

**НАУЧНО-НАСТАВНОМ ВЕЋУ
ЕКОНОМСКОГ ФАКУЛТЕТА УНИВЕРЗИТЕТА У НИШУ**

Одлуком Наставно-научног већа Економског факултета у Нишу број 04-1467 од 05.07.2018. године одређени смо за чланове Комисије за оцену и одбрану докторске дисертације кандидата мр Веселина Пјешчића под називом “МОГУЋНОСТИ И ОГРАНИЧЕЊА ПОЛИТИКЕ ДЕВИЗНОГ КУРСА У КОНТЕКСТУ СТРАТЕГИЈЕ ЦИЉАЊА ИНФЛАЦИЈЕ”.

Након анализе достављене докторске дисертације подносимо следећи

ИЗВЕШТАЈ

І БИОГРАФСКИ ПОДАЦИ

Веселин Пјешчић, рођен је 1971. године у Гацку. Дипломирао на Економском факултету у Београду 1996. године, на смеру Финансије, банкарство и осигурање, са просечном оценом у току студија 9,72. Магистрирао је на матичном факултету 2001. године, на тему “Независност централне банке и макроекономска стабилност”.

Након завршених студија ангажован је на Економском институту у Београду, у Центру за финансијски консалтинг. Од марта 1997. до марта 1998. године радио је у Беобанка осигурању, у Сектору за развој и истраживање. Од марта 1998. године стално запослен у Народној банци Југославије, односно Народној банци Србије, где се од 2003. године налази на месту генералног директора Сектора за послове монетарног система и политике.

Боравио на бројним стручним усавршавањима у земљи и иностранству. Такође, представљао Народну банку Србије на бројним конференцијама и стручним скуповима у земљи и иностранству из области макроекономске теорије и монетарне политике.

Од 2000. године стални члан редакције стручног часописа „Месечне анализе и прогнозе“ (МАП), у издању Института економских наука у Београду, а потом и часописа „Макроекономске анализе и трендови“ (МАТ), у издању Економског института у Београду.

Аутор је више радова објављених на научним скуповима и у часописима националног значаја.

II АНАЛИЗА ДОКТОРСКЕ ДИСЕРТАЦИЈЕ

Докторска дисертација кандидата мр Веселина Пјешћића под називом “МОГУЋНОСТИ И ОГРАНИЧЕЊА ПОЛИТИКЕ ДЕВИЗНОГ КУРСА У КОНТЕКСТУ СТРАТЕГИЈЕ ЦИЉАЊА ИНФЛАЦИЈЕ“ презентована је на 340 страна куцаног текста, укључујући списак коришћене литературе са 179 референци у виду књига, монографија, чланака и интернет извора. За израду докторске дисертације кандидат је користио 18 табела, 3 слике, 34 графикона и бројне математичке релације. Саставни део докторске дисертације су и 10 прилога изложених на 86 страна, где су презентовани резултати економетријске анализе за поједине делове докторске дисертације: 8.1; 8.3; 9.1; 9.1.1; 9.2; 9.3; 9.4; 9.5; 10.2.1; 10.2.; 11.2; 12. Дисертација се, поред *Увода* и *Закључка*, састоји из четири дела: I Теоријски оквир (стр. 5-83); II Таргетирање девизног курса и циљање инфлације (стр. 84-113); III Анализа политике и динамике курса динара у Србији (стр. 114-207); IV Могућности таргетирања курса динара (стр. 208-236).

Аутор је у раду пошао од тезе да се због значаја који курс динара има у Србији и карактеристика и специфичности домаће привреде, његово кретање не може препустити искључиво тржишним снагама и индиректном управљању, како то у основи подразумева стратегија циљања инфлације. Да би проверио могућност директног управљања курсом динара у оквиру циљања инфлације, аутор је пошао од теоријских основа које се односе на одређивање курса и теоријских основа стратегије циљања инфлације. Након приказа релевантних теоријских основа, аутор детаљно истражује и анализира значај и ефекте које курс динара има на кретање цена, али и шире макроекономске перформансе у домаћој привреди, а затим анализира ефикасност инструмената монетарне политике на кретање курса и могућности директног и индиректног утицаја на та кретања.

Поред стандардних метода које се употребљавају у анализи, метода индукције и дедукције, коришћена је и компаративна анализа кретања изабраних макроекономских варијабли Србије и групе одабраних земаља. Такође, поред квалитативне анализе рад обухвата и обимну емпиријску и квантитативну анализу која се базира на коришћењу статистичких и економетријских метода и техника којима су идентификовани и квантификовани значај и утицај кретања курса на цене и изабране макроекономске величине, као и утврђивање основних детерминанти формирања курса и њихов утицај на кретање курса динара. Такође, квалитативно и квантитативно су анализирана кретања на девизном тржишту и ефекти интервенција Народне банке Србије на међубанкарском девизном тржишту.

Рад се састоји од четири дела, при чему сваки део садржи по три поглавља. У прва два дела рада аутор је представио изабране теорије одређивања девизног курса и основне карактеристике циљања инфлације, док су у трећем и четвртном делу рада представљени основни резултати спроведеног ауторовог истраживања о улози коју курс динара има у домаћој привреди и о могућностима директног и индиректног утицаја на кретање курса.

Аутор је у првом делу рада под насловом Теоријски оквир дао приказ основних карактеристика различитих режима курса и изабраних теорија и модела одређивања курса. У првом поглављу првог дела, аутор даје приказ основних карактеристика фиксног и флексибилног режима курса. Аутор указује на то да је суштина избора између потпуно фиксног и потпуно флексибилног девизног курса повезана са одлуком о томе да ли се већи значај додељује мањој волатилности девизног курса или већој аутономији у спровођењу монетарне политике. Аутор полази од теоријског модела и даје приказ основних карактеристика фиксног и флексибилног режима као апсорбера шокова и инструмента за изградњу кредибилитета. Аутор указује на основне резултате приказаног теоријског модела, да је флексибилни курс бољи изолатор привредне активности наспрам реалних шокова, док је режим фиксног курса бољи изолатор номиналних шокова. Аутор истиче да анализа инфлације у наведеном контексту указује на то да ће просечна инфлација у оба режима бити иста, али да ће варијабилитет инфлације бити већи у случају флексибилног режима.

У наставку, аутор даје приказ основних фактора који опредељују избор појединих режима курса. Аутор указује да избор између фиксног и флексибилног режима зависи од карактеристика и специфичности земље. Аутор наглашава да се при одлуци о режиму курса примарно посматра историја кретања инфлације. Истиче да је у земљама са историјом високе инфлације, фиксни курс ефикасан у сламању инфлације и јачању антиинфлаторног кредибилитета централне банке, а да је флексибилни режим погодан за земље са историјом чврсте и здраве макроекономске политике, али које су изложене знатним реалним шоковима.

Даље, аутор указује да се суштинска разлика између појединих режима девизног курса тиче њихове флексибилности и да је избор режима који се налази између два екстрема мотивисан настојањем да се искористе предности оба екстремна режима и истовремено умање њихови недостаци. Након датих основних карактеристика и предности фиксног и флексибилног режима курса, аутор даје приказ основних класификација режима.

Аутор указује на то да је кретање курса и понашање монетарних ауторитета у пракси одступало од званично класификованог режима курса, што је резултирало тзв. *de facto vs de jure* феноменом класификације режима. Аутор посебно наглашава да су спроведена истраживања открила два феномена у понашању монетарних ауторитета, тзв. „страх од фиксирања“ и тзв. „страх од пливања“. Валуте земаља које су биле званично у режиму фиксног курса биле су изложене честим девалвацијама због чега је режим више личио на флексибилан него на фиксни, испољавајући „страх од фиксирања“. Валуте других земаља, чији је официјелни режим био флексибилан, испољавале су „страх од пливања“ ослањајући се на употребу каматне стопе и девизних резерви за утицај на кретање девизног курса.

Аутор указује да је након валутних криза осамдесетих и деведесетих година, у стручним расправама постала актуелна тзв. биполарна хипотеза девизних режима, према којој ће се у будућности земље кретати из групе средишњих режима ка фиксном или пливајућем режиму. Међутим, како аутор истиче, ова хипотеза је демантована у пракси, будући да своју популарност биполарна хипотеза губи након избијања кризе у Аргентини почетком 2000-тих, која је била у режиму валутног одбора, тако да и данас многе земље примењују средишње режиме, супротно биполарној хипотези.

У наставку овог поглавља аутор даје приказ спроведених емпиријских истраживања која анализирају утицај режима курса на макроекономске перформансе и валидност биполарне хипотезе. Како аутор истиче, различите студије дају различите оцене ефеката режима курса на економске перформансе привреде. Аутор наглашава, да иако анализе нуде различите и често контрадикторне налазе за исти аспект посматрања, оно око чега постоји сагласност јесте позитиван утицај фиксног режима на стабилност цена, која има готово општу емпиријску потврду. Општи закључак извршених анализа утицаја режима курса на инфлацију јесте тај да је фиксни режим повезан с нижом стопом инфлације. Међутим, аутор указује на то да су разлике изражене у истраживањима која се односе на утицај режима на привредни раст, будући да спроведене анализе не пружају јасне доказе да неки одређени режим значајно повећава привредни раст. Аутор даје приказ више истраживања: прво, истраживања која налазе да средишњи режими носе са собом бржи привредни раст од осталих режима; друго, истраживања која налазе да пливајући режим даје највише стопе привредног раста и да у земљама у развоју фиксни режим носи са собом ниже стопе раста и већу варијабилност производа и треће, истраживање које налази да је привредни раст већи у фиксном режиму него у флексибилном режиму.

Аутор у посебном делу указује на импликације избора фиксног режима и аутономију монетарне политике. Аутор истиче да одлука о томе да ли фиксирати или не фиксирати девизни курс детерминише избор монетарне политике и способност да се одржава отворено тржиште капитала, или обоје. Аутор даје приказ истраживања ове релације и наглашава да земље с флексибилним режимом у дугом року прате промене каматне стопе земље сидра, али да у кратком року имају много више слободе од земаља с фиксним курсом, што имплицира и закључак да трилема отворене привреде и даље постоји, да земља не може имати фиксни курс, слободно кретање капитала и аутономну монетарну политику.

У другом поглављу првог дела аутор представља прву групу одабраних теорија одређивања девизног - моделе парцијалне равнотеже. У овом делу представљени модели парцијалне равнотеже укључују апсолутну и релативну верзију паритета куповних моћи, покривени паритет каматних стопа, непокривени паритет каматних стопа и међународни *Fisher*-ов паритет.

Аутор даје приказ обе верзије паритета куповне моћи и наглашава да се ове теорије сматрају дугорочном теоријом равнотежног девизног курса, у смислу да су у кратком року могуће девијације од паритета куповне моћи, али да се активирају снаге које враћају курс ка његовом паритету куповне моћи у дугом року. Аутор даље указује на то да паритет куповне моћи може, али не мора увек бити задовољен и наводи основне разлоге који се у литератури сматрају разложима одступање од паритета куповних моћи, а то су: царинске и нецаринске баријере, транспортни трошкови, трговински поремећаји, релативне цене неразмјенивих добара и услуга, тзв. *Balassa-Samuelson*-ов ефекат и различите методологије које се примењују код формирања индекса цена.

Аутор даје приказ функционисања паритета покривених и непокривених каматних стопа и међународног *Fisher*-овог паритета. Аутор указује да док паритет покривених каматних стопа обухвата релацију између каматних стопа у две земље, с једне стране, и текућег (спот) и будућег (форвард) девизног курса, с друге стране, паритет непокривених каматних стопа успоставља релацију између очекиване промене у текућем (спот) девизном курсу и каматном диференцијалу

између две земље. Према паритету непокривених каматних стопа, очекивана промена у текућем (спот) девизном курсу једнака је каматном диференцијалу између две земље.

У наставку аутор представља међународни *Fisher*-ов ефекат и указује да би према овом услову очекиване промене девизног курса требало да буду једнаке разлици у каматним стопама између две земље, што произлази и из паритета непокривених каматних стопа али под различитим условима. Аутор наглашава да је међународни *Fisher*-ов паритет усмерен на очекивану инфлацију и изведен је анализом ефеката очекиване инфлације и ефеката разлике у инфлацији између две земље на промене девизног курса.

На крају овог поглавља, аутор даје приказ неких од емпиријских истраживања која су тестирала валидност представљених парцијалних теорија одређивања курса. Аутор указује на то да велики број истраживања анализира валидност паритета куповних моћи и да ове студије карактеришу различити периоди посматрања, различите валуте, различите спецификације и различити методи оцене, као и да су резултати и налази емпиријских истраживања различити. Аутор указује да, иако су налази спроведених истраживања различити, генерално постоји сагласност о важењу паритета куповних моћи али само у дугом року, док у кратком року може доћи до одступања од важења ове хипотезе. Аутор даље указује да емпиријска истраживања о паритету покривених каматних стопа у највећем броју случајева потврђују његову валидност. Међутим, истиче и да бројна емпиријска истраживања нису потврдила валидност паритета непокривених каматних стопа. Аутор приказује нека од истраживања и указује да спроведена истраживања нису нашла доказе да земље с вишим каматним стопама у просеку бележе тенденцију депрецијације девизног курса, односно слабљење своје валуте. Аутор указује на то да је управо обрнуто, да нађени докази указују на то да валуте са вишим каматним стопама имају тенденцију јачања.

Аутор у *трећем поглављу* првог дела даје приказ изабраних теорија и модела одређивања девизног курса: *Mundell-Fleming*-ов модел с фиксним ценама, монетарни модел с флексибилним и инертним ценама, модел притиска на девизном тржишту, равнотежна портфолио теорија, модел валутне супституције, теорија тржишне микроструктуре у одређивању курса и модел који у формирање курса уводи новости.

Пре формалног приказивања наведених модела, аутор истиче да се једна од подела модела који објашњавају детерминанте девизног курса базира на разлици између тзв. токова и стокова. Традиционална литература о девизном курсу базира се на токовима робе и услуга у платном билансу. Међутим, како аутор истиче, у веома кратком року, само кретање капитала објашњава промене у девизном курсу или платном билансу. Биланс плаћања и девизни курс одређени су тражњом и понудом финансијских средстава, а не плаћањима повезаним с токовима добара и услуга. Аутор наглашава да су због тога модели који објашњавају кретање девизног курса у веома кратком периоду названи имовинским моделима. Аутор даље указује да се имовински модели даље деле у две категорије: једна, у којој су домаћа и страна средства перфектни супститути и где постоји бесконачна каматна еластичност токова капитала, и друга, у којој постоји имперфектна супституција и ограничена каматна еластичност токова капитала. Аутор даље истиче да су први познати као монетарни модели, а други као портфолио модели.

У наставку овог поглавља аутор даје приказ одабраних теоријских модела одређивања курса, претходно наводећи основне карактеристике модела и претпоставке модела, а након тога презентујући њихов формални приказ и факторе који утичу на одређивање курса. Аутор даје формални приказ *Mundell-Fleming*-овог модела и указује на то да је у овом моделу курс одређен макроекономским факторима, као што су релативне цене, доходак и каматне стопе. Аутор истиче да је девизни курс директно и позитивно повезан с релативним ценама и релативним реалним доходком, док је негативно повезан с диференцијалом каматних стопа. Аутор наглашава да ће, према *Mundell-Fleming*-овом моделу одређивања курса, повећање релативних цена резултирати у пропорционалној депрецијацији домаће валуте, повећање у домаћем реалном доходу у односу на страни доходак водиће депрецијацији домаће валуте, а повећање у домаћој номиналној каматној стопи водиће апрецијацији домаће валуте. Аутор је у наставку указао на посебан допринос овога модела за анализу утицаја мобилности капитала на ефекте монетарне и фискалне политике у различитим режимима курса.

Аутор даје приказ монетарног модела са флексибилним ценама и истиче да монетарни модел с флексибилним ценама указује на то да је девизни курс, као релативна цена двеју националних валута, одређен релативном понудом новца, релативним доходком и диференцијалом каматних стопа, што значи да ће повећање домаће понуде новца резултирати пропорционалном депрецијацијом домаће валуте, да ће повећање у домаћем реалном доходу водити апрецијацији домаће валуте и да ће повећање у домаћој номиналној каматној стопи водити депрецијацији домаће валуте. Аутор наглашава да је текућа путања девизног курса одређена не само текућим нивоом домаће понуде новца већ и очекиваним нивоом и стопом раста понуде новца. Уколико монетарни фактори детерминишу и ниво цена и каматну стопу, девизни курс рефлектује не само вишак домаћег над страним нивоом цена (вишу инфлацију) већ и већу домаћу каматну стопу од стране каматне стопе. У наставку аутор даје приказ алтернативних спецификација монетарних модела са флексибилним ценама који су развијени услед слабе емпиријске потврде важења монетарног модела с флексибилним ценама.

Аутор даље даје приказ основних карактеристика монетарног модела с инертним ценама. Аутор посебно указује да је специфичност монетарног модела с инертним ценама да је девизни курс у кратком року одређен релативним каматним стопама када су цене добара фиксне, али у дугом року релативном понудом новца када се цене добара потпуно прилагоде монетарној експанзији и када се у дугорочном стабилном стању реализује монетарна неутралност. Аутор истиче да зато што цене добара реагују спорије на повећање номиналне понуде новца, долази до реалног повећања понуде новца, проузрокујући ликвидносно индуктовани пад у домаћој каматној стопи, што заузврат узрокује „пребацавање“ дугорочне вредности девизног курса. Међутим, даље указује да је у дугом року, реално повећање у понуди новца у потпуности компензовано пропорционалним повећањем домаћих цена и девизног курса, услед чега се каматна стопа, релативне цене и реални доходак враћају на претходни ниво, одржавајући монетарну неутралност. Аутор посебно истиче сличности и разлике у односу на *Mundell-Fleming*-ов модел и монетарни модел с флексибилним ценама, након чега даје приказ алтернативних спецификација монетарног модела с инертним ценама.

Аутор у наставку даје приказ монетарног модела притиска на девизно тржиште. Наглашава да је овај модел конструисан услед уочене слабости дотадашњих монетарних модела одређивања девизног курса и монетарног модела одређивања платног биланса, с намером да овај модел у режиму руковођено пливајућег курса објасни притиске на девизне резерве и девизни курс који се јављају када постоји вишак домаће понуде новца у односу на тражњу за новцем. Аутор истиче да монетарни модел притиска на девизном тржишту подразумева да ће у случају да понуда новца превазилази тражњу за новцем доћи до слабљења домаће валуте и губитка девизних резерви, односно да ће вишак понуде новца резултирати неком комбинацијом губитка вредности домаће валуте и губитка девизних резерви. Даље, аутор истиче да овај модел анализира два кључна аспекта који се тичу импликација за монетарну политику у режиму руковођено пливајућег курса. Први се односи на оптимални обим интервенција централне банке који је неопходан да се постигне жељени ниво девизног курса, док се други односи на утврђивање степена у којем централна банка у отвореној привреди може да спроводи независну монетарну политику.

Аутор у наставк уприказује равнотежни портфолио модел одређивања девизног курса и указује на његове основне специфичности. Наглашава да је равнотежни портфолио модел динамички модел одређивања девизног курса заснован на интеракцији имовинског тржишта, текућег рачуна платног биланса, цена и стопе акумулације нето стране имовине. Аутор указује да су основне карактеристике овог модела претпоставка о неперфектној супституцији између домаће и стране имовине и акумулација богатства која се остварује кроз суфицит текућег рачуна платног биланса. Такође, аутор истиче да се у равнотежном портфолио моделу разликује прилагођавање у кратком року, под утицајем токова, и у дугом року, под утицајем стокова. У равнотежном портфолио моделу, слично другим монетарним моделима, у кратком року ниво девизног курса одређен је понудом и тражњом за финансијском имовином. Међутим, како аутор указује, у дугом року, девизни курс је главна детерминанта текућег рачуна, тако да је суфицит (дефицит) у текућем рачуну повезан с повећањем (смањењем) стране имовине у поседу домаћег приватног сектора, што утиче на ниво богатства и, последично, на тражњу за имовином, која на крају одређује девизни курс. Аутор истиче да у равнотежном портфолио моделу, поред тражње и понуде домаћег и страног новца, тражња и понуда домаћих и страних хартија од вредности одређује девизни курс. Као и у случају претходних модела, аутор је дао алтернативне спецификације ове класе модела, као и посебан приказ синтезе монетарних модела одређивања курса и равнотежног портфолио модела.

У наставку овог поглавља, аутор даје приказ модела валутне супституције у одређивању курса. Аутор наглашава да је феномен валутне супституције карактеристичан за земље с дугом историјом високе инфлације, честим девалвацијама домаће валуте и/или конфискацијама стране валуте, услед чега домаћи субјекти губе поверење у домаћу валуту и неке функције новца препуштају страном валути. Аутор посебно истиче две основне импликације постојања валутне супституције за земљу у режиму флексибилног курса: смањен степен слободе у спровођењу независне монетарне политике и повећана волатилност девизног курса. Уз приказ формалног модела, аутор указује на то да према овом моделу већа стопа монетарне експанзије резултира тренутним слабљењем курса и порастом нивоа цена, при чему је слабљење курса веће од повећања цена. Поред тога, аутор наглашава да што је већи степен супституције

између валута, утолико ће бити веће варијације курса на промене у макроекономским фундаментима. Такође, аутор даје алтернативне спецификације модела валутне супституције који додатно објашњавају формирање и кретање курса у присуству валутне супституције.

Аутор указује да је слаба емпиријска потврда валидности макроекономских модела мотивисала развој модела тржишне микроструктуре у одређивању курса. Аутор, уз приказ ових модела, указује на то да су модели тржишне микроструктуре формулисани тако да се одреди девизни курс кроз процес и резултате размене валута по експлицитним правилима трговања на девизном тржишту. Аутор истиче да ови модели покушавају да објасне кретање и формирање дневног (и интрадневног) курса, током кога дилери прилагођавају своје котације за куповину и продају у току истог радног дана у одсуству било каквих макроекономских новости.

У наставку аутор приказује значај и улогу новости у одређивању курса. Како аутор истиче, с обзиром на то да курс зависи од очекивања, период неизвесности, нових информација и вести јесте период у којем промене о очекивањима примарно узрокују промене девизног курса. Услед тога, флукуације у спот курсу не могу бити предвиђене на основу будућег (форвард) курса који је базиран на прошлим информацијама. Промене у очекивањима су последица новости, аутор наводи да се новости дефинишу као разлика између вредности фундамената предвиђених од стране тржишних учесника и актуелне реализоване вредности фундамената (инфлације, стопе привредног раста и сл.) које су званично саопштене и јавно доступне. Аутор указује да тако дефинисане, новости утичу на девизни курс, и то како у макроекономским моделима, тако и у моделима тржишне микроструктуре.

На крају овог поглавља, аутор је дао преглед истраживања и провере валидности модела одређивања девизног курса која су обухватала различите периоде, различите валуте, различите економске услове и примену различитих економетријских метода. Уз приказ неких од резултата истраживања, аутор указује на то да монетарни модели одређивања девизног курса генерално потврђују своју валидност у условима високе инфлације, како на то указују истраживања која су обухватила период хиперинфлације у Немачкој двадесетих година 20. века. Даље, аутор уз приказ неких од резултата који се односе на модел валутне супституције и портфолио модел, указује да је провера валидности портфолио модела и модела валутне супституције отежана услед недостатака одговарајућих података који су неопходни за проверу ових модела. Такође, аутор даје приказ неких од истраживања која потврђују валидност модела притиска на девизном тржишту, макроекономских модела одређивања девизног курса и модела који укључују новости као један од фактора одређивања курса.

Аутор посебно указује на истраживања која су средином осамдесетих година вршена покушајима да се на основу економетријски оцењених макроекономских модела из једног периода изврши анализа и након тога предвиђање кретање курса у будућем периоду. Како аутор указује, примена овако дефинисаног приступа није потврдила валидност макроекономских модела, будући да ниједан тестиран макроекономски модел није могао да прогнозира и предвиди кретање курса боље од тзв. метода случајног хода. Аутор истиче да јеосновни закључак ових истраживања да је немогуће предвидети будући курс,

али и да макроекономски фундаменти не објашњавају адекватно кретање курса у прошлости.

У другом делу рада под називом **Таргетирање девизног курса и циљање инфлације** аутор разматра могућности таргетирања девизног курса у оквиру циљања инфлације. Сходно томе, у *четвртом поглављу* другог дела аутор даје приказ и механизме индиректног и директног таргетирања курса. Аутор указује на то да је теоријска аргументација о предностима флексибилног режима своју практичну примену нашла у монетарној политици која се спроводи у оквиру циљања инфлације. Аутор истиче да циљање инфлације полази од тога да је основни инструмент монетарне политике каматна стопа, док се режим флексибилног курса подразумева, будући да циљање инфлације претпоставља да је девизни курс тржишно одређен, да је инфлациони циљ номинално сидро монетарне политике и да је каматна стопа основни инструмент у дефинисаном правилу монетарне политике.

Даље, аутор указује да се, с обзиром на то да већина емпиријских истраживања не потврђује валидност паритета непокривених каматних стопа, кретање курса не може са сигурношћу контролисати индиректно, манипулисањем каматном стопом, услед чега централна банка директан утицај на кретање курса врши интервенцијама на девизном тржишту. Аутор истиче, да за разлику од фиксног режима, у коме се интервенције користе за одбрану паритета, у режиму флексибилног курса, по правилу, централна банка интервенише из девизних резерви уколико кретање курса угрожава циљ монетарне политике – у случају циљања инфлације, интервенише када су кретања курса таква да угрожавају постизање и/или одржавање циљане стопе инфлације. Аутор анализира могућности директног таргетирања курса коришћењем интервенција централне банке. Такође, аутор посебно даје приказ могућих канала интервенција централне банке и сличности и разлике између стерилишућих и инестерилишућих интервенција централне банке.

У *петом поглављу* другог дела аутор даје приказ и компарацију основних стратегија монетарне политике са посебним нагласком на стратегију циљања инфлације. Аутор прво приказује основне карактеристике стратегије монетарног таргетирања и таргетирања девизног курса. Аутор указује да монетарно таргетирање претпоставља постојање стабилне релације између једног или више монетарних агрегата и општег нивоа цена. Даље указује да када је испуњен овај услов, монетарна политика се може спроводити придржавањем тзв. златног монетарног правила, где је раст монетарних агрегата тако подешен да буде компатибилан с ниском инфлацијом. Међутим, како аутор истиче, у условима растуће финансијске либерализације веза између монетарних агрегата и инфлације постаје веома нестабилна те је ова стратегија напуштена од великог броја земаља и усвојена нова стратегија – циљање инфлације.

У наставку, аутор даје приказ основних карактеристика стратегије таргетирања курса и указује да велики број земаља, нарочито земаља у развоју, виде фиксирање девизног курса у односу на валуту земље са стабилном и ниском инфлацијом као ефикасан начин за остваривање стабилности цена. Аутор наглашава да земље које фиксирају свој курс у односу на другу валуту покушавају да „позајме“ кредибилитет стране монетарне политике. Осим тога, аутор истиче да је кључна предност режима фиксног курса ефикасност у „сидрењу“ инфлационих очекивања, као и лака разумљивост од стране најшире јавности.

У оквиру овог поглавља, аутор посебно приказује основне карактеристике и претпоставке за успешну спровођење циљања инфлације. Аутор истиче да су три основне карактеристике циљања инфлације: прво, нумерички циљ за инфлацију – у виду тачке или опсега с границама толеранције – који се мери индексом цена; друго, значај прогнозиране стопе инфлације централне банке, при чему су инструменти монетарне политике тако подешени да је ова прогноза конзистентна с циљем и треће, висок степен транспарентности и одговорности централне банке - централна банка је одговорна за остваривање циљане стопе инфлације и редовно публикује и пружа јавности експлицитне и транспарентне извештаје о спровођењу монетарне политике који дају прогнозе и објашњавају спровођење монетарне политике. Аутор као основне претпоставке за имплементацију циљања инфлације издваја флексибилан девизни курс и одсуство фиксалне доминантности. Аутор даље наглашава да се сматра да земље које испуњавају ове услове могу спроводити монетарну политику на начин који је конзистентан са циљањем инфлације.

У наставку аутор посебно приказује формални теоријски модел циљања инфлације, и то стриктно циљање инфлације и флексибилно циљање инфлације. Аутор истиче да је у режиму стриктног инфлаторног таргетирања, централна банка усмерена искључиво на постизање дефинисаног нумеричког циља за инфлацију, не придајући значај флукуацијама БДП-а и запослености. Како аутор указује, флексибилно таргетирање разликује се од стриктног инфлаторног таргетирања по томе што подразумева да централна банка реагује не само на кретања инфлације већ и на кретања у производном јазу.

У шестом поглављу другог дела аутор даје приказ могућности таргетирања курса у оквиру циљања инфлације. На самом почетку овог поглавља, аутор указује да је немогуће истовремено таргетирање фиксног курса и циљање инфлације. Како аутор истиче, ово се јавља због постојања конфликта циљева у истовременом спровођењу режима фиксног курса и циљања инфлације. С фиксним девизним курсом и инфлаторним таргетом, централна банка покушава да користи два номинална сидра и један инструмент за остваривање два циља, што се коси и са тзв. *Tinbergen*-овим правилом, да се један инструмент користи за један циљ.

У наставку аутор истиче да су средишњи режими и флексибилни режими курса компатибилни с различитим стратегијама монетарне политике. Аутор посебно наглашава да земље које се нису одлучиле за чврсти-фиксни режим у могућности су да спроводе различите стратегије монетарне политике, укључујући и таргетирање инфлације, уз могућност коришћења интервенција на девизном тржишту као помоћног инструмента којим се, уз каматну стопу, утиче на кретање курса. Аутор даље анализира могућности индиректног таргетирања курса у оквиру циљања инфлације. Аутор наглашава да је у отвореној привреди девизни курс значајна компонента трансмисионог механизма монетарне политике, јер утиче на циљане варијабле монетарне политике (инфлацију и производни јаз) кроз директан и индиректан канал. Због значаја који курс има у спровођењу монетарне политике, аутор у наставку приказује теоријски модел инфлаторног таргетирања за отворену привреду који поред инфлације и производног јаза укључује и номинални курс као варијаблу о чијем кретању централна банка води рачуна и на чије кретање реагује мењањем референтне каматне стопе.

У оквиру овог поглавља, аутор даје и детаљан приказ изабраних правила монетарне политике, *Taylor*-овог правила, индекса монетарних услова и стратегије руковођено пливајућег курса, да би на крају извршио њихово међусобно поређење и поређење са инфлаторним таргетирањем и приказао основне сличности и разлике у реакцији монетарне политике базиране на наведеним правилима. Како аутор истиче, основне специфичности наведених правила јесу: да је инфлаторно таргетирање усмерено на ценовну стабилност као циљ монетарне политике, да се *Taylor*-ово правило фокусира на каматну стопу као инструмент монетарне политике, да је индекс монетарних услова индикатор става монетарне политике, док стратегија управљања курсом номинални курс користи као инструмент монетарне политике.

У **трећем делу** рада под називом **Анализа политике и динамике курса динара у Србији** аутор анализира политику и динамику курса динара у Србији и приказује основне налазе свог истраживања о ефектима курса на поједине макроекономске варијабле, као и о улози и значају који курс динара има у спровођењу монетарне политике у оквиру циљања инфлације.

Аутор у *седмом поглављу* трећег дела поставља основне хипотезе чије би тестирање требало да потврди основни циљ рада, а то је да докаже да се због значаја који курс динара има у Србији и карактеристика и специфичности домаће привреде, његово кретање не може препустити искључиво тржишним снагама и индиректном управљању, како то у основи подразумева монетарна стратегија циљања инфлације.

Аутор у овом поглављу наводи хипотезе које ће тестирати и које би требало да потврде могућност директног управљања курсом динара без нарушавања основних принципа стратегије циљања инфлације: промена номиналног курса динара знатно утиче на кретање цена у Србији; у Србији је снажнија веза између кретања референтне каматне стопе и курса динара од везе између кретања референтне каматне стопе и обима одобренних кредита банака; Народна банка Србије је често директно и/или индиректно таргетирала курс динара, без обзира на званични режим монетарне политике; централне банке у земљама у развоју такође таргетирају курс и у режиму циљања инфлације и циљање инфлације, уз истовремено директно управљање курсом, повећава успешност режима циљања инфлације у Србији.

Аутор полази од претходно представљених теорија девизног курса и основних карактеристике стратегије циљања инфлације у истраживању и тестирању наведених хипотеза. Аутор спроводи емпиријску анализу о улози и значају који курс динара има у процесу спровођења монетарне политике, базирајући је на стандардним методама статистичке и економетријске анализе. Осим примењене дескриптивне статистике, аутор у анализи посматраних временских серија врши проверу стационарности, која је испитана коришћењем тестова јединичног корена. Аутор је применио регресиону анализу методом обичних најмањих квадрата, уз спроведену проверу статистичке адекватности модела тестовима аутокорелације и нормалности резидуала. Аутор је испитивао постојање узрочности и дугорочне равнотежне везе, односно коинтеграције између курса и посматраних променљивих, и даје оцену краткорочних осцилација око дугорочне везе примењујући тзв. модел коригован грешком из равнотежне једначине. Аутор је у анализи користио векторску ауторегресију за оцену ефеката промене номиналног курса динара на цене, као и у анализи трансмисије

монетарне политике. Такође, аутор је применио и ауторегресиони модел уопштене условне хетероскедастичности у анализи варијабилности курса, док је за оцену дугорочног тренда користио *HP* филтер.

У осмом поглављу трећег дела аутор анализира политику курса динара у периоду од 1994. до краја 2017. Аутор прво анализира политику курса динара за период 1994-2000, указујући да је, након увођења новог динара и фиксног режима у јануару 1994, политика фиксног курса у првим месецима спровођена по правилима валутног одбора и да је допринела сламању инфлације и инфлационих очекивања, а да је у другој половини 1994. ова политика напуштена и да је започета монетизација која је узроковала да се у наредном периоду повећа одступање између званичног курса динара и тржишног (црног) курса.

У наставку аутор истиче да, с обзиром на економску изолованост земље у наведеном периоду и одсуство токова капитала, као и неодговарајућу политику каматних стопа Народне банке Југославије, економска интуиција намеће монетарни модел као могућу теорију објашњења кретања курса динара. Будући да је у посматраном периоду немачка марка била страна валута за коју је динар био званично фиксиран, аутор даљу анализу врши у односу на кретања посматраних варијабли у СРЈ и Немачкој. Аутор је у настојању да одговори на питање да ли монетарни модел, и који из класе монетарних модела, најбоље објашњава факторе који су одређивали курс динара у посматраном периоду, спровео емпиријско тестирање три монетарна модела: монетарни модел с флексибилним ценама, монетарни модел с флексибилним ценама и укљученим очекивањима за стопу инфлације и варијанту монетарног модела са инертним ценама која укључује диференцијал реалних каматних стопа. Аутор приказује добијене резултате за све моделе и закључује да, иако добијене резултате треба узети с резервом због слабости три оцењена модела методом најмањих квадрата, као и због изостављања привредне активности из тестирања модела техником коинтеграције, они су свакако корисни због добијених налаза за предзнаке и величину коефицијената уз релативне варијабле. Наиме, аутор налази да на кретање курса динара у посматраном периоду значајан утицај има релативна понуда новца и релативна инфлација, односно да је кретање курса динара у складу са претпоставком монетарног модела с флексибилним ценама, те да је курс динара слабио услед релативно високе монетарне експанзије и услед релативно високих инфлационих очекивања.

У наставку аутор анализира политику курса динара у два потпериода: први период од усвајања режима руковођено пливајућег курса (од 2000.) до усвајања циљања инфлације (до септембра 2006.) и други период откад се монетарна политика спроводи у оквиру циљања инфлације до краја 2017. Спроводећи детаљну анализу политике курса динара у периоду 2000-2006, аутор закључује да је кретање курса у највећем делу овог периода било под доминантном контролом Народне банке Србије (НБС), истиче да је политика интервенција НБС одговарала ономе што се назива „брутална снага“. Аутор истиче да је НБС директно контролисала курс, док је монетарна политика била усмерена на једној страни – на таргетирање курса, а на другој страни – на сузбијање инфлаторних притисака потеклих по основу агрегатне тражње узроковане кредитном експанзијом и по основу преносног ефекта номиналне депрецијације курса на цене. Аутор истиче да се заокрет у кретањима десио током 2006, када је курс динара отпочео с флукуацијама, док је НБС знатно смањила своје интервенције на девизном

тржишту, као део припрема за усвајање стратегије циљања инфлације. Аутор указује на то да је уведена референтна каматна стопа постала главни инструмент монетарне политике, уз знатно повећан обим стерилизације операцијама на отвореном тржишту.

Аутор посебно истиче да је циљање инфлације био најмање лош избор монетарне стратегије за НБС јер ова стратегија укључује најбоље елементе различитих форми монетарних режима. Аутор истиче да је циљање инфлације довољно флексибилан режим који може да комбинује стриктна правила монетарне политике, уз задржавање извесне дискреције у спровођењу монетарне политике. Аутор истиче да кретање курса динара од усвајања циљања инфлације карактеришу периоди различитог степена варијабилности, као и краћи и дужи периоди јачања и слабљења динара. Аутор указује да, иако по дефиницији циљање инфлације подразумева флексибилност курса, специфичност наше привреде утицала је на то да се формирање курса динара не препусти искључиво тржишним снагама, услед чега је на његово кретање утицано и индиректно и директно. Аутор истиче да активно коришћење референтне каматне стопе у целом периоду указује да је политика каматних стопа НБС била усмерена на индиректно управљање курсом, док је НБС интервенцијама на међубанкарском девизном тржишту директно утицала на кретање курса. Даље истиче, да иако политика обавезних резерви није искључиво вођена због курса, она је, због значајног обима, као и због мењања учешћа динарског и девизног издвајања обавезне резерве, свакако утицала на његово кретање. Аутор даље примећује да се обим интервенција НБС у односу на међубанкарску трговину разликује у два периода, што аутор сматра показатељом како за интензитет директне контроле у кретању курса, тако и дубине и развијености међубанкарског тржишта.

Аутор посебну пажњу посвећује анализи успешности циљања инфлације у Србији вршећи компарацију са оствареним резултатима у другим земљама. Аутор врши оцену успешности циљања инфлације поређењем претходних резултата с резултатима након усвајања циљања инфлације за остварену стопу инфлације и остварене реалне стопе раста БДП-а. Аутор остварене резултате за Србију пореди с кретањима у две групе земаља. Прву групу земаља чине Чешка, Пољска и Мађарска, које, као и Србија, формално спроводе циљање инфлације у режиму флексибилног курса. Другу групу земаља чине Хрватска, Македонија и Румунија чија је основна сличност са Србијом историја високих стопа инфлације и висок степен евроизације домаће привреде. Истражујући успешност циљања инфлације и поређењем са другим земљама аутор закључује да је просечна међугодишња стопа инфлације у Србији, у петогодишњем периоду након усвајања циљања инфлације (2007-2011), за пет процентних поена нижа од просечне међугодишње стопе инфлације за петогодишњи период пре усвајања циљања инфлације (2002-2006). Такође, аутор закључује да је у целом периоду спровођења циљања инфлације (2007-2017), просечна инфлација је још нижа и износи 6,1%, те закључује да је овај монетарни оквир био успешан у смањењу стопе инфлације. Међутим, аутор истиче да је у поређењу са земљама које циљају инфлацију (Чешка, Мађарска, Пољска) инфлација у Србији била знатно виша. Такође, инфлација у Србији је била виша и од друге групе земаља (Хрватска, Македонија, Румунија). Аутор даље указује да је у досадашњем периоду спровођења циљања инфлације, 2007-2017, Србија по просечним стопама раста БДП-а (1,4%) испод просека свих земаља (2%), те закључује да релативни успех у смањењу и

стабиловању инфлације није праћен вишим стопама привредног раста и указује да су други фактори јаче утицали на привредну активност

У наставку овог поглавља аутор анализира улогу курса динара у трансмисионом механизму монетарне политике. Анализом трансмисионог механизма аутор заправо доказује хипотезу да је у Србији снажнија веза између кретања референтне каматне стопе и курса динара од везе између кретања референтне каматне стопе и обима одобрених кредита банака. Анализом канала трансмисије монетарне политике и спроведеном економетријском анализом аутор потврђује валидност и статистички значај канала девизног курса, и то како номиналног курса динара, тако и номиналног ефективног курса и реалног ефективног курса динара. Такође, овом анализом аутор потврђује и ефикасност референтне каматне стопе НБС у утицају на кретање курса. На крају, аутор даје генералну оцену да је канал девизног курса релевантан и ефективан у трансмисији монетарне политике у Србији и указује да присутност овога канала не искључује дејство референтне каматне стопе НБС на друге варијабле и функционисање других канала трансмисије.

Аутор посебно анализира утицај који високи степен евроизације има на спровођење монетарне политике НБС. Аутор истиче да слично другим земљама у развоју, Србију карактеришу слабе фискалне, финансијске и монетарне институције, што су, уз колективно сећање на хиперинфлацију, главни узроци неповерења у домаћу валуту и високог степена евроизације домаће привеле. Аутор указује да Србија има привреду с највишим степеном евроизације у региону, и то како на пасивној страни, тако и на активној страни биланса банака. Даље указује да се висок степен евроизације рефлектује на кретање курса динара. Аутор истиче да у регуларним околностима, циљање инфлације и режим руковођено флукутирајућег курса подразумева да динар флукутира у довољно широким, али прихватљивим границама примарно под дејством тржишних снага. У супротном, уколико кретање курса више одговара кретању курса из групе фиксних режима, утолико је присутан „страх од пливања“ и утолико је НБС више ангажована својим инструментима на његовом контролисаном кретању. Како би проверио присутност „страха од пливања“ аутор конструише индекс флексибилности курса динара и додатно врши поређење са две групе посматраних земаља у периоду од 2004. до краја 2017. На основу конструисаног индекса флексибилности курса и компарације са изабраним земљама аутор закључује да од 2009. Србија јасно показује интензивнији „страх од пливања“ од посматраних земаља из прве групе (Чешка, Мађарска Пољска), који је нарочито изражен од 2012. до краја периода. У поређењу с другом групом земаља аутор указује да је у периоду од 2006. до 2012. у Србији већи варијабилитет курса динара у односу на хрватску куну и македонски денар, како је и очекивано с обзиром на разлике у режимима курса, али и у односу на Румунију, чија је валута мање флукутирала током тог периода. Међутим, како аутор истиче, од 2013. до краја 2017, кретање овог индекса се не разликује између Србије и посматране групе земаља, те аутор закључује да је током тог периода режим курса динара, иако формално руковођено флукутирајући, у стварности више одговарао кретању курса из групе фиксних режима. Наведено истраживање и конструисани индекс флексибилности курса представља потврду хипотеза које је аутор у раду поставио: а) да је НБС често директно и/или индиректно таргетирила курс динара, без обзира на званични режим монетарне политике и б) да централне банке у земљама у развоју такође таргетирају курс и у режиму циљања инфлације, што потврђује кретање

индекса флексибилности курса за земље са стратегијом циљања инфлације. На крају, аутор закључује да је присутни „страх од пливања“ код НБСЈош једна потврда релевантности трансмисије монетарне политике преко канала девизног курса.

У *деветом поглављу* трећег дела аутор анализира динамику курса динара посебно анализирајући утицај промена курса на цене и врши поређење овог ефекта у Србији са две посматране групе земаља. Даље анализира утицај инфлације на кретање курса и врши тестирање хипотезе паритета куповне моћи. Такође, у овом делу анализира и утицај који диференцијал каматних стопа има на кретање курса динара и тестира хипотезу непокривеног каматног паритета. Аутор посебно анализира утицај који фискална политика има на кретање курса и тестира хипотезу фискалне доминантности. Посебну пажњу аутор посвећује анализи утицаја који курс динара има на кретање спољнотрговинске размене у Србији и тестира *Marshall-Lerner*-ово услов и утицај номиналног курса динара на кретање односа извоз/увоз.

Аутор истиче да је висок степен евроизације домаће привреде директан узрок „страха од пливања“, али и значајног ефекта преноса курса на цене, што додатно појачава „страх од пливања“ НБС. Аутор врши економетријско истраживање и потврђује да је ефекат преноса курса на цене у Србији највиши у односу на обе групе посматраних земаља. Аутор налази да у периоду 2002-2017, процењени краткорочни ефекат курса динара на цене износи око 0,22, док је процењени дугорочни ефекат око 0,5. Аутор наведеним истраживањем и спроведеним поређењем потврђује још једну од постављених хипотеза у раду, да промена номиналног курса динара знатно утиче на кретање цена у Србији, и закључује да је ефекат преноса курса на цене већи што је већи степен евроизације једне привреде.

Аутор у наставку врши проверу важења хипотезе паритета куповне моћи, тестирањем и апсолутне и релативне верзије паритета куповне моћи. Тестирање хипотезе паритета куповне моћи аутор је спровео за период од марта 1994. до краја 2017. и није нашао доказе за важење хипотезе апсолутног паритета куповне моћи за кретање курса динара, будући да је пронашао да реални девизни курс динара поседује јединични корен и да није стационаран. На другој страни, спроведено тестирање је потврдило важење хипотезе релативног паритета куповних моћи, будући да је аутор утврдио постојање дугорочне коинтеграционе везе између кретања промена курса динара и релативних инфлација, али без пропорционалности у њиховом заједничком кретању и уз присутно краткорочно одступање од њиховог заједничког дугорочног кретања.

Аутор истиче да је један од разлога систематског одступања реалног курса динара од апсолутног паритета куповне моћи присуство тзв. *Balassa-Samuelson*-овог ефекта, будући да је аутор присуство овог ефекта потврдио како на основу дугорочног тренда реалног курса динара тако и на основу разлика у стопама привредног раста између Србије и земаља зоне евра. Аутор налази да је од почетка 2001. до краја 2017, просечна годишња стопа апрецијације реалног девизног курса износила око 2,5%. По искључењу реалне апрецијације динара током 2001. и 2002, која је била највећим делом последица отклањања ценовних диспаритета уз политику готово фиксног номиналног курса динара, просечна стопа апрецијације реалног курса од 2005. до краја 2017. годишње износи око 1,5%. Поред тога, аутор налази да је виша просечна годишња геометријска стопа

привредног раста у Србији у односу на зону евра, од 1,8% у целом посматраном периоду, односно од 0,9% у периоду од 2005. до 2017. такође потврда присуства *Balassa-Samuelson*-овог ефекта, али аутор посебно указује и на његово слабљење. На основу овог налаза аутор закључује да је *Balassa-Samuelson*-ов ефекат утицао на просечну годишњу стопу реалне апрецијације динара нешто мање од једног процентног поена у периоду 2005-2017, док се преостали део апрецијације реалног курса динара односи на друге факторе.

Аутор је спровео економетријско тестирање паритета непокривених каматних стопа, како регресијом тако и коинтеграцијом, и не налази потврду за валидност хипотезе непокривеног каматног паритета. Аутор налази да повећање каматног диференцијала (релативно повећање динарске каматне стопе) утиче на апрецијацију динара, док повећање премије ризика земље утиче на слабљење динара. Аутор истиче да супротно теорији непокривеног паритета каматних стопа, повећање референтне стопе НБС утиче на јачање динара, што је у складу са економском интуицијом и начином на који се генерално спроводи монетарна политика.

У наставку аутор истиче да је један од предуслова за ефикасно спровођење монетарне политике применом стратегије циљања инфлације одсуство фискалне доминантности и врши тестирање хипотезе о присуству фискалне доминантности у Србији у периоду 2010-2015. Извршено тестирање је потврдило одсуство тако дефинисане фискалне доминантности. Међутим, аутор истиче да се значајан налаз из извршеног истраживања односи на утицај премије ризика земље на кретање реалног курса динара, будући да је нашао да повећање ризика земље повећава одлив капитала и изазива депрецијацију реалног курса динара, док је утврдио да кретање премије ризика зависи од учешћа јавног дуга у БДП-у и макроекономских перспектива земље. Како аутор указује, наведени налази о утицају и кретању премије ризика објашњавају реакцију НБС, која на повећање премије реагује повећањем референтне стопе како би задржала атрактивност улагања у динаре и спречила одлив капитала и депрецијацијске притиске на динар.

У оквиру истог поглавља аутор спроводи анализу и економетријско тестирање испуњености тзв. *Marshall-Lerner*-овог услова, који је инкорпориран у *Mundell-Fleming*-ов модел одређивања курса. Економетријска анализа коју је аутор спровео потврдила је валидност *Marshall-Lerner*-овог услова и утицај номиналног курса динара на кретање односа извоз/увоз. Резултати ауторовог истраживања указују да номинална апрецијација динара узрокује смањење односа извоз/увоз, што је индикација погоршања спољнотрговинског биланса, а да номинална депрецијација динара поправља спољнотрговински биланс.

У четвртом делу рада под називом **Могућности таргетирања курса динара** аутор анализира могућности таргетирања курса динара. У десетом поглављу четвртог дела аутор анализира индиректан утицај на кретање курса динара указујући на основне смернице у политици каматне стопе коју би НБС требало да спроводи. Даље, аутор потврђује ефикасност индиректног утицаја референтне каматне стопе НБС на кретање номиналног курса динара. Аутор са извршеним економетријским истраживањима, која у функцију реаговања НБС укључују поред циљане стопе инфлације и производни јаз и реални девизни курс, није нашао статистички значајне доказе да НБС у подешавању референтне каматне стопе реагује на реални девизни курс. Аутор закључује да се реакција

монетарне политике НБС у оквиру циљања инфлације базира на пројектованој (прогнозираној) инфлацији, што је вероватно један од разлога зашто спроведена анализа није потврдила валидност правила каматне стопе, тзв. *Taylor*-овог правила. Аутор истиче да како извршена анализа није пронашла доказе за системску реакцију НБС на одступање од реалног (равнотежног) курса који је укључен у *Taylor*-ово правило, извесно је да се референтна каматна стопа подешава у зависности од пројектоване инфлације, али и у зависности од кретања номиналног курса динара, односно да НБС има у виду узак опсег кретања номиналног курса динара, који је конзистентан с прогнозираном инфлацијом, и да на одступање номиналног курса од наведеног опсега реагује референтном каматном стопом и интервенцијама на девизном тржишту како би се инфлација нашла у циљаном коридору.

У *једанаестом поглављу* четвртог дела аутор анализира могућност директног утицаја на кретање курса динара. Аутор спроводи анализу могућности НБС да утиче на кретање курса и налази доказе који потврђују ефикасност директног утицаја монетарне политике на курс динара. Пронађено је да је значајан директан утицај НБС нарочито изражен од 2013, откад и кретање индекса флексибилности курса много више подсећа на кретање курса из групе фиксних режима. Аутор приказује да је истовремено са повећаним степеном директног утицаја на кретање курса смањена и стабилизована инфлација, што потврђује последњу тестирану хипотезу постављену у раду: да циљање инфлације, уз истовремено директно управљање курсом, повећава успешност режима циљања инфлације у Србији. Даље, аутор је извршио и тестирање ефикасности интервенција НБС и наведено економетријско тестирање потврдило је ефикасност интервенција НБС на девизном тржишту кроз портфолио канал и кроз сигнални канал.

У *дванаестом поглављу* четвртог дела аутор конструише индекс монетарних услова за Србију, који би требало да укаже на карактер монетарне политике и његово кретање током времена. На основу конструисаног индекса и анализе кретање индекса монетарних услова, аутор поново истиче доминантност девизног курса у одређивању карактера монетарне политике НБС и указује да кретање овог индекса додатно оправдава значај који НБС придаје кретању курса динара.

На крају рада аутор је у закључним разматрањима укратко представио најважније налазе и закључке свог истраживања.

III ЗАКЉУЧАК И ПРЕДЛОГ КОМИСИЈЕ

На основу анализе садржаја докторске дисертације Комисија утврђује да су остварени кључни циљеви дефинисани у фази пријаве докторске дисертације. Најпре, истраживање пружа систематизацију теоријских и емпиријских истраживања и економетријску анализу могућности и ограничења политике

девизног курса у контексту циљања инфлације. Кандидат је полазећи од почетних хипотеза дошао до следећих закључака: а) Монетарни модели одређивања курса добро описују кретање курса динара у периоду од марта 1994. до краја 1998.; б) Кретање курса динара у периоду од увођења руковођено пливајућег курса (крајем 2000) до почетка 2006. и припрема за усвајање стратегије циљања инфлације, у највећем делу посматраног периода било је под доминантном контролом НБС.; в) Кретање курса динара од усвајања циљања инфлације карактеришу периоди различитог степена варијабилности, као и краћи и дужи периоди његовог јачања и слабљења; г) Анализа успешности спровођења циљања инфлације указује да је просечна међугодишња стопа инфлације у Србији, у петогодишњем периоду након усвајања циљања инфлације (2007-2011) износила 8,9%, што је за пет процентних поена ниже од просечне међугодишње стопе инфлације за петогодишњи период пре усвајања циљања инфлације (2002-2006).; д) Сprovedено економетријско истраживање значаја трансмисије монетарне политике кроз канал девизног курса потврдило је његову ефективност и релативно велики значај у односу на све остале канале трансмисије; њ)

Конструисани индекс флексибилности курса – *CR Index* – и његово кретање добро илуструје присутан "страх од пливања" који испољава НБС.; е) Висок степен евроизације домаће привеле је директан узрок „страха од пливања“, али и значајног ефекта преноса курса на цене, што додатно појачава „страх од пливања“ НБС; ж) Сprovedено тестирање је потврдило важење хипотезе релативног паритета куповне моћи, будући да је утврђено постојање дугорочне коинтеграционе везе између кретања промена курса динара и релативних инфлација, али без пропорционалности у њиховом заједничком кретању и уз присутно краткорочно одступање од њиховог заједничког дугорочног кретања; з) Сprovedено економетријско тестирање, како регресијом тако и коинтеграцијом, није потврдило валидност хипотезе непокривеног каматног паритета. Наиме, налаз указује на то да повећање каматног диференцијала (релативно повећање динарске каматне стопе) утиче на апрецијацију динара, док повећање премије ризика земље утиче на слабљење динара.; и) Анализа могућности НБС да утиче на кретање курса потврдила је ефикасност и индиректног и директног утицаја монетарне политике на курс динара; ј) Реакција монетарне политике у оквиру циљања инфлације базира се на пројектованој (прогнозираној) инфлацији, што је вероватно један од разлога зашто сprovedена анализа није потврдила валидност правила каматне стопе, тзв. *Taylor*-овог правила.

На основу детаљне анализе садржаја, коришћених метода, као и остварених циљева истраживања, односно доказаних хипотеза Комисија закључује да докторску дисертацију кандидата мр Веселина Пјешћића под називом **“МОГУЋНОСТИ И ОГРАНИЧЕЊА ПОЛИТИКЕ ДЕВИЗНОГ КУРСА У КОНТЕКСТУ СТРАТЕГИЈЕ ЦИЉАЊА ИНФЛАЦИЈЕ”** одликује актуелност и завидна научна заснованост. Кандидат је успео да оригинално систематизује постојећа знања, изабере релевантне проблеме и обради их коришћењем савремених теоријско-методолошких сазнања из ове области. Кандидат је проучио обимну литературу, коректно обавио емпиријско истраживање и користио економетријску анализу. Уочљив је адекватан системски приступ у истраживањима и анализи, уз јасан и убедљив стил излагања.

Имајући у виду све наведене аргументе, Комисија за оцену и одбрану докторске дисертације предлаже Научно-наставном већу Економског факултета у Нишу да прихвати Извештај о оцени докторске дисертације под називом “МОГУЋНОСТИ И ОГРАНИЧЕЊА ПОЛИТИКЕ ДЕВИЗНОГ КУРСА У КОНТЕКСТУ СТРАТЕГИЈЕ ЦИЉАЊА ИНФЛАЦИЈЕ“ кандидата мр Веселина Пјешћића и одобри њену јавну одбрану.

У Нишу, 11.07.2018. године

ЧЛАНОВИ КОМИСИЈЕ:

1. _____

Др Борко Крстић, редовни професор
Економског факултета у Нишу,
у пензији

2. _____

Др Срђан Маринковић,
редовни професор
Економског факултета у Нишу

3. _____

Др Срђан Фуртула,
ванредни професор
Економског факултета у Крагујевцу