Bernanke, B., Gertler, M. and Gilchrist, S. (2001), “The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework”, *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 15 (Amsterdam: North Holland) 1341-1393;
- Bogliacino, F. and Pianta, M. (2011), “Engines of growth. Inovation and productivity in industry groups”, *Structural Change and Economic Dynamics*, Vol.22, Issue 1, p 41-53;
- Boissay F., Calvo – Gonzales O., Kozluk T. (2005), “Is lending in Central and Eastern Europe developing too fast”, European Central Bank;
- Bolton, P. and Freixas, X. (2006), “Corporate Finance and the Monetary Transmission Mechanism”, *Oxford University Press*, The society for Financial Studies;
- Borensztein, E. and Lee, J. W. (1998), “How Does Foreign Direct Invesment Affect Economic Growth?”, *Journal of International Economics* 45: 115-35;
- Carlin, W. and Mayer, C. (2003), “Finance, Investment and Growth”, *Journal of Financial Economics*, 69: 191-226;
- Celeska, F., Gligorova, V., Krstevska, A. (2011), “Macroprudential Regulation of Credit Booms and Busts (the experience of the National Bank of the Republic of Macedonia)”, The World Bank, Policy Research Working Paper 5770;
- Cepjunovski, G. (2010), “Ekonomskata structura i odrzliviot ekonomski razvoj vo Republika Makedonija”, *Godisnik na Ekonomski Fakultet - Skopje*;
- Cihak M., Demirguc – Kunt A., Feyen E., Levin R. (2012) “Benchmarking Financial Systems around the World”, Policy Research Working Paper 6175;

- Coricelli, F., Driffield, N., Pal, S., Rolan, I. (2010), “Microeconomic implications of credit booms: evidence from emerging Europe”, European Bank for Reconstruction and Development, Working Paper No. 119;
- Cottarelli C., Dell Arricia G. Vladkova – Hollar I. (2005), “Early birds, late risers and aleeping beauties: Bank credit growth to the private sector in Central and Eastern Europe and in the Balkans”, *Journal of banking and finance*, 29;
- Coudert V., Pouvelle C. (2010), “Assessing the Sustainability of Credit Growth: The case of Central and Eastern European Countries”, *The European Journal of Comparative Economics*, Vol. 7, n1, pp. 87-120;
- Curak, M., Loncar, S. and Poposki, K. (2009), “Insurance Sector Development and Economic Growth in Transition Countries”, *International Research Journal of Finance and Economics*;
- Dagum, E. B. (2010), “Business Cycles and Current Economic Analysis”, University of Bologna, Italia, Department of Statistical Sciences;
- Davis, F. (2003), “Financial development, institutional investors and economic performance”;
- De Gregorio, J. and Guidotti, P. (1995), “Financial Development and Economic Growth”, *World Development*, Vol. 23, p433 – 449;
- De Haan, L. and Sterken, E. (2006), “The impact of monetary policy on the financing behavior of firms in the Euro Area and the UK”, *European Journal of Finance*, Vol 12, Issue 5, p401-420;
- Dell’Ariccia, G. and Marquez, R. (2004a), “Lending Booms and Lending Standards”, *Mimeo, International Monetary Fund and University of Maryland*;
- Dell’Ariccia, G. and Marquez, R. (2004b), “Information and Bank Credit Allocation”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 72, p185-21;
- Dell’Ariccia, G., Detragiache, E. and Rajan, R. (2008), “The Real Effect of Banking Crises.” *Journal of Financial Intermediation* 17: 89–112;
- Demetriades, P. and Hussein, K. (1996), “Does financial development cause economic growth? Time-series evidence from 16 countries”, *Journal of Development Economics*, Vol. 51, p. 387-411;

- Demetriades, P. and Law, S.H (2006), “Finance, Institutions, and Economic Development”, *International Journal of Finance and Economics*, 11 (3), pp. 245-260;
- Douglas, G. and Franklin, A. (1998), “Bubbles and Crises”, The Wharton Financial Institutions Center;
- Douglas, W. Diamond (1984), “Financial Intermediation and Delegated Monitoring”, *Review of Economic Studies* LI, 393-414;
- Easterly, W. (2001), “The elusive quest for growth: economists adventures and misadventures in the topics”, Cambridge MA: MIT Press;
- EBRD, (2005 - 2012), “Business in transition”, *EBRD Transition Report (2005 – 2012)*;
- Egert B., Backe P., Zumer T. (2006), Credit growth in Central and Eastern Europe: new (over) shooting stars?, *ECB working papers*, 687;
- Ercegovac, R. (2002), “Financijske pretpostavke ekonomskog rasta u tranzicijskim ekonomijama”, Ekonomski fakultet Sveucilista u Splitu;
- Evans, C. L. and Marshall, D.A (2009), “Fundamental Economic Shocks and the Macroeconomy”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.41, Issue 8, p1515 – 1555;
- Favara, G. (2003), “An Empirical Reassessment of the Relationship Between Finance and Growth”, IMF Working Paper 03/123;
- Fink, G., Haiss, P. and Hristoforova, S. (2003), “Bond Markets and Economic Growth”, Research Institute for European Affairs, Working Paper 49;
- Fishman, R.J. and Love, I.(2003), “Trade Credit, Financial Intermediary Development, and Industry Growth”, *Journal of Finance*, 58: 353-374;
- Fiti, T. (2009), “Fenomenologija na ekonomskite krizi: Sovremenite biznis ciklusi i anticiklicni politiki”, Ekonomski fakultet, Skopje;
- Friedrich, C., Schnabel, I., Zettelmeyer, J. (2010), “Financial integration and growth – Is emerging Europe different?”, European Bank for Reconstruction and Development, Working Paper No. 123;
- Galetovic, A. (1996), “Specialization, Intermediation and Growth”, *Journal of Monetary Economics*, 38: 549-59;

- Gambacorta, L. and Rossi, C. (2010), “Modelling bank lending in the euro area: a nonlinear approach”, *Applied Financial Economics*, Vol. 20, Issue 14, p1099-1112;
- Gerali, A., Neri, S., Sessa, L. and Signoretti, F. M. (2009), “Credit and Banking in a DSGE Model of the Euro Area”;
- Gertler, M. and Gilchrist, S. (1993), “The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism: Arguments and Evidence”, *Scandinavian Journal of Economics* 95, p43-64;
- Goldsmith, R. W. (1969), “Financial Structure and Development”, New Haven, CT: *Yale University Press*;
- Gunther, J. W. and Moore, R. R. (1993), “The long-run relationship between bank capital and lending”, *Financial Industry Studies*, Federal Reserve Bank of Dallas, 3, 1-16;
- Haas, R.D. and Horen, N.V (2011), “Running for the exit: international banks and crisis transmission”, EBRD, Working Paper No. 124;
- Harichandra, K. (2004), “Institutional investors, Financial Sector Development and Economic Growth”;
- Herring, R.J. and Wachter, S (1999), “Real Estate Booms and Banking Busts: An International Perspective”, *Group of 30 Occasional Paper* No.58;
- Hoberg, G. and Phillips, G. (2010), “Real and financial Industry Booms and Busts”, *The Journal of finance*, Vol. LXV, No.1;
- Holmstrom, B. and Tirole, J. (1997), “Financial intermediation, loanable funds, and the real sector”, *The Quarterly Journal of Economics*, 112, 663-91;
- HuiChen, C. (2008), “Financial intermediary’s choice of borrowing”, Ming Chuan University;
- James, A.(2008), “A survey of recent developments in the literature of finance and growth”, *Journal of Economic Surveys*, Vol. 22, No. 3, p. 536-576;
- Jeong, W., Kymn, K.O. and Kymn, C.J. (2003), “The long-run interdependence of bank – health, investment-oriented bank loans and economic performance: a time-series analysis”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 43, 11-30;

- Jui-Chuan, Ch. (2008), “The credit channel of monetary transmission in a small open economy”, *International Economic Journal*, Vol.22, No.2, p215-230;
- King, G., and Levine, R. (1993), “Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right.” *Quarterly Journal of Economics* 108: 717–738;
- Kishan, R. P. and Opiela, T. P. (2000), “Bank Size, Bank Capital and the Bank Lending Channel”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.32, No.1;
- Kiss G., Nagy M., Vonnak B. (2006), Credit growth in Central and Eastern Europe: Convergence or Boom?, Magyar Nemzeti Bank Working Paper, 2006/10;
- Kobayashi, T. and Sakuragawa, M. (2008), “Boom and bust of the Stock Market, and Economic Growth in a Vintage Capital Model”, *International Journal of Economic Theory* 4, 411-432;
- Komlenovic, S., Mamun, A. and Mishra, D. (2009), “Business cycle and aggregate industry mergers”, *J Econ Finan* (2011) 35:239-259;
- Kotaro, T. (2000), “FINANCE AND GROWTH, Some theoretical considerations, and a review of the ampirical literature”, Economics Department working paper, No. 228;
- Kunt, D. and Levine, R. (1999), “Bank – based and market – based financial systems: cross – country comparisons”, World Bank, Development Research Group, Policy Research Working Paper 2143;
- Kunt, D. and Maksimovic, V. (1998), “Law, Finance and Firm Growth”, *The Journal of Finance*, Vol.53, p-2107-2137;
- Kunt, D., and Huizinga, H. (2010), “Bank activity and funding strategies: The impact on risk and return.” *Journal of Financial Economics* 98, 626-650;
- Kunt, D., and Kane, E. (2002), “Deposit Insurance around the Globe? Where Does it Work?” *Journal of Economic Perspectives* 16: 175–195;
- Kunt, D., Love, I. and Maksimovic, V. (2006), “Business Environment and the Incorporation Decision.” *Journal of Banking and Finance* 30: 2967–2993;
- Lakstutiene A. (2008), “Correlation of the Indicators of the Financial system and Gross Domestic Product in European Union Countries”, Kauno technologijos universitetas, Economic of engineering decisions;



- Lakstutiene A., Vasiliauskaite A. and Leitoniene S. (2006), “Dependence of the Financial Structure and Efficiency of the Bank Sector on Economic Growth”, Kauno technologijos universitetas, Economic of engineering decisions;
- Lensink,W. and Morrissey,O (2006) “Foreign Direct Investment: Flows, Volatility and the Impact of Growth”, *Review of International Economics*, 14 (3), pp. 478-493;
- Levine R. and Kunt A. D. (1999), “Bank – based and market – based financial systems: Cross – country comparisons”, Development Research Group, The World Bank, University of Minnesota;
- Levine R., Beck, T., and Kunt, A.D. (2000), “A New Database on Financial Development and Structure”, *World Bank Economic Review*, 14: 597-605;
- Levine R., Beck, T., Kunt, A.D. and Laeven, L. (2004), “Finance, Firm Size and Growth”, *The World Bank mimeo*;
- Levine R., Beck, T., Kunt, A.D. and V. Maksimovic (2000), “Financial Structure and Economic Development, Firm, Industry and Contry Evidence”, The World Bank, Development Research Group, Policy Research Working Paper;
- Levine R., Loayza N. and Beck T. (2000), “Financial intermediation and growth: Causality and causes”;
- Levine, R. (2004), “Finance and Growth: Theory and Evidence”, Carlson School of Management, University of Minnesota;
- Levine, R. and King, R. G. (1993), “*Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right*”;
- Levine, R. and Zervos S. (1998), “Stock Markets, Banks, and Economic Growth”, *American Economic Review*;
- Liangxin, L. (2010), “Research on the Quantitative Dynamic Strusture of Shocks in Macroeconomics Business Cycle”, *International Journal of Business and Management*, Vol. 5, Issue 6, P123-128;
- Loayza, N. and Ranciere, R. (2006), “Financial Development, Financial Fragility and Growth”, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 38, p1051-1076;
- Lorenzoni, G. (2008), “Inefficient Credit Booms”, *Review of Economic Studies* 75, (809-833);

- Love, I. (2003), “Financial Development and Financing Constraints: International Evidence from the Structural Investment Model”, *The Review of Financial Studies*, Vol. 16, pp. 765-79
- Lown, C. S (1990), “Banking and the economy: What are the facts? Economic Review, Federal Reserve Bank of Dalas, 1-14;
- Lukas R. (1988), “On the Mechanics of Economic Development”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 22, p3-42;
- Male, R. (2011), “Developing Country Business Cycles: Characterizing the Cycle”, School of Economics and Finance, University of London;
- Meghana, A., Kunt, D., and Maksimovic, V. (2011), “Firm Innovation in Emerging Markets: The Role of Finance, Governance, and Competition”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 46, 1545-80;
- Menkju, G.(2009), “*Principi na ekonomijata*”, Nampres, Skopje;
- Merton M. (1998), “Financial Markets and Economic Growth”, *Jornal of Applied Corporate Finance*, Vol. 11, p8-14;
- Merton, R.C. and Bodie, Z. (2004), “The Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure”, National Bureau of Economic Research Working Paper Number 10620;
- Miller, M.H. (1998), “Financial Markets and Economic Growth”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 11: 8-14;
- Morales, M.F. (2003), “Financial Intermediation in a Model of Growth Through Creative Destruction”, *Macroeconomic Dynamics*, 7: 363-93;
- Naumovska, E. (2007), “*Upravuvanje so kreditnoto baranje*”, Magisterski trud, Ekonomski Fakultet – Skopje;
- NBRM, (2004-2011), “*Godisen izvestaj za (2003-2010)*”;
- NBRM, (2004-2011), “*Izvestaj za bankarskiot sistem i bankarskata supervizija vo RM za (2003-2010) godina*”;
- NBRM, (2004-2011), “*Izvestaj za finansiskata stabilnost vo RM vo (2003-2010 godina)*”;
- Neuer, U. (2007), “Asymmetric Information and the Transsmision Mechanism of Monetary Policy”, *German Economic Review*, Vol. 8, Issues 3, p428-446;

- Nikoloska, B. (2009), “Analiza na ulogata na bankarskiot sistem vrz ekonomski rast”, magisterski trud, Ekonomski Fakultet, Skopje;
- Papadamou, S. and Oikonomou, G. (2007), “The Monetary Transmission Mechanism: Evidence from Eight Economies in Transition”, *International Economic Journal*, Vol. 21, Issue 4, P559-576;
- Petkovski, M. (2003), “Country study : Macedonia”, World Bank, *Trade Policies and Institutions in the Countries of South Eastern Europe in the EU Stabilization and Association Process: Country Studies*, Washington, D.C., p.109-147;
- Petkovski, M. (2009), “Finansiski pazari i institucii”, Ekonomski Fakultet, Skopje;
- Petrakos, G. and Arvanitidis, P. (2008), “Determinants of Economic Growth”, *Economic Alternatives*, issue 1, pp. 11-28;
- Petreski, G. (2002), “*Ekonomski rast i razvoj – teorii, modeli, megunarodni iskustva*”, Ekonomski Fakultet, Skopje;
- Rajan, R. G. and Zingales L. (1998), “Financial Dependence and Growth”, *The American Economic Review*;
- Rajan, R. (1994) , “Why Bank Credit Policies Fluctuate: A Theory and Some Evidence”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, p399-442;
- Ranciere, R., Tornell, A. and Westermann, F. (2003), “Crises and Growth: A Re-Evaluation”, NBER Working Paper No. 10073;
- Remey, V. A. (1993), “How important is the credit channel in the transmission of monetary policy?”, Carnegie – Rochester Conference Series on Public Policy 39, p1-45;
- Rioja, F. and Valev, N. (2004a), “Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development”, *Economic Inquiry*, 42: 27-40;
- Rioja, F. and Valev, N. (2004b), “Does One Size Fit All? A Reexamination of the Finance and Growth Relationship”, *Journal of Development Economics*, forthcoming;

- Risteski, S. (2010), “Dvizenjeto na Bruto Domasniot Proizvod i vrabotenosta vo Republika Makedonija (Zabludite vo rastot)”, *Godisnik na Ekonomski Fakultet – Skopje*;
- Robinson, J. (1952), “The Generalization of the General Theory”, In: *the Rate of Interest and Other Essays*, London: MacMillan;
- Rodrik, D. (2000), “Institutions for High – quality Growth: What they are and How to acquire them”, *Studies in Comparative International Development*, 35, pp. 3-31;
- Rousseau, P. and Waachtel, R. (2011), “What is happening to the impact of financial deepening on economic growth?”, *Economic Inquiry*, Vol. 49, p276-288;
- Rousseau, P.L. and Sylla, R. (2001), “Financial System, Economic Growth and Globalization”, *National Bureau of Economic Research Working Paper No.8323*;
- Rousseau, P.L. and Wachtel, P. (1998), “Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrial Countries”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 30: 657-678;
- Sa S. (2007), Capital flows and credit booms in emerging market economies, Banque de France, *Financial Stability Review*;
- Sendeniz, i., Levent A. and Aydogan, K. (2008) “Interdependence of the banking sector and the real sector: evidence from OECD countries”, *Applied Economics* 40, 749-764, Faculty of Business Administration, Bilent University, Ankara, Turkey;
- Shan, J. (2005), “Does Financial Development Lead Economic Growth? A Vector Autoregression Appraisal”, *Applied Economics* 37: 1353-67;
- Shan, J. and Morris, A. (2002), “Does Financial Development Lead Economic Growth?”, *International Review of Applied Economics* 16: (153-68);
- Skipper, H. (1998), “International Risk and Insurance: An Environmental – Managerial Approach”, Irwin McGraw-Hill;
- Smets, F. and Wouters, R. (2003), “An Estimated DSGE Model of the Euro Area”, *Journal of the European Economic Association*, Vol. 1, Issue 5, p1123-1175;

- Smith, B.D. and Bencivenga, V.R (1992), “Deficits, Inflation and the Banking System in Developing Countries: The Optimal Degree of Financial Repression”, *Oxford Economic Papers*, 44: 767-790;
- Tichy, O. (2011), “Schumpeterian business cycles: past, present and future”, Brno University of Technology, Czech Republic, *Economics and Management*, ISSN 1822-6515;
- Tomoya S. (2004), “Credit channel of monetary policy in Japan: resolving the supply versus demand puzzle”, *Applied Economics* 36, 2385-2396;
- Tornell, A. and Westermann, F. (2002), “Boom – Bust Cycles in Middle Income Countries: Facts and Explanation”, *IMF Staff Papers*, 49, 111-155;
- Trpeski, Lj. (2009), “Bankarstvo & bankarsko rabotenje”, Skenpoint;
- Tsuru K. (2000), “Finance and Growth, Some theoretical considerations, and a review of the empirical literature”;
- Vanassche, E. (2004), “The Impact of International Financial Integration on Industry Growth”, *Center for Economic Studies Discussion Paper* 04.12. Catholic University of Leuven, Leuven, Belgium;
- Williamson, S.D. (1987), “Financial Intermediation, business failures, and real business cycles”, *Journal of Political Economy*, 95, 1196-216;
- World Bank, (2010), “Global Economic Prospects – Crisis, Finance and Growth”;
- Wurgler, J. (2000), “Financial Markets and the Allocation of Capital”, *Journal of Financial Economics*;
- Wyne, J. (2002), “Information Capital, Firm Dynamics and Macroeconomic Performance”, Mimeo, Duke University;
- Yandberg, E. and Spierdijk, L. (2010), “Funding of pensions and economic growth: Are they really related?”;
- Yousif, K. (2002), “Financial Development and Economic Growth: Another Look at the Evidence from Developing Countries”, *Review of Financial Economics* 11 (2): 131-50;
- Zang, H. and Kim, Y. (2007), “Does financial development precede growth? Robinson and Lucas might be right”, *Applied Economics Letters*, Vol.14, p.15-19