

УНИВЕРЗИТЕТ У НИШУ

ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ

- Наставно-научном већу-

Одлуком Наставно-научног већа Економског факултета у Нишу бр. 04-2614 од 19.9.2014.године именовани смо за чланове *Комисије за оцену и одбрану докторске дисертације* кандидата *мр Бориса Сиљковића*, под називом **"ЕВОЛУЦИЈА МОНЕТАРНЕ СТРАТЕГИЈЕ У РАЗВИЈЕНИМ И ЗЕМЉАМА У ТРАНЗИЦИЈИ"**, у саставу:

1. др Јадранка Ђуровић-Тодоровић, редовни професор Економског факултета у Нишу,
2. др Борко Крстић, редовни професор Економског факултета у Нишу, и
3. др Александар Живковић, редовни професор Економског факултета у Београду.

Сходно томе, подносимо Наставно-научном већу факултета следећи

ИЗВЕШТАЈ

Докторска дисертација кандидата *Бориса Сиљковића* под називом *"Еволуција монетарне стратегије у развијеним и земљама у транзицији"* изложена је на 333 стране текста са уводом и закључком и научним доприносом докторске дисертације, сажетком, списком табела, слика и скраћеница који је додатно представљен на XX страна, списком коришћене литературе од 249 референтних библиографских јединица и 43 уредно наведених интернет извора. После уводних разматрања, презентован је текст по поглављима и то: *прво поглавље* под насловом *"Теоријски аспекти стратегије монетарне политике"* (9-61), *друго поглавље* под називом *"Детерминанте избора оптималне монетарне стратегије"* (62-108), *треће поглавље* под насловом *"Генеза стратегије монетарне политике развијених економија"* (109-186), *четврто поглавље*

под називом “Перформансе монетарних стратегија у земљама у транзицији” (187-245), *пето поглавље под називом "Ефекти и перспектива стратегије монетарне политике НБС"* (246-295), *закључак, литература и биографија* (296-333). Комисија констатује да је садржај докторске дисертације сагласан са садржајем који је наведен код пријављивања и доношења Одлуке о усвајању теме за докторску дисертацију.

I

У *уводним разматрањима* кандидат истиче значај, сложеност и актуелност изабраног подручја истраживања. Након тога, указује на проблематику на коју ће се истраживање фокусирати, дефинише предмет и циљеве истраживања. Кандидат у уводном делу одређује хипотезе, концепцију и структуру истраживања и примењену научну методологију.

Предмет истраживања ове докторске дисертације јесте сагледавање теоријских и практичних аспеката еволуције и примене разноврсних стратегија монетарне политике у развијеним и земљама у транзицији. Истраживање се односи на развијене економије, уз компаративну анализу и приказ разноврсних монетарних стратегија у земљама у транзицији, са посебним освртом на ефекте и последице изабране монетарне стратегије Народне банке Србије од 2000. до 2013. године. Посебна пажња је посвећена еволуцији релевантних монетарних теорија, праваца и стратегија које су пратили практични аспекти истраживања у појединим економијама током историје до данашњих дана. Као резултат развоја академске мисли у монетарној теорији, политици и стратегији, анализирани су и евидентирани промене примењених стратегија и праваца монетарне политике монетариста и кејнзијанаца, односно њихове варијанте, које се разликују од земље до земље. За истраживање датог проблема и остваривање циљева овог рада коришћен је методолошки приступ анализе који је био у функцији постизања очекиваних резултата. У циљу спровођења објективног истраживања, утврђивања узрочно-последичних односа појава које се истражују и тестирања хипотеза, у дисертацији су биле примењене следеће методе: интердисциплинарни приступ, дескрипција, индуктивна метода, дедуктивна метода, анализа и синтеза, статистичка метода, компаративна метода, верификациона метода, нормативна метода и метода генерализације.

У првом поглављу, под насловом *"Теоријски аспекти стратегије монетарне политике"* (9-61), представљен је еволутивни теоријски развој финансијске и монетарне литературе, као и примена разноврсних стратегија монетарне политике централног банкарства кроз историју до данашњих дана. Кандидат посебно указује на кејнзијански механизам монетарне стратегије, који је настао 30-их година прошлог века, која је своје право отелотворење имала у пракси током 60-тих година XX века, са свим својим предностима и недостацима код примене у пракси. Доминантно место у раду је припало анализи монетаристичког приступа стратегији монетарне политике који је давних 60-тих година популарисао нобеловац Милтон Фридман. Вишедеценијску ефикасност (неефикасност) монетарних стратегија током дугог периода примене, пореметила је недавна глобална финансијска криза која је условила промену консензуса у вођењу монетарне стратегије и политике у развијеним и земљама у транзицији. Проучавањем наведених проблема током примене монетарних стратегија, кандидат је на врло ефектан начин допринео бољем разумевању монетаристичког (новомонетаристичког) и кејнзијанског (новокејнзијанског) размишљања са посебним освртом на услове и последице примене ових стратегија пре, током и после недавне глобалне финансијске кризе.

У овом поглављу кандидат анализира различите варијанте које се односе на таргетирање режима девизног курса. Конкретно, кроз облик таргетирања монетарних агрегата сагледани су узроци, начини и услови за примену овог монетарног режима. Такође је стављен акценат на концепт доларизације/евроизације као опције режима девизног курса. Овом анализом је доказан утицај монетаристе Милтона Фридмана, који је преферирао константну стопу раста монетарних агрегата и који је био као модел присутан у многим економијама. Као доказ за то кандидат кроз посебан сегмент анализе у раду истиче радове Фредерика Мишкина, Јиргена, Урлика и др., који су и данас веома актуелни.

Истраживањем наведених проблема, кандидат је указао на предности и недостатке концепта монетарног таргетирања. Поред тога, у дисертацији посебан акценат је стављен на теоријској анализи разумевања концепта циљање инфлације. Проучавањем наведених проблема истичу се различита виђења циљева концепта таргетирања инфлације. Кандидат је кроз своје истраживање успео да путем компаративне анализе истакне успешност примене датог концепта у развијеним и

неразвијеним економијама у претходном периоду. У прилог томе нам говоре репрезентативна емпиријска истраживања од стране многих економиста, попут Свенсона, Бофингера, Вудфорда, Бернанкеа и Кинга. Посебна пажња у овим истраживањима је била посвећена теоријској основи таргетирања номиналног БДП-а, на основу ставова либералних економиста, тржишних монетариста, праксе неколико великих централних банака и др. који се односе на боље разумевање овог концепта. Све ово је укључивало и виђење теоретичара и економиста у току и након глобалне финансијске кризе од 2007. до 2013. године.

Посебан допринос кандидат је дао у анализи сагледавања каматне стопе као најчешћег таргета у монетарној политици. У вези с тим, кандидат је веома прецизно указао на конвенционално и неконвенционално виђење овог проблема. Кроз одређене примере уследила је анализа значаја каматне стопе у различитим условима монетаристичког и кејнзијанског начина виђења овог проблема. Последњи део анализе у првом поглављу посвећен је проблему временске (не)доследности монетарне политике чему је дат посебан приоритет. Сходно томе, кандидат наводи врло еклатантне примере дужине кашњења ефеката монетарне политике у САД-у, Великој Британији, Шведској и ЕЦБ у 2011. години. Након тога, кандидат је анализирао кашњење ефеката монетарне политике кроз илустративан пример најјаче економије у свету САД-а, у периоду 1990-1991. и 2007-2008. године.

У *другом поглављу*, под насловом "*Детерминанте избора оптималне монетарне стратегије*" (62-108), кандидат је само потврдио своју хипотезу да нема оптималне монетарне стратегије и да ниједна монетарна стратегија није универзална. Кандидат најпре указује која је то изабрана монетарна стратегија пожељна наспрам монетарним и реалним шокovima који нам долазе из привреде.

Даљим истраживањем кандидат указује и на промене у значају изабраних монетарних стратегија током времена, укључујући и савремена искуства у условима глобалне финансијске кризе. Посебан значај кандидат придаје анализи структурних карактеристика економије и изабраног режима монетарне политике и стратегије. Кандидат анализира утицај мобилности капитала на ефикасност монетарне политике. Такође, кандидат посебано анализира конфликтност циљева монетарне и макроекономске политике, *trade off* унутар стратегије монетарне политике и, на крају,

конзистентност микса инструмената монетарног регулисања. Посебан допринос кандидата се огледа у презентовању веома ефектних примера новокејнзијанца попут Пола Кругмана. Посебно је значајно истаћи да кандидат наводи примере и монетариста, предвођене Дејвидом Гренлевом, Џејмсом Хамилтоном, Питером Хопером и Фредериком Мишкином, који обарају теорију новокејнзијанаца. Према неким новим тврдњама економиста ако тржиште закључи да влада или не може или неће да сервисира свој дуг, централна банка тад може да бира између монетизације, која води до инфлације, или да подржи пут владе преко фискалне доминације, која је прожета бројним опасностима.

Посебан акценат у анализи кандидат ставља на подизању кредибилитета врховне монетарне установе преко креатора монетарне политике. Иза кредибилитета свакако стоји транспарентност монетарне политике, што доприноси бољој репутацији и рејтингу централних банака. Овде кандидат наглашава комуникацију, транспарентност и одговорност централних банака којима припада значајно место. Кандидат врши компаративну анализу ставова економиста Свенсона и Вудфорда, који с тим у вези истичу, да је транспарентна и експлицитна монетарна политика са оперативним циљевима, прогнозама и комуникацијом заправо оптимална монетарна политика и стратегија. Насупрот томе, кандидат наводи и емпиријско истраживање Грега Менкјуа кроз пример економије САД-а, односно како Фед треба да постави краткорочне каматне стопе. Добијени резултати су сасвим близу ефективне каматне стопе Федералних резерви САД-а из 2012. године. На основу тога кандидат закључује и слаже се са констатацијом горе поменутих економиста да би концензус монетарне политике свакако подразумевао нити строга правила, нити потпуну дискрецију, чему је посвећен добар део анализе у другом поглављу. На основу кандидатових спроведених истраживања и добијених резултата закључујемо да алтернативно Тејлорово правило не може да се примењује у економским условима САД-а због постојања замке ликвидности везане за нулту каматну стопу и ограничења која из тога произилазе.

Из свега овога следи да актуелна теоријска парадигма монетарне теорије и праксе данас подразумева флексибилна правила наспрам ограниченој дискрецији. Отуда кандидат закључује да теоријска и практична парадигма монетарне политике и стратегије укључује одговарајући степен независности централне банке, што треба да представља нови стандард монетарне стратегије XXI века.

У *трећем поглављу*, под насловом *"Генеза стратегије монетарне политике развијених економија"* (109-186), кандидат анализира примењене монетарне стратегије у изабраним развијеним економијама. Сама генеза стратегије монетарне политике развијених економија обухватила је искуства и правце различитих стратегија монетарне политике, како у прошлости, тако и у савременим условима. Релевантна питања на која су дати одговори су укључивала практичне консеквенце примене монетарног таргетирања насупрот политици инфлационог таргетирања у изабраним развијеним економијама, са конкретним искуством највећих економија у свету, попут САД-а, Уједињеног Краљевства, Јапана, Немачке и др. У овом делу рада кандидат даје одговор на питање у ком правцу иду монетарне стратегије данас и у будућности. Свакако су од значаја релевантна истраживања које кандидат користи, попут Бернанкеа, Френкела, Карнија, Фрејзера и др. Кандидат закључује да се промене које су се већ догодиле односе, не само на конкретну монетарну стратегију, већ на неки начин на њено преформулисање у изабраним развијеним економијама. Паралелно са тим на основу монетарних стратегија које користе поменуте развијене економије, кандидат закључује да ће централне банке остати зајмодавац у крајњој нужди, као и да се ипак не може занемарити финансијска стабилност привредног система. Отуда изнети резултати од стране кандидата у овом делу истраживања показују да инструменти као што су независни микрофинансијски надзор са битном улогом централне банке у овим областима треба да добију на значају. На основу даљих истраживања у овом поглављу, кандидат потврђује да само разумевање актуелних глобалних монетарних стратегија код водећих развијених економија може да произведе идеје и правце конципирања будућих монетарних стратегија.

Потврда овог дела рада је представљена првенствено кроз ставове Свенсона, Мишкина и др., преко обједињене поруке да је актуелна финансијска криза задесила свет и оспорила уско дефинисање концепта циљане инфлације, уз флексибилно инфлационо таргетирање, које и поред свега не треба одбацити као досадашњи избор монетарне политике у развијеним економијама. Овако изабрани концепт монетарне стратегије преко концепта циљање инфлације у развијеним економијама не треба исхитрено напустити, али га свакако треба преформулисати у складу са новонасталим околностима које је произвела глобална финансијске криза.

Посебно је значајно истаћи да је кандидат успешно извршио анализу досадашњег искуства у примени монетарне стратегије од стране Европске централне банке, са респектабилним показатељима у претходном периоду. Поред тога, кандидат кроз посебан део рада анализира Фед-а, при чему је значајна пажња посвећена практичним импликацијама изабраних стратегија, уз указивање на нека нова решења која ће користити овај систем централних банака. Треба нагласити да механизам трансмисије ЕМУ, или боље речено њен ефекат, делује различитим интензитетом и брзином. Такође, извршена је конкретна анализа стратегија монетарне политике ЕМУ која се базира на правилима, па отуда ЕЦБ улаже велике ресурсе и посебну пажњу придаје економској и монетарној анализи на коју је кандидат ставио посебан акценат.

Од стране кандидата посебном анализом је обухваћено вишедеценијско комплексно понашање ФЕД-а, што је укључивало праћење искуства, праваца и поука на основу спровођења конкретне монетарне стратегије ове централне банке током дужег временског периода, које задире још у 50- те године прошлог века. У наставку анализе кандидат показује зашто су САД и Фед углавном примењивале концепт толерантне монетарне политике током историје, и последицама примене такве стратегије. На крају, посебан успех кандидата се огледа у томе што је кроз своје истраживање приближио последице актуелне примене монетарне стратегије Фед-а, у условима глобалне финансијске кризе, чије последице на многе економије широм света трају до данас.

У четвртој поглављу, под насловом “ Перформансе монетарних стратегија у земљама у транзицији “ (187-245), кандидат обрађује трансформације деловања врховних монетарних установа и перформансе њихових монетарних стратегија у различитим околностима, при чему обухвата временски период од краја 80-тих година XX века до 2013. године. Конкретан допринос кандидата укључује истраживање искуства земаља у транзицији кроз примену (не)адекватне стратегије монетарног таргетирања, таргетирања номиналног дохотка/БДП, таргетирања инфлације и коегзистенције, али и некоегзистенције таргетирања девизног курса и таргетирања инфлације. Кандидат преко конкретне анализе појединих транзиционих економија, користећи ставове појединих економиста, ставља главни акценат на допринос независности централне банке у контролисању инфлације. Независност централне банке је битна са аспекта подизања квалитета институција, што утиче на кредибилитет централне банке у борби против инфлације. Такође, кандидат врло ефектно наводи и

друге примере, првенствено у Европи, али и земљама транзиције Латинске Америке и Јужне Азије. Овде кандидат наводи да са подизањем индекса политичке, економске и финансијске независности долази до повољног нивоа инфлације. Важан сегмент компаративне анализе од стране кандидата обухвата понашање централних банака великих индустријализованих земаља Европе и света које су добиле независност од државне контроле у 70-тим и 80-тим годинама XX века. Као паралелу томе кандидат посебно наводи да земље Источне Европе са стабилизационим програмима и независношћу централних банака су успеле да оборе инфлаторне стопе на прихватљив ниво. Приметно је да највиши индекс независности имају, заправо, источноевропске економије које су 90-тих година XX века имале највише стопе инфлације.

У ЕУ, у међувремену, независност централне банке је постала правни предуслов за чланство у еврозони. Међутим, после финансијске кризе 2007. године пораст јавног дуга је достигао рекордне нивое тзв. нових чланица ЕУ, земљама које су у транзицији. Самим тим је фокус монетарне стратегије и политике усмерен на ценовну стабилност почео да слаби. Број централних банака у Европи, а тиме и централних банака тзв. нових чланица земаља у транзицији је проширивао своје мандате са новим задацима. У том контексту, кандидат наводи да поједини академски кругови наводе да независност централне банке у функцији контролисања инфлације постаје застарео концепт. Отуда питање је да ли би централне банке тзв. нових чланица ЕУ, иначе земаља у транзицији, требале бити подвргнуте државној контроли? То закључује и Џозеф Стиглиц, који уакзује да је заправо ера независних централних банака очигледно близу краја. Отуда, кандидат наводи да је неопходно преиспитати актуелне монетарне стратегије економија у транзицији или евентуално преузети дозирајућа контролисања монетарних стратегија као начин понашања њихових монетарних установа.

Посебан део анализе кандидат је посветио избору режима девизног курса у транзиционим економијама. Према подацима ММФ-а из 2010. године земље са мање развијеним финансијским тржиштима имају тенденцију да користе монетарни агрегат као сидро. Насупрот њима земље са развијеним финансијским тржиштима имају тенденцију да користе концепт циљања инфлације. Оно што кандидат доказује користећи емпиријска истраживања Фредерика Мишкина, кроз искуства земаља тзв. младих тржишта Латинске Америке, је концепт таргетирања девизног курса који је друго најбоље решење после концепта циљања инфлације. С тим у вези кандидат

посебно анализира специфичности валутних криза које су се догодиле у појединим транзиционим економијама, првенствено Латинске Америке и Азије. Конкретан допринос кандидата у овом поглављу се огледа у разматрању ограничења и предности маневарског простора коју је пратио избор валутног одбора и евроизације као начина монетарног осамостаљивања у транзиционим економијама, нпр. у Бугарској, Црној Гори, Аргентини и др. Типичан пример евроизоване економије коју кандидат анализира је Црна Гора. Случај Црне Горе је добар пример да ефекти увођења евра у многим сегментима привреде, а посебно у сфери монетарних дешавања нису имали довољно позитивне ефекте. Кандидат то врло ефектно поткрепљује чињеницама да евроизација није довела, између осталог, до смањења каматних стопа, виших стопа привредног раста, недовољног смањења инфлације и др., нарочито у кризном и посткризном периоду после 2008. године. У овом сегменту анализе, кандидат компаративном анализом упоређује искуства земаља које су увеле концепт валутног одбора и закључује да су исте имале стабилне нивое инфлације. Насупрот њима земље које су одабрале пливајуће девизне курсеве имале су више стопе инфлације.

Према схватању кандидата примена концепта валутног одбора, за разлику од других режима монетарне политике, је показала боље резултате. На основу примене датог валутног режима у појединим привредама у транзицији, нпр. у Бугарској, Босни и Херцеговини и Естонији, дат је подстицај осталим земљама Југоисточне Европе да размотре његово евентуално увођење. Главна примедба кандидата, која се односила на избор монетарне стратегије код земаља у транзицији, је да не постоји универзалан рецепт за примену монетарне стратегије за све земље. Практична искуства су показала да су у земљама у транзицији најбољи макроекономски индикатори од 2000. до 2012. године постигнути захваљујући одабиру концепта валутног одбора и фиксних девизних курсева.

У *петом поглављу*, под насловом *"Ефекти и перспектива стратегије монетарне политике НБС"* (246-295), предмет истраживања кандидата су главне карактеристике монетарне политике НБС. Пажња је посвећена ефикасности (неефикасности) коришћења најбитнијих инструмената, првенствено репо каматне стопе и обавезне резерве као помоћног инструмента монетарне политике. У овом делу рада кандидат је врло садржајно користио податке дескриптивне статистике путем којих је анализирао доприносе појединих компоненти кроз односе активних каматних стопа

НБС, есконтне стопе и стопе инфлације, активе банака и обавезне резерве у Србији у периоду од 2000. до 2013. године.

Кандидат даје посебан значај анализи девизног курса и банкарског кредитирања као најважнијих канала трансмисије монетарне политике, кроз посебан осврт на анализу економског амбијента у Србији. За Србију ово је време монетарних изазова у сусрет захтевима монетарних интеграција ка ЕУ. Кандидат врло ефектно наводи нужне монетарне критеријуме конвергенције као услов уласка у ЕМУ, које Србија на жалост не испуњава. Ове монетарне индикаторе кандидат анализира преко три значајна индикатора, а то су: стопа инфлације, просечна каматна стопа на хартије од вредности НБС и трезорских записа РС и девизни курс *vis-a vis* евро. Кандидат се даље у анализи бави проблемом изузетно високог нивоа евроизације насупрот изабраном концепту таргетирања инфлације у Србији. Даља, али и ближа монетарна транзиција Србије нам указује да су на моменте у претходном десетогодишњем периоду висока инфлација и депресијација динара драстично утицали на (не)поверење у домаћу валуту и погоршали економску ситуацију у привреди Србије. Кандидат на основу доступних податка доказује да смо у поређењу са најнижим стопама инфлације у три земље ЕУ и дугорочним каматним стопама, такође у три земље које имају најниже стопе инфлације још доста далеко од испуњења маастрихтских услова као услова уласка у ЕМУ.

Анализирајући досадашње монетарно искуство Србије, кандидат посебан акценат ставља на ефекте спровођења изабране монетарне стратегије у периоду примене концепта руковођеног девизног курса као номиналног девизног сидра од 2000. до 2006. године. Кандидат анализира и други период од 2006. до 2013. године, где је за номинално сидро коришћена краткорочна каматна стопа као оперативни таргет, уз двонедељне репо операције као инструмента монетарне политике. Основна карактеристика изабране монетарне стратегије у Србији након 2000. године карактерише мешавина политике девизног курса и банкарског кредитирања као најважнијих трансмисионих канала. У овом периоду се користе доста често и интервенције на девизном тржишту као помоћни инструмент монетарне политике, уз допуштање већег степена осцилације девизног курса која нас прати до данашњих дана. Као последицу ових интервенција на девизном тржишту у посматраном периоду имали смо периоде депресијације и апресијације националне валуте. На крају, НБС је доста често користила ригидан инструмент монетарне политике кроз често мењање стопе

обавезне резерве у посматраном периоду. Сви ови инструменти монетарне политике и стратегије у периоду 2000-2013. године су деловали у условима мање-више лоших економски перформанси привреде Републике Србије, што је на крају утицало негативно на ефекте изабране монетарне стратегије.

С тим у вези, кандидат доста темељно наводи ограничења и могућности актуелног концепта таргетирања инфлације у Србији, што је поткрепљено очекивањима кретања стопе циљане инфлације на средњи рок. На основу свега, кандидат предлаже мере и наводи смернице за побољшање домета изабране монетарне стратегије у Србији. Ипак, стоји констатација, кроз посебан осврт у анализи, коју кандидат запажа да само НБС својим монетарним мерама није могла да унапреди дато стање у реалном сектору економије, што је имало итекако ограничавајући ефекат на кретања у привреди Србије.

У закључку докторске дисертације систематизовани су закључци кандидата у вези са проблемима истраживања. Кандидат је на адекватан начин систематизовао основне резултате до којих је дошао у дисертацији, на основу богатог научноистраживачког материјала који је користио. Уз то, извршена истраживања у дисертацији иду у прилог потврди постављених хипотеза чиме је кандидат испунио постављене циљеве истраживања. Делови докторске дисертације су логично повезани у складну целину са изведеним закључним тврдњама. Кандидат је проучавајући релевантну литературу и ослањајући се на податке многих националних и међународних институција, првенствено ММФ-а, НБС, Еуростата, УН и др., успео да спроведе истраживање којим је успео да афирмише полазну претпоставку да на изабране монетарне стратегије на глобалном нивоу велики утицај има прихваћени теоријски концепт монетарне политике и стратегије. Иначе, током XX и почетком XXI века међусобно су супростављени кејнзијански и монетаристички начин размишљања у вези спровођења монетарне стратегије у развијеним и земаља у транзицији. Уосталом, истраживањем монетарних стратегија у докторској дисертацији, кандидат је уочио евидентне разлике код спровођења монетарних стратегија у развијеним и економијама у транзицији. Кандидат наглашава да је недавна глобална финансијска криза условила да се многе централне банке у развијеним и земаљама у транзицији суоче са бројним изазовима које не долазе само из монетарне сфере економије. Конкретно, мапа пута монетарних савременика широм света после недавне глобалне финансијске кризе је да сем познате улоге централне банке као последњег уточишта ликвидности банака је и

додавање нове надзорне и регулаторне улоге. Отуда, улога нове савремене централне банке у развијеним и земљама у транзицији је креирање монетарне политике у ходу сагласно околностима у привреди. Досадашње искуство сугерише да је концепт таргетирања инфлације дао најбоље резултате за одржавање ниске просечне инфлације и ниских инфлационих очекивања у развијеним и економијама у транзицији. Овим се таргетирање инфлације показало као атрактивнија и пожељнија опција између више варијанти примењених стратегија монетарне политике кроз историју до данас. Као резултат тога кандидат децидно предлаже двоструки мандат централне банке који комбинује њен експлицитни мандат посвећен стабилности цена, са имплицитним мандатом посвећеним финансијској стабилности система одређене економије у целини. Фокусирање на финансијску стабилност и микрофинансијски надзор је вероватно највећа промена у циљевима савремене централне банке, било да су оне из развијених или економија у транзицији. Политика каматних стопа код спровођења монетарне стратегије и политике није "савршен" инструмент који је довољан за очување финансијске стабилности. То је заправо један од проширених задатака врховне монетарне власти током и након финансијске кризе. Посебан допринос кандидата се огледа у томе што је указао да ниједан режим девизног курса, ни фиксни ни флексибилни није идеалан за све земље и услове, као што ни било која опција девизног курса није универзална за сва времена. Код избора концепта инфлационог таргетирања многе економије и њихове монетарне установе преферирају инфлационо таргетирање, али себи дозвољавају и малу дискрецију код спровођења монетарне стратегије.

На крају, кандидат врло комплексан приступ анализи представља кроз закључак у поседњем петом поглављу, тј. конкретно преко примене монетарне стратегије у Србији. Оно што је евидентно је да монетарна стратегија НБС је бољи део укупне макроекономске политике у Србији. Међутим, стална варијабилност инфлације током претходног десетогодишњег периода, коју је пратила доста неповољна економска стварност привреде Србије, није ишла у прилог подизању кредибилитета изабране монетарне стратегије наше монетарне установе. Уосталом, монетарни изазови актуелне монетарне стратегије НБС ка ЕМУ нису задовољени. Кандидат закључује да варијације и нестабилност домаће валуте у периоду 2000-2013. године је пре свега последица лошег стања у економији Србије. Кандидат исправно закључује да одабир актуелне стратегије циљања инфлације, уз руковођени флексибилан девизни курс са редовним

прилагођавањима на девизном тржишту, за сада је ипак најадекватније решење за Србију. Проблем за Србију је што инфлација није увек монетарни проблем по природи ствари, већ је резултат и стања у реалном сектору економије и да ту треба тражити одговор. Отуда, инструменти и мере укупне монетарне политике и стратегије у Србији морају бити укомпоновани у макроекономску политику којима кандидат приписује посебан значај.

II

На основу изложеног из свеобухватне анализе, Комисија констатује да је кандидат мр Борис Сиљковић са успехом и у складу са постављеним циљевима приликом пријављивања теме за докторску дисертацију обавио потребна истраживања, пружајући при томе одређени научни, теоријско-методолошки и практичан допринос у области еволуције монетарне стратегије у развијеним и земљама у транзицији. Научни допринос кандидата у истраживању проблематике, која се односи на еволуцију монетарне стратегије у развијеним и земљама у транзицији, истакнут је у оквиру резултата истраживања по појединим поглављима. Овде још једном резимирамо те резултате:

Прво, остварен је допринос у продубљивању теоријске основе примењених монетарних стратегија до сада у економијама различитих степена развијености.

Друго, остварено је свеобухватно представљање еволуције монетарне стратегије кроз практичне ефекте њихове примене у развијеним и економијама у транзицији.

Треће, пружен је допринос у анализи потреба за избором оптималне монетарне стратегије.

Четврто, остварен је допринос у анализи значаја разноврсних карактеристика и феномена примењених монетарних стратегија у развијеним економијама.

Пето, дат је допринос у дијагностицирању проблема и захтеваних перформанси примењених стратегија монетарне политике у земљама у транзицији током и након 80-тих година.

Шесто, извршена је садржајна анализа примењених стратегија, ефеката и перспектива стратегије циљања инфлације НБС, са пројекцијом инфлације у периоду 2000-2018. године.

Седмо, анализирана су значајна искуства богатих и друштвено уређених земаља, али и оних које су у сличној позицији у којој се сада налази Србија, све у циљу испуњавања захтеваних монетарних критеријума ЕМУ.

Осмо, остварен је допринос у вези са предлогом формулисања мера и конкретних смерница које треба имплементирати кроз актуелну стратегију монетарне политике НБС, које би обухватиле и мере ван монетарне сфере.

Девето, остварен је најважнији резултат да еволуција стратегије монетарне политике у развијеним и земљама у транзицији и Србији обухвата сложене институционалне, организационе и техничке промене и решења, чијим се

динамизирањем и унапређењем може постићи узлазна линија, односно прогрес већ одабраних монетарних стратегија.

Комисија констатује да је истраживање обављено коректно и да је кандидат показао потребну способност и знања за обављање научних истраживања, те да су резултати и научни допринос кандидата у свему задовољавајући и сагласни са одредбама Статута Факултета и Закона којима се предвиђају услови за позитивну оцену докторске дисертације.

Сагласно наведеном, *Комисија предлаже Наставно-научном већу Економског факултета у Нишу да прихвати позитивну оцену докторске дисертације мр Бориса Сиљковића под насловом "ЕВОЛУЦИЈА МОНЕТАРНЕ СТРАТЕГИЈЕ У РАЗВИЈЕНИМ И ЗЕМЉАМА У ТРАНЗИЦИЈИ" и одобри њену јавну одбрану.*

У Нишу, 29.9. 2014. године .

ЧЛАНОВИ КОМИСИЈЕ:

1. _____
Проф. др Јадранка Ђуровић-Годоровић,
редовни професор Економског факултета у Нишу

2. _____
Проф. др Борко Крстић,
редовни професор Економског факултета у Нишу

3. _____
Проф. др Александар Живковић,
редовни професор Економског факултета у Београду