

Одлуком Наставно-научног већа Економског факултета у Нишу, бр. 04 – 1028 од 31. 03. 2016. године одређени смо за чланове Комисије за оцену и одбрану докторске дисертације кандидаткиње мр Јелене Васић под називом **УТИЦАЈ ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА НА КВАЛИТЕТ МАКРОЕКОНОМСКИХ ПЕРФОРМАНСИ СРБИЈЕ И ЗЕМАЉА ЦЕНТРАЛНЕ ЕВРОПЕ .**

На основу детаљне анализе рада подносимо следећи

ИЗВЕШТАЈ

1. Основни подаци о докторској дисертацији

Докторска дисертација кандидаткиње мр Јелене Васић под називом **УТИЦАЈ ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА НА КВАЛИТЕТ МАКРОЕКОНОМСКИХ ПЕРФОРМАНСИ СРБИЈЕ И ЗЕМАЉА ЦЕНТРАЛНЕ ЕВРОПЕ** изложена је на 313 страна, укључујући списак коришћене литературе са 221 насловом.

Дисертација се, поред уводних напомена (1-6), закључка (295-303) и списка литературе (304-313), састоји од седам глава и то: прва глава – *Теоријски и емпиријски аспекти важности елемената финансијског система за економски развој* (7-34); друга глава – *Финансијска тржишта и економска криза* (35-74); трећа глава – *Неопходност реформе у регулацији финансијских тржишта на глобалном нивоу као одговор на актуелну економску кризу* (75-111); четврта глава – *Компаративна анализа транзиције финансијског система у Републици Србији и земаља Централне Европе* (112-178); пета глава – *Ниво развијености финансијских тржишта и квалитет макроекономских перформанси земаља Централне Европе* (179-212); шеста глава – *Ниво развијености финансијских тржишта и квалитет макроекономских перформанси Републике Србије* (213-250); и седма глава - *Перспективе развоја финансијских тржишта у Србији на бази искуства земаља Централне Европе* (251-294). У дисертацији се налазе 39 табеларних приказа и 37 графичких експликација.

Комисија констатује да је докторска дисертација урађена у складу са садржајем пријаве и Одлуке о усвајању теме за докторску дисертацију.

2. Анализа дисертације

У *уводним напоменама* кандидаткиња указује на значај и актуелност теме која се обрађује у дисертацији. Потом износи основне циљеве истраживања и дефинише основну хипотезу која ће бити тестирана, односно да финансијска стабилност националне привреде је предуслов макроекономске стабилности, а адекватно регулисана и развијена финансијска тржишта доприносе квалитету макроекономских перформанси. Затим објашњава методе које су коришћене у истраживању и даје краћи опис структуре рада.

Предмет истраживања у дисертацији јесте анализа релевантних теоријских ставова у међународној литератури о финансијама и привредном расту, као и преглед значајних емпиријских истраживања о корелацији нивоа развијености финансијских тржишта и макроекономских перформанси у савременим тржишним привредама. Осим тога, презентована је генеза актуелне економске кризе и сагледано место и улога финансијских тржишта у овом процесу. Посебан сегмент истраживања односи се на апострофирање значаја адекватне форме регулације финансијских тржишта не само у транзиционим и тржишним привредама, већ и на глобалном нивоу. У том контексту анализирано је место и улога финансијских тржишта у процесу транзиције финансијских система Републике Србије и изабраних привреда Централне Европе (ЦЕ5), као и квантификација везе између нивоа развијености финансијских тржишта и индикатора квалитета макроекономских перформанси у Републици Србији и изабраних привреда ЦЕ5.

У складу са дефинисаним предметом истраживања урађена дисертација је имала за циљ да се на основу искустава земаља Централне Европе (Мађарске, Словеније, Словачке, Чешке и Пољске - ЦЕ5) пружи смернице креаторима макроекономске политике у погледу усклађивања финансијског са економским развојем привреде Србије. Овако амбициозан циљ истраживања било је могуће остварити јер је пружен одговор на питање да ли су финансијска тржишта у земљама ЦЕ5 дала допринос транзицији привредних система и побољшању макроекономских перформанси и каква је улога овог, носећег, елемента финансијског система у времену актуелене економске кризе у њима.

Приликом израде докторске дисертације кандидаткиња је користила стандардне методолошке принципе истраживања у економској науци прилагођене дефинисаном предмету проучавања. Страна и домаћа литература посвећена финансијском и економском развоју су биле полазна основа анализе. За презентовање података коришћени су табеларни и графички прикази, ради економичности у научном закључивању. Поред тога коришћене су статистичко-економетријске методе.

Прва глава дисертације (стр. 7-34) носи назив *Теоријски и емпиријски аспекти важности елемената финансијског система за економски развој*. Уводног је карактера. У њој кандидаткиња успоставља гносеолошку и емпиријску основу за потврду постављених хипотеза. У макроекономској теорији могуће је пронаћи велики број аутора који полазе од тога да финансијски систем функционише без озбиљнијих проблема – чак толико "глатко" да га треба изоставити из озбиљних теоријских разматрања. Да су оваква поимања наишла на одзив, говори и чињеница да популарна парадигма о реалним пословним циклусима функционише на бази хипотезе да је финансијска структура привреде ирелевантна за разматрање. Главна интеракција између реалног и финансијског сектора, по овом приступу, јесте исход са тржишта робе и производних услуга, а никако учинак тржишта на коме се тргује финансијским средствима. Крај осамдесетих година прошлог века интензивирао је интересовање за проучавање могућих веза између финансијског система и агрегатног аутопута. Овакво интересовање делимично је узроковано ставом појединих истраживача и креатора макроекономских политика да финансијска тржишта и посебно финансијске институције заслужују озбиљну пажњу јер значајно условљавају динамику и раст агрегатног аутопута. Други узрок лежи у перманентном усавршавању метода академских и практичних истраживања. Ово је имало за последицу да, у протеклих двадест година, анализа историјских и савремених података афирмише изучавање финансијског аспекта привредног развоја. С тим у вези, у овом делу докторске дисертације представљена је еволуција теоријских и емпиријским разматрања на тему

интеракције реалног и финансијског сектора и презентована актуелна теоријска достигнућа. Актуелне теоријске постулате о значају финансијских тржишта последња финансијска криза подвргла је озбиљном преиспитивању. Управо је то разлог што је друга глава дисертације посвећена овој проблематици.

Друга глава (стр. 35-74) рада посвећена је детаљној анализи преломних периода који су значајно уздрмали функционисање глобалног финансијског тржишта. У складу са тим кандидаткиња је најпре, извршила осврт на неолибералну доктрину и раст глобалних финансијских тржишта током претходне две деценије. Након тога фокус истраживања преусмерен је на анализу и узроке Азијске финансијске кризе. Ово из разлога што је Азијска криза проузроковала озбиљне економске турбуленције у земљама Југоисточне Азије и прелила се на остале земље у успону (енг. *emerging economies*), преваходно Русију и Бразил. Аналитичким приступом кандидаткиња је расветлила ток Азијске кризе од 1997. до 1999. године. Апостофирани су узроци кризе: нерегулисани и корумпирани банкарски сектор, непостојање контроле кретања капитала и политике девизног курса које су резултирале озбиљним дефицитима биланса по текућим трансакцијама. Осима азијске, кандидаткиња је анализирала и последњу Глобалну финансијску кризу. Наиме, почетак Глобалне финансијске кризе, у првој половини 2007. године, везује се за период јефтиног новца и кредитне експанзије која је највећим делом резултирала куповином некретнина и луксузних потрошних добара. Кандидаткиња јасно уочава да је узрок ове кризе неодговорна политика брзих и ризичних кредита које су давале финансијске институције. Ове кредите су те исте финансијске институције осигуравале, док бесконачни раст реосигурања кредита и тржишта свопова није превазишао вредност реалне привреде и постао распрснути „мехур од сапунице“ како се то сликовито описује у дисертацији. Анализа ових криза успела је да се осим познатих идентификују и скривени узроци финансијских криза који у значајној мери разарају квалитет макроекономских перформанси савремених привреда.

Трећа глава дисертације (стр. 75-111) пружа упоредну анализу регулаторног оквира за очување стабилности финансијског система у изабраним земљама и посвећена је детаљној анализи процеса реформи финансијских тржишта, како у тржишно оријентисаним тако и у банкарско доминантним финансијским системима, како би се дошло до глобалних принципа регулаторног оквира у сфери финансија. Уважавајући чињеницу да земље које су обухваћене истраживањем у дисертацији одликује банкарски оријентисан финансијски систем, у овом делу дисертације кандидаткиња је детаљно анализирала регулаторни приступ за очување стабилности финансијског система ЕУ. Након тога извршен је преглед реформи у регулацији финансијских тржишта у САД, као класичног тржишно-оријентисаног финансијског система. Разноликост националних решења на овом пољу, у амбијенту финансијске глобализације, створила је потребу за глобалним третманом овог проблема, те се посебан део дисертације бавио и овим питањем. У посебном делу су приказани нови регулациони оквир Базелског комитета за надзор банкарског сектора.

У *четвртој глави* дисертације (стр. 112-178) кандидаткиња се фокусира на анализу транзиције финансијског система Србије и реперних земаља Централне Европе (ЦЕ5). Овај део дисертације пружио је упоредну анализу транзиције финансијског система, кроз сегменте истраживања улоге финансијског тржишта у процесу приватизације, реформу банкарског сектора и анализу достигнутог степена развијености и детерминанти финансијских тржишта. Искуство селектованих привреда ЦЕ5 је изузетно значајно, јер се тај процес са 10 година закашњења реализовао у српској привреди. Искуство је полазало да финансијски системи имају посебан значај у

земљама у транзицији. Показало се да су банке, услед неразвијености финансијског тржишта, примарни канал финансирања привреде. У дисертацији је јасно приказано да је финансијски систем Србије, након 2000. године, потпуно отворен за улазак страних банака. Пружен је критички осврт на економску политику Србије у транзиционом периоду до појаве Глобалне кризе, која се базирала на прекомерној јавној и личној потрошњи, расту спољне задужености и неефикасној приватизацији, што је довело до негативне промене привредне структуре наше земље. Такође је апострофирана чињеница да је макроекономски амбијент у Србији превасходно детерминисан наслеђеном привредном структуром из периода пре транзиције, периодом рата и санкција, економском политиком после 2000. године и последицама Глобалне финансијске кризе. Са друге стране, кандидаткиња у овом делу дисертације указује да су резултати транзиције у земљама ЦЕ5 различити по земљама, при чему је заједничка карактеристика да су успеле да значајно модификују своју привредну структуру, након почетног успоравања привредног раста. Изградња институција је омогућила брзу интеграцију ових земаља у светску привреду. Либерализација тржишта и формирање ефикасних институција у финансијском сектору представљало је значајан изазов за земље у транзицији, посебно услед чињенице да је формирање тржишно оријентисаних банкарских система отпочело без претходних искустава. У земљама ЦЕ5 су постојали проблеми примене правила финансијске контроле без транспарентности пословања. Након прихватања контролних правила Европске уније, системских решења и едукације, већина ових земаља је постигла запажен напредак у развоју тржишта капитала, након чега следи унапређење тржишне инфраструктуре и ефикасности.

Пета глава дисертације (стр. 179-212) носи назив *Ниво развијености финансијских тржишта и квалитет макроекономских перформанси земаља Централне Европе*. У овом делу рада кандидаткиња квантифицира везу између нивоа развијености финансијских тржишта и одабраних макроекономских показатеља (привредни раст, запосленост, инфлација, стране директне инвестиције и текући рачун платног биланса) у временском интервалу од 1990. године до данашњих дана. У овом делу дисертације применом стандардног регресионог модела недвосмислено је показано да је ниво развијености финансијских тржишта мерен тржишном капитализацијом као проценат БДП имао статистички значајан утицај на ценовну стабилност у анализираним земљама Централне Европе. Висока статистичка значајност изостала је код страних директних инвестиција, запослености и билансу по текућим трансакцијама.

Шеста глава докторске дисертације (стр. 213-250) посвећена је детаљној анализи узрока и динамике одабраних макроекономских показатеља на нивоу Србије за период од 2000. године до данашњих дана. У анализи су коришћени доступни подаци из базе података ММФ-а, Народне банке Србије и Републичког завода за статистику. Ниво развијености финансијског тржишта представљен је индикаторима који су изведени на основу доступних података у бази (укупна вредност акција којима се тргује као % БДП, вредност премија животног осигурања као % БДП и банкарски депозити као % БДП). Квалитет макроекономских перформанси исказан је преко пет показатеља: бруто домаћи производ, стопа незапослености, стопа инфлације, стране директне инвестиције и текући рачун платног биланса.

Кандидаткиња је показала да економске реформе у периоду од 2000. године нису резултирале значајним унапређењем и повећањем улоге финансијских тржишта у економском развоју, што је додатно отежало приступ изворима финансирања. Неразвијено тржиште капитала индиковало је мање учешће небанкарских извора финансирања у пословању сектора привреде, што је утицало на спорији темпо

привредног раста. Доминација банкарског сектора у финансијском систему Србије резултирала је нарастањем проблема ненаплативих кредита од 2008. године и додатним турбуленцијама услед лоших пласмана појединим интересним групама.

Седма глава докторске дисертације (стр. 251-294) носи назив *Перспективе развоја финансијских тржишта у Србији на бази искуства земаља Централне Европе*. У овом делу дисертације кандидаткиња, на основу специфичности транзиционог развоја финансијског система кроз који су прошле земље Централне Европе, уз анализу специфичности савременог глобалног финансијског система и Глобалне економске кризе, указује на потенцијале развоја финансијског система Србије у наредном периоду. Основ за овакав приступ чини конструисани економетријски модел који је показао да, уз примену клаузеле *ceteris paribus* (под осталим непромењеним околностима), уколико се у некој ЦЕ5 земљи у једној години повећа Тржишна капитализација (исказана као учешће у БДП–у, у %) за 1%, то условљава раст реалне стопе привредног раста у тој години за 0,79%. Приказани модел је у складу са теоријским постулатима и полазном хипотезом. Исти је применљив у 68,85% обсервација у земљама ЦЕ5, у периоду од 2002. до 2013. године. Оваква снажна емпиријска подршка била је основа за конципирање смерница и перспектива даљег развоја финансијских тржишта као механизма одржавања макроекономске стабилности у Србији.

У *закључном делу* дисертације, кандидаткиња резимира поглавља и систематизује резултате истраживања како би показала резултат тестирања постављених хипотеза.

Имајући у виду целину дисертације, могуће је уочити логичан редослед анализе дате проблематике. На почетку кандидаткиња даје теоријску и емпиријску експликацију повезаности финансијског и привредног развоја. Потом, указује на важност адекватног регулационог оквира у контексту последње финансијске кризе. Потом се акценат у истраживању ставља на компаративну анализу транзиције финансијског система Србије и селектованих земаља Централне Европе. Резултати тог транзиционог процеса су добра полазна основа за смернице креатора економске политике у Србији о важности стварања институционалних предуслова за развој финансијских тржишта у Србији. Кандидаткиња је недвосмислено показала да је финансијска стабилност националне привреде предуслов макроекономске стабилности, а адекватно регулисана и развијена финансијска тржишта дају стимуланс побољшању квалитета макроекономских перформанси.

3. Оцена дисертације

Дисертација кандидаткиње мр Јелене Васић, под називом УТИЦАЈ ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА НА КВАЛИТЕТ МАКРОЕКОНОМСКИХ ПЕРФОРМАНСИ СРБИЈЕ И ЗЕМАЉА ЦЕНТРАЛНЕ ЕВРОПЕ писана је јасним стилем. Коришћена је релевантна литература, што је омогућило да се спроведе научно утемељено истраживање и донесу аргументовани закључци у виду потврђивања полазних хипотеза о предмету истраживања.

Проучавајући теоријске и емпиријске постулате о повезаности финансијског и економског развоја кандидаткиња је успоставила директну везу између развоја финансијских тржишта, с једне, и побољшање квалитета макроекономских перформанси у земљама Централне Европе, с друге стране.

Оваква сазнања су посебно важна за перспективе развоја финансијских тржишта у Србији. Ово посебно из разлога што је Србија имала свој специфичан транзициони пут. Наиме, након прве, Србија је ушла у другу фазу транзиције, која представља нови почетак процеса кретања ка тржишној привреди од 2000. године. Ову фазу карактерише веома сложена и тешка макроекономска позиција, након деценијске изолације привреде (период 1990–1999. године). У оваквим околностима су и услови одржавања стабилности домаћег финансијског система, који је заснован на посредовању банака, додатно отежани. Стога се у дисертацији апострофира да је стратегијски циљ јачања финансијског система у Србији очување потенцијала раста и стабилности банкарског сектора али уз повећање конкурентности свих облика финансијског посредовања. Посебно значајан сегмент реформи треба да обухвата и системе директног финансирања, посебно развој институционалних механизма за емитовање дужничких хартија од вредности приватног (и јавног) сектора, чиме би се додатно стимулисало финансирање инвестиција, као једног од два најважнија агрегата бруто домаћег производа у наредним година. Компаративна анализа транзиционих индикатора Србије и пет селектованих земаља Централне Европе (ЦЕ5) је показала да су земље ЦЕ5 у свим сегментима реформи остваривале боље резултате. Компаративна анализа показатеља развијености елемената финансијског система у Србији и ЦЕ5 и њихова веза са показатељима квалитета макроекономске перформансе је показала да постоје корелације између посматраних варијабли и у ЦЕ5 и Србији. На крају је моделирана веза између нивоа развијености финансијских тржишта и привредног раста у пет селектованих земаља Централне Европе, како би се на основу њиховог искуства указало на потребу развоја финансијских тржишта у Србији.

Резултати емпиријских истраживања су показали да развој финансијских тржишта у земљама ЦЕ5 води остварењу виших стопа привредног раста, уз позитиван утицај на макроекономске перформансе привреде. Пораст учешћа тржишне капитализације за 1% БДП–а, током једне године, утиче на интензивирање реалне стопе привредног раста за 0,79 процентних поена у истој години на примеру земаља ЦЕ5. Регресиони модел је обухватио и утицај финансијске кризе, чиме је доказано да је глобална финансијска криза имала негативан утицај на реалну стопу раста БДП–а у земљама ЦЕ5. Добијени резултати истраживања у дисертацији представљају адекватан репер оцени значаја финансијског тржишта за економски развој у Србији. У условима када се економска политика земље ослања на инвестиције и извоз као основне детерминанте привредног раста и развоја у наредном периоду, као и јачање сектора малих и средњих предузећа, јасно је да су извори финансирања важан предуслов реализације наведених циљева. На бази искустава земаља Централне Европе у дисертацији се апострофира да развој различитих облика финансијског посредовања треба да делује у правцу смањења трошкова финансијског посредовања и обезбеђивања веће доступности извора финансирања свим корисницима привредног сектора. Отуда и порука да је неопходно развијати алтернативне системе финансијског посредовања како би се повећала понуда финансијских услуга и трасирао ефикаснији пут развоја финансијског система Србије у наредним годинама.

На основу добијених резултата, кандидаткиња извлачи логичан закључак да је унапређење нивоа развијености финансијских тржишта у Србији, уз адекватан систем регулације, могући дугорочно одрживи начин за унапређење квалитета макроекономских перформанси у Србији.

Закључак

Имајући претходну анализу у виду, Комисија закључује да је кандидат показао способност за обављање научних истраживања, која је самостално успешно обавио и дошао до значајних резултата, те позитивно оцењује докторску дисертацију.

На основу напред изнесених констатација, Комисија предлаже Наставно-научном већу Економског факултета у Нишу да усвоји позитиван извештај о урађеној докторској дисертацији кандидата мр Јелене Васић под називом **УТИЦАЈ ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА НА КВАЛИТЕТ МАКРОЕКОНОМСКИХ ПЕРФОРМАНСИ СРБИЈЕ И ЗЕМАЉА ЦЕНТРАЛНЕ ЕВРОПЕ** и одобри њену јавну одбрану.

У Нишу, 18. 04. 2016.

КОМИСИЈА

Др Игор Младеновић, ванредни професор Економског факултета Универзитета у Нишу

Др Срђан Маринковић, редовни професор Економског факултета Универзитета у Нишу

Др Данијела Деспотовић, ванредни професор Економског факултета Универзитета у Крагујевцу
