

НАСТАВНО-НАУЧНОМ ВЕЋУ
ЕКОНОМСКОГ ФАКУЛТЕТА
УНИВЕРЗИТЕТА У БЕОГРАДУ

На основу Одлуке Наставно-научног већа број 984/1 од 15.03.2018. године одређени смо у Комисију за оцену и одбрану докторске дисертације кандидата Весне Мартин, дипломираног економисте-мастера економских наука, под називом „Утицај монетарне политике на избор валутног режима у двовалутном систему: пример Србије“. Пошто смо проучили завршену докторску дисертацију подносимо Већу следећи

РЕФЕРАТ

1. Основни подаци о кандидату и дисертацији

Весна Мартин је рођена у Београду (1984.), где је завршила основну и средњу школу са одличним успехом и по основу оба степена образовања носилац је Вукове дипломе. Економски факултет, Универзитета у Београду, уписује 2003. године и на пријемном испиту осваја максимални број поена, чиме приликом рангирања кандидата заузима прво место. Основне студије, на смеру Банкарство, финансије и осигурање, подгрупа Банкарство, завршава 2007. године са просечном оценом 9,09. Дипломски рад, са оценом 10, је одбранила на тему „Надзор над функционисањем добровољног пензијског осигурања у Србији“.

Мастер студије на Економском факултету уписује 2007. године на смеру Банкарски и финансијски менаџмент и успешно их завршава са просечном оценом 9,70. Мастер рад је одбранила 2009. године на тему „Хеџинг стратегије помоћу свопова“, где је ментор током писања рада био проф. др Мирослав Тодоровић, а чланови комисије проф. др Миодраг Иванишевић и проф. др Дејан Шошкић.

Докторске студије на Економском факултету уписује у школској 2012/2013. години на смеру Економија. Остварила је 90 ЕСПБ бодова одбраном семинарског рада и положеним испитима предвиђеним студијским планом и програмом и то: (1) Макроекономска анализа I-Д (проф. др Миомир Јакшић и проф. др Александра Прашчевић); (2) Микроекономска анализа I-Д (проф. др Стојан Бабић и др Дејан Трифуновић); (3) Економетрија I-Д (проф. др Зорица Младеновић и проф. др

Александра Нојковић); (4) Методе и технике научног истраживања и анализе (проф. др Мирјана Петковић, проф. др Небојша Јанићијевић, проф. др Љиљана Петровић, проф. др Драган Лончар, проф. др Ђорђе Каличанин, проф. др Горан Петковић, др Владимир Васић и доцент др Ана Алексић Мирић); (5) Методологија научног истраживања II-Д (проф. др Радмила Драгутиновић Митровић, проф. др Раде Станкић, проф. др Јасна Солдић Алексић и проф. др Бранислав Боричић); (6) Моделирање и оптимизација (проф. др Марко Бацковић и проф. др Зоран Поповић); (7) Економска политика (проф. др Никола Фабрис); (8) Фискална теорија и политика (проф. др Милојко Арсић) и (9) Међународна економија II-Д (проф. др Даница Поповић).

Своју пословну каријеру кандидаткиња Весна Мартин започиње 2008. године у Raiffeisen banci ad, Београд, где је провела четири године у Сектору средстава и инвестиционог банкарства. Након тога у мају 2012. године каријеру наставља у Народној банци Србије, у Сектору за монетарне операције, Одељењу за девизно тржиште где је задужена израду прописа и уговора којима се уређује девизно тржиште, обављање основног и сложеног мониторинга кретања на девизном тржишту и израђује одговарајуће информације и извештаје о кретањима на домаћем и међународном девизном тржишту.

Кандидаткиња је 2009. године положила ACI Dealing Certificate, који представља овлашћени сертификат за учеснике на глобалном девизном тржишту. Била је учесник неколико специјалистичких програма и саветовања у организацији других централних банака и финансијских институција (Deutsche Bundesbank, De Nederlandsche Bank, Czech National Bank и IMF).

Кандидаткиња Весна Мартин је приступила одбрани Пријаве предложене теме докторске дисертације дана 1.6.2015. године пред комисијом одређеном од стране Наставно-научног већа Економског факултета Универзитета у Београду у саставу проф. др Никола Фабрис, проф. др Бошко Живковић, проф. др Миомир Јакшић, проф. др Александар Живковић и проф. др Бранко Васиљевић. Током јавне одбране пред Комисијом, кандидаткиња је изложила предложену пријаву докторске дисертације, образложила предмет и циљ, хипотезе, структуру рада и предложену литературу, методологију истраживања и очекивани научни допринос. Након што су чланови Комисије дали кандидаткињи коментаре и сугестије за будући рад, Комисија је једногласно закључила да је кандидаткиња успешно одбранила Пријаву теме докторске дисертације.

Први докторантски колоквијум, на којем је презентовала резултате четвртог дела рада под називом *„Веза између резултата примене стратегије динаризације и*

трансмисионог механизма монетарне политике“, кандидаткиња је положила 3.3. 2017. године. Други докторантски колоквијум кандидаткиња је положила 6.12.2017. године, на којем је презентовала главне закључке целокупне докторске дисертације.

Списак објављених радова Весне Мартин

- Martin V., (2015), "*Monetary Policy Analysis in Serbia*", Central bank of Montenegro, Journal of Central Banking Theory and Practice, 2015, Volume 4, Number 3, pp. 147-180.
- Martin V., (2017), „*Monetary Policy under Euroisation: The Case of Serbia*“, Monetary Policy: Perspectives, Strategies and Challenges, Nova Science Publishers, Inc., ISBN: 978-1-53610-845-3, pp. 135-176.
- Мартин В., (2017), „*Веза између резултата примене стратегије динаризаације и трансмисионог механизма монетарне политике у Србији*“, Економске идеје и пракса, Економски факултет, Универзитет у Београду, број 23, децембар 2016. година, стр. 35-48.

2. Предмет и циљ дисертације

Важан део укупне економске политике једне земље јесте монетарна политика, која путем својих инструмената има за циљ да постигне стабилност цена, стабилност курса домаће валуте, општу привредну стабилност и регулацију количине новца у оптицају која је у функцији претходно поменутих циљева. При томе, монетарна политика је само једна од парцијалних економских политика унутар јединствене макроекономске политике и при дефинисању њених циљева треба да се узме утицај који она има на друге парцијалне макроекономске политике. При избору циља монетарне политике централна банка, уважавајући законска решења, може да се одлучи за таргетирање монетарних агрегата, таргетирање девизног курса, таргетирање инфлације као и да комбинује неки од претходно набројаних режима. Исто тако, приликом избора режима монетарне политике централна банка треба да води рачуна и о избору режима девизног курса. Адекватно изабран режим девизног курса је неопходан, али не и довољан услов за успешан развој привреде једне земље. Ни најбоље постављен систем неће дати задовољавајуће резултате уколико се јављају слабости и поремећаји у домаћим привредним токовима, док са друге стране недостаци у девизном систему могу бити узроци таквих поремећаја. Докторска дисертација анализира на који начин монетарна

политика утиче на избор валутног режима у двовалутном систему, са посебним освртом на постојање те везе у Србији. У Србији је заступљен висок ниво евроизације, чиме се ограничава ефекат дејства монетарне политике и њених мера. Управо имајући у виду овај аргумент, треба сагледати резултате примене инфлаторног таргетирања и консеквенце таквог избора, али и дати смернице за даљи развој монетарне политике.

Србија имплицитно од 2006. године, а експлицитно од 2008. године примењују инфлаторно таргетирање. Претпоставка имплементације инфлаторног таргетирања је да се обезбеди да се стопа инфлације креће у таргетираним оквирима, а да се референтна стопа мења у зависности од кретања стопе инфлације и инфлаторних очекивања. Таргетирање инфлације је изабрано уз претпоставку да би такав режим створио способност привреде да буде отпорна на потенцијалне екстерне шокове и да се тиме обезбеди адекватна економска прилагодљивост. Међутим, уколико се сагледа практична примена инфлаторног таргетирања у Србији резултати нису задовољавајући. Инфлација је од 2008. године најчешће изнад инфлационог таргета (изузетак је период од октобра 2013. године до децембра 2016. године, као и период јануар-децембар 2017. године, када је међугодишња стопа инфлације била у оквиру или испод таргета), док се референтна каматна стопа, упркос започетој примени монетарне експанзије од маја 2013. године, још увек држи на високом нивоу у поређењу са ниским инфлаторним очекивањима и кретањем међугодишње стопе инфлације од октобра 2013. године.

Све ово указује на неопходност или допуне изабраног интермедијарног таргета монетарне политике или његову промену. Могућност допуне режима монетарне политике можемо пронаћи у пракси најзначајнијих централних банака (ФЕД, Банка Енглеске) које тржишним учесницима дају информације о будућим смерницама монетарне политике (енг. *forward guidance*) чиме се преко утицаја на тржишна очекивања подржава трансмисиони механизам краткорочних каматних стопа на дугорочне. Овај приступ може да искористи Народне банке Србије како би побољшала трансмисиони механизам, уз истовремено постизање боље прилагодљивости тржишних учесника на одлуке монетарне политике. Друго алтернативно решење јесте промена режима монетарне политике, где би се уместо досадашњег приступа таргетирања инфлације, могло применити циљање монетарних агрегата, циљање девизног курса, али и могућност истовременог циљања и стопе инфлације и девизног курса.

Поред анализе монетарне политике у докторској тези фокус анализе је усмерен и ка режиму девизног курса и начину функционисања домаћег девизног тржишта, али и анализи инструмената који учесници на девизном тржишту могу да користе (форвард

куповина и продаја девиза, сукцесивна куповина девиза, каматни свопови, двонедељне и тромесечне своп аукције девиза и сл.). Од 2008. године, када се централна банка определила за инфлаторно таргетирање, изабран је режим руковођено пливајућег девизног курса, јер свака већа волатилност курса утиче на вредност валутно индексираних кредита и депозита услед присуства високог степена евроизације. Тиме се генерише девизни ризик, који се кроз конверзију у кредитни ризик рефлектује у виши ниво проблематичних кредита (енг. *non-performing loans – NPL*). Ово указује на потребу унапређења постојећег начина комуницирања централне банке са јавношћу, али и боље појашњење начина функционисања изабраног режима девизног курса. За земље које имају конкурентност на међународном тржишту, чијем моделу развоја треба Србија да тежи, питање девизног курса није од примарног значаја већ одрживост те конкурентности. То упућује на неопходност стицања и одржавања националне конкурентности, а да стабилност девизног курса доприноси остварењу тог циља. Треба створити привредни амбијент у којем ће се постићи таргетирана стопа инфлације, стабилан курс, извозно орјентисана привреда која ће бити генератор обнављања производње и пораста запослености.

Исто тако треба настојати да се у Србији снизи степен евроизације (повећа ниво динаризације) ради повећања кредибилитета у спровођењу монетарне политике. Већа употреба динара у финансијском систему Србије и боља усклађеност валутне структуре прихода и расхода небанкарског сектора побољшале би степен финансијске стабилности земље, умањиле ризик од промене девизног курса најрањивијим секторима привреде и повећале ефикасност монетарне политике. Да би се процес динаризације подржао, Народна банка Србије и Влада Републике Србије потписале су у марту 2012. године Меморандум о стратегији динаризације финансијског система Србије. Међутим резултати те стратегије ни шест година након примене нису охрабрујући имајући у виду да учешће динарских пласмана у укупним пласманима сектора привреде и становништва, као и учешће динарских депозита у укупним депозитима сектора привреде и становништва око 30%. Само кроз веће коришћење динарских извора средстава (динарски депозити, емитовање динарских хартија) могуће је генерисати средства за динарске пласмане и тиме омогућити неутралисање валутног ризика и могућност повећања кредибилитета у примени монетарне политике.

Докторска дисертација бави се анализом теоријске усклађености циља монетарне политике и изабраног валутног режима, уз посебан осврт на функционисање монетарне политике у двовалутном режиму који је присутан у Србији. На тај начин створиће се могућност бољег разумевања специфичности монетарне политике у Србији (низак степен динаризације, истовремена примена инфлаторног таргетирања и одбрана девизног курса, висок степен проблематичних кредита и сл.) и у складу са тим

анализира се оправданост избора постојећег валутног режима и начин рада домаћег девизног тржишта. Исто тако, кроз предлог мера допуне/промене циља монетарне политике и њених инструмената створио се оквир за њено унапређење и могућност потенцијалног превазилажења претходно побројаних ограничења у примени монетарне политике.

3. Основне хипотезе од којих се полазило у истраживању

Истраживачке хипотезе, које су предмет тестирања у докторској дисертацији, кандидаткиња је дефинисала у Пријави докторске дисертације. Следеће хипотезе су предмет анализе у раду:

Хипотеза 1:

Поставка хипотезе: Промена режима монетарне политике у Србији кроз допуну или промену таргета би могло да резултира у већој ефикасности спровођења монетарне политике и њеног трансмисионог механизма.

- Хипотеза 1а: Допуна таргета би се огледала кроз истовремено таргетирање инфлације и девизног курса.
- Хипотеза 1б: Промена таргета могла би да буде заснована на таргетирању девизног курса (као јединог таргета) или таргетирању монетарних агрегата.

Хипотеза 2:

- Поставка хипотезе: Кредибилна монетарна политика која би подржала промену режима и/или таргета потенцијално би могла да снизи степен доларизације/евроизације (да повећа степен динаризации).

4. Кратак опис садржаја дисертације

Након информација о ментору и члановима комисије, подацима о докторској дисертацији на српском и енглеском језику и увода, докторска дисертација је подељена на шест међусобно повезаних поглавља.

У првом поглављу (од 11 до 78 стране), које носи назив *Анализа монетарне политике у Србији*, спроведена је анализа монетарне политике у Србији где су приказани основни принципи инфлаторног таргетирања, инструменти монетарне политике

(операције на отвореном тржишту, обавезна резерва, сталне олакшице и интервенције на девизном тржишту) и начини интервенција на девизном тржишту, како у примени монетарне политике у Србији тако и у другим централним банкама (Народна банка Хрватске, Централна банка Чешке, Централна банка Русије, Централна банка Турске и друге централне банке).

Друго поглавље (од 79 до 123 стране), под називом *Компарација међународних искустава у спровођењу инфлаторног таргетирања*, бави се анализом инфлаторног таргетирања у изабраним земљама. Предмет анализе су резултати инфлаторног таргетирања у Чешкој, Пољској и Мађарској, и при одабиру ових земаља коришћен је принцип како упоредивости таргета монетарне политике, тако и режима девизног курса у односу на монетарну стратегију и режима девизног курса који примењује Народна банка Србије. За изабране земље анализирано је мењање нумеричке вредности таргета, приказано је кретање стопе инфлације током времена и сагледавани су главни инструменти монетарне политике које њихове централне банке примењују. Поред тога, друго поглавље рада се бави резултатима и проблемима инфлаторног таргетирања и то кроз сагледавање оперативних аспеката инфлаторног таргетирања, предности и недостатака ове монетарне стратегије, као и везом између инфлаторног таргетирања и девизног курса.

Трећи део рада (од 124 до 188 стране), који носи назив *Функционисање двовалутног система у Србији*, бави се појмом и врстама доларизације/евроизације и начином њиховог мерења. Потом, у овом делу рада приказани су користи и трошкови примене доларизације/евроизације и то кроз анализу улоге зајмодавца у последњој инстанци, затим дефинисању, концептима и начину мерења сениораже, али и улози доларизације/евроизације на стабилност и интеграцију финансијских тржишта. Након тога, фокус анализе је усмерен ка приказу структурних проблема у имплементацији двовалутног система у Србији, као што су ефикасност у спровођењу монетарне политике, слабљење значаја инфлаторног таргетирања и могућа криза ликвидности. Завршна излагања у трећем поглављу посвећена су међународним искуствима по питању примене двовалутног режима (земље Латинске Америке, привреде у транзицији и земље Азије и Африке), као и мерама за примену дедоларизације и то како оних мера које су засноване на тржишној политици, тако и мера наметнуте (присилне) дедоларизације.

Веза између резултата примене стратегије динаријације и трансмисионог механизма монетарне политике је назив **четвртог поглавља рада** (од 189 до 223 стране). У овом делу дисертације приказано је на који се начин примењује стратегија динаријације у финансијском систему Србије. Народна банка Србије и Влада Републике Србије су у

марту 2012. године потписале Меморандум о стратегији динаризиције и тиме су дефинисале циљеве, мере и активности које ће предузимати ради јачања поверења у националну валуту и њену употребу у финансијском систему. У погледу мера праћења степена динаризиције коришћени су следећи показатељи: 1) учешће динарских пласмана у укупним пласманима банака привреди и становништву; 2) учешће динарских кредита у новоодобреним кредитима привреди и становништву; 3) учешће динарских депозита у укупним депозитима привреде и становништва; 4) однос динарске и девизне штедне и њихова рочна структура и 5) учешће динарског дуга у укупном јавном дугу и валутна структура јавног дуга Републике Србије. Такође, приказане су и мере и активности које је применила Народна банка Србије, како би повећала ниво динаризиције, а које може да примени кроз мере монетарне политике, пруденцијалне мере и едукативне активности. Исто тако, презентоване су и мере и активности Владе Републике Србије које се базирају на примени стратегије управљања јавним дугом чији је циљ да се повећа динарско учешће у јавном дугу, потом одобравање субвенционисаних динарских кредита, затим стимулативна пореска политика како би се подржала динарска штедња и унапређење институционалног и регулаторног окружења које ће допринети даљем развоју примарног и секундарног тржишта чисто динарских хартија од вредности.

Спровођење монетарне политике у Србији кроз допуна/промену њених таргета је назив **петог дела рада** (од 224 до 266 стране). Овај део рада сагледава могуће додатне таргете монетарне политике у Србији и то кроз: 1) таргетирање монетарних агрегата и 2) таргетирање девизног курса. Такође, приказане су импликације које би допуна/промена таргета могла да има на спровођење монетарне политике. У том контексту анализирани су оперативни аспекти у спровођењу монетарне политике и импликације потенцијалне примене таргетирања монетарних агрегата и таргетирања девизног курса. Исто тако, приказана је и компаративна анализа промене/допуне таргета у монетарној политици других централних банака.

Шесто поглавље (од 267 до 294 стране) докторске дисертације носи назив *Нови монетарни оквир*. У овом делу дат је предлог унапређења како инструмената монетарне политике тако и начина спровођења монетарне политике. У погледу унапређења инструмената монетарне политике предлози су следећи: 1) сужење коридора каматних стопа на новчаном тржишту како би се смањила осцилација каматних стопа, а тиме и омогућила мања волатилност каматних стопа на међубанкарском новчаном тржишту; 2) унапређење ефикасности на новчаном тржишту кроз увођење механизма групног колатерала; 3) развој процедуре тржишног усклађивања вредности хартија што представља процес континуираног вредновања хартија од вредности по ценама са секундарног тржишта; 4) промена регулативе и

имплементација обавезног минималног дневног издвајања обавезне резерве чиме би се спречило да банке у дужем периоду издвајају нижи ниво обавезне резерве (како динарске, тако и девизне) у односу на обрачунати износ и 5) развој тржишта међубанкарских своп трансакција чиме би банке добиле додатну могућност за пласирање и добијање динарске ликвидности. У погледу унапређења монетарне политике предлози су да се уведе дуални циљ монетарне политике, кроз истовремено таргетирање инфлације и девизног курса, потом да се промени вредност инфлаторног таргета, јер у дужем периоду Народна банка Србије не успева да достигне таргетирану вредност, али и да се настави рад на решавању проблема проблематичних кредита.

У **Закључку** (од 295 до 303 стране) сумирани су резултати целокупне докторске дисертације, где су пре свега сагледани резултате примене постојећег монетарног оквира и оправданост мера монетарне политике, потом је указано на недостатке постојећег монетарног оквира и дат је предлог унапређења чиме би се побољшала примене монетарне политике без угрожавања ценовне и финансијске стабилности.

Докторска дисертација садржи три прилога. **Први прилог рада** (од 304 до 313 стране) бави се *Анализом система извештавања домаћег девизног тржишта*, **други прилог** (од 314 до 327 стране) приказује *Прорачун коефицијента преноса девизног курса на цене у Србији* и **трећи прилог рада** (од 328 до 336 страна) приказује *Теорију узорка: Примена плана простог случајног узорка и стратификованог узорка на примену оцене средње и укупне вредности званичног средњег курса динара у односу на евро*.

Литература (од 337 до 383 стране) у раду је подељена на четири групе. Прву групу чине *Књиге и чланци* (308 навођења), друга група су *Прописи* (187 навођења), трећа су *Публикације* (32 навођења) и четврту групе чине *Веб адресе* (32 навођења).

Графички приказ у раду је груписан на *Табеле* (51 табела), *Графиконе* (22 графикона) и *Слике* (8 слика).

5. Методе које су примењене у истраживању

Предмет и циљ истраживања, као и потреба анализе претходно дефинисаних хипотеза, су доминатно утицали на избор конкретних метода које су примењене у докторској дисертацији.

У дисертацији су коришћене следеће методе: индуктивна и дедуктивна метода, метода анализе и синтезе, метода класификације и метода компарације.

Поред тога, у делу рада који се бави могућношћу таргетирања девизног курса динара у односу на евро, ради процене распона таргетирања девизног курса користили смо теорију узорака и то прост случајан узорак (прост случајан узорак без понављања) и стратификовани узорак (стратификовани узорак са оптималним распоредом и стратификовани узорак са пропорционалним распоредом).

У оквиру прорачуна коефицијента преноса девизног курса на индекс потрошачких цена и показатеље базе инфлације у Србији користили смо методологију ауторегресионе распоређене доцње (енг. *Autoregressive Distributed Lag – ADL*) и рекурзивне векторске аутокорелације (енг. *Recursive Vector Autoregression – VAR*). Код ADL методе за оцену коефицијената применили смо методу најмањих квадрата, а за тестирање стационарности применили смо ADL тест јединичног корена (енг. *Augmented Dickey-Fuller test*). У оквиру VAR методе ефекат коефицијента преноса оценили смо функцијом одговора на импулсе (енг. *impulse response functions*) користећи Чолески декомпозицију (енг. *Cholesky decomposition*).

Како бисмо проверили да је стратегија монетарног таргетирања погодна да се примени у Србији применили смо просту корелацију како бисмо оценили степен квантитативног слагања између годишње стопе раста најширег монетарног агрегата МЗ и индекса цена на мало. Такође, у раду су заступљени прорачуни номиналног и реалног ефективног девизног курса динара у односу на евро и у односу на долар.

6. Остварени резултати и научни допринос

Докторска дисертација истражује везу између монетарне политике и валутног режима у двовалутном систему, са приказом те везе у Србији. Како тренутно Народна банка Србије примењује режим који не даје адекватне резултате потребно је направити заокрет и предложити конкретна решења и смернице за даље вођење монетарне политике у високо евроизованој привреди.

Очекивани резултат и научни допринос можемо представити троструко, сходно претходно постављеним хипотезама. Први циљ је да се представи постојећи монетарни оквир, уз анализу инструмената монетарне политике и резултата примене стратегије таргетирања инфлације. Други циљ је настојање да се увиде недостаци постојећег монетарног оквира у Србији, који се базирају на незадовољавајућим резултатима примене циљања инфлације, присуства истовременог таргетирања инфлације и

одбране девизног курса, али и скромним резултатима примене стратегије динаризации. Трећи циљ дисертације јесте предлог новог монетарног оквира, и то кроз унапређења како инструмената монетарне политике, тако и примене монетарне политике. Предлози унапређења инструмената јесу сужење коридора каматних стопа на новчаном тржишту, потом могућност увођења механизма групног колатерала, затим развој процедуре тржишног вредновања хартија од вредности, увођење обавезног минималног дневног издвајања обавезне резерве, али и даљи развој међубанкарског репо тржишта. У погледу унапређења примене монетарне политике, предложено је увођење дуалног циља монетарне политике кроз истовремено циљање стопе инфлације и девизног курса, потом промена вредности таргета инфлације услед дужег периода не постизања циљаних величина, али и даљи наставак на решавању проблема проблематичних кредита.

Да би се показало да ли је оправдано применити монетарну стратегију истовременог таргетирања стопе инфлације и девизног курса извршен је прорачун коефицијента преноса на инфлацију. Краткорочни ефекат коефицијента преноса девизног курса на индекс потрошачких цена, према методологији ADL, износи 0,06, а дугорочни 0,10. Кумулативни коефицијент преноса номиналног ефективног девизног курса на цене на мало, применом VAR методологије, након три месеца износи 0,05, док кумулативни дугорочни ефекат коефицијента преноса након дванаест месеци износи 0,11. Утицај шока промене девизног курса на индекс потрошачких цена је присутан око пет месеци, тј његов утицај је готов након пет месеци. Обе примењене методологије су показале да постоји одређени ниво преносног дејства девизног курса на кретање показатеља инфлације, и то како у кратком тако и у дугом року. На бази тих резултата у раду је закључено да девизни курс утиче на кретање стопе инфлације у Србији и сходно томе да је оправдана могућност истовременог таргетирања инфлације и девизног курса (прихваћена прва подхипотеза).

У раду је испитано да ли постоји корелација између монетарног агрегата М3 и кретања стопе инфлације. Као резултат просте корелације добијено је да корелација између наведених варијабли износи 0,39, што указује да је ниво корелације низак, готово занемарљив. На бази овог резултата закључено је да монетарно таргетирање не би била адекватна стратегија у Србији (одбачена друга подхипотеза 1б).

У Србији је присутан већи значај канала девизног курса, иако смо земља која примењује таргетирање инфлације и сходно томе треба да имамо доминатно присуство канала каматне стопе. Услед високог степена евроизације, смањује се дејство референтне каматне стопе, као главног инструмента монетарне политике у Србији. Тренутно референта каматна стопа утиче на око 30% депозита и кредита који су у

динарском знаку, док на преостали износ депозита и кредита (било да су валутно индексирани или су у чистом девизном знаку) већи утицај имају стране каматне (нпр. Euribor и Libor). Томе треба додати и ниско учешће динарске штедње и неповољну рочну структуру (претежно је заступљена краткорочна штедња), иако постоји повољнији порески третман динарске у поређењу са девизном штедњом. Иако је у Србији постигнута макроекономска стабилност, која се огледа у ниској и стабилној инфлацији и релативној стабилности девизног курса, до снижења степена евроизације није дошло. Као разлози су у раду установљени следећи: 1) ефекат инерције који показује да чак и у случају макроекономске стабилности земља не бележи снижење евроизације (случај Кубе) и 2) диверсификација улагања кроз присуство активе у страниој валути (штедња у страниој валути и сл.) чиме се економски агенти штите од потенцијалне депресијације динара. Исто тако, из анализе не треба изоставити ни периоде високе инфлације и хиперинфлације који су били присутни у Србији током 90-тих година двадесетог века, чиме је значајно снижено поверење у домаћу валуту. Потребно је повећати поверење у домаћу валуту чиме би се потенцијално повећао ниво динарске штедње и динарског кредитирања. У том погледу потребно је да макроекономска стабилност буде присутна у дугом року, кроз заступљност ниске и стабилне стопе инфлације, као и релативне стабилности девизног курса. Како тренутни монетарни оквир не даје наговештај о промени и/или допуни таргета монетарне политике у Србији можемо одбацити другу хипотезу и закључити да постојећа монетарна политике у Србији није кредибилна, а да су досадашњи резултати примене стратегије динаризације скромни.

Целокупан циљ докторске тезе је да се кроз теоријски осврт направи добар основ за боље разумевање функционисања монетарне политике у двовалутном режиму у Србији, али и да се дају смернице и препоруке за њено даље унапређење. Самим тим, практични допринос предложене теме докторске дисертације јесте настојање да се прошири постојећи емпиријски оквир у обради ове врло значајне парцијалне макроекономске политике.

7. Закључак

На бази детаљне анализе докторске дисертације кандидаткиње Весне Мартин, дипломираног економисте-мастера економских наука, под називом „*Утицај монетарне политике на избор валутног режима у двовалутном систему: пример Србије*“, сви доле потписани чланови Комисије закључују да је кандидаткиња успешно приказала предмет и циљ дисертације, применила адекватну методологију при

анализи, користила обимну домаћу и страну литературу и тиме презентовала рад који представља самостални и оригинални научно-истраживачки допринос. Докторска дисертација је написана поштујући Пријаву предложене теме докторске дисертације, која је одбрањена пред Комисијом и одобрена од стране Наставно-научног веће Економског факултета Универзитета у Београду.

На основу свега претходно изложеног, имајући у виду коришћену методологију, релеватну литературу, остварене резултате анализе и оригинални допринос докторске дисертације кандидаткиње Весне Мартин, дипломираног економисте-мастера економских наука, под називом „*Утицај монетарне политике на избор валутног режима у двовалутном систему: пример Србије*“, Комисија предлаже Наставно-научном већу Економског факултета Универзитета у Београду да је прихвати и одобри њену јавну одбрану.

У Београду, 28 марта 2018. године

Чланови Комисије:

проф. др Никола Фабрис,
Универзитет у Београду, Економски факултет

проф. др Бошко Живковић,
Универзитет у Београду, Економски факултет

проф. др Миомир Јакшић,
Универзитет у Београду, Економски факултет

проф. др Александар Живковић,
Универзитет у Београду, Економски факултет

проф. др Бранко Васиљевић

Универзитет у Београду, Факултет политичких наука