

## NASTAVNO NAUČNOM VEĆU BEOGRADSKE BANKARSKE AKADEMIJE - FAKULTET ZA BANKARSTVO, OSIGURANJE I FINANSIJE –

### I

### SENATU UNIVERZITETA UNION

U skladu sa članom 37 Statuta *Univerziteta Union*, odlukom Nastavno naučnog veća *Beogradske bankarske akademije - Fakultet za bankarstvo, osiguranje i finansije* (broj 38 od 19. 01. 2016. godine) i odlukom Senata *Univerziteta Union* (broj A 031-02/16 od 09.02.2016. godine) imenovani smo za članove Komisije za pisanje Izveštaja o oceni uradane doktorske disertacije kandidata *Mirjane Čizmović*, magistra ekonomskih nauka, pod naslovom „Privredni rast i devizni kurs“.S tim u vezi donosimo sledeći

#### IZVEŠTAJ

#### O OCENI URAĐENE DOKTORSKE DISERTACIJE

##### 1. Osnovni podaci o kandidatu

Mirjana Čizmović je rođena u Nikšiću 26.09.1980. godine, gde je završila osnovnu i srednju školu. Osnovne studije Ekonomskog fakulteta u Podgorici, smer *Međunarodna ekonomija*, je upisala školske 1998/99 godine, a diplomirala je 2004 godine, sa prosečnom ocenom 9.60. *Poslediplomske studije*, smer: *Aktuarstvo*, je upisala školske 2005/06 godine na Ekonomskom fakultetu u Beogradu. Sve ispите predviđene nastavnim planom je položila je prosečnom ocenom 9.90, a 2010. godine odbranila magistarsku tezu pod naslovom: "Karakteristike sistema osiguranja depozita i njegova implementacija u Crnoj Gori i zemljama u razvoju".

Marta 2004. godine, neposredno nakon završenih osnovnih studija, počinje sa radom u **Centralnoj Banci Crne Gore**, kao savjetnik u Službi za saradnju sa međunarodnim finansijskim institucijama i drugim organizacijama, gde ostaje do 2006.

Od septembra 2006. godine zaposlena je na **Fakultetu za poslovne studije „Montenegro Business School“** Univerziteta Mediteran u Podgorici, kao Saradnik na predmetima iz usmerenja: *Finansijski menadžment - Osiguranje i teorija rizika*, *Monetarna ekonomija*, *Javne finansije*, *Uvod u ekonometriju*, *Biznis statistika*, kao i na predmetu *Biznis matematika*.

Od avgusta 2009. godine do septembra 2010. godine, angažovana je kao lokalni **konsultant Svetske banke** na projektu *Montenegro Pension System Administration Investment Project (PSAIP) – Investiranje u administraciju penzijskog sistema*.

Nakon toga u periodu od oktobra 2010. godine do juna 2013. godine angažovana je kao lokalni konsultant Svetske banke na projektu Land Administration and Management Project (LAMP)- Projekat zemljišne administracije i upravljanja.

Pored navedenog radila je istraživanja, anlike i studije izvodljivosti iz različitih oblasti kao što su: tržište rada, osiguranje, aktuarski model penzionog sistema, poreski sistem, gradjevinarstvo i sl.

Odpublikacija koje je objavila navodimo sledeće kao posebno važne:

- Growth Anatomy of Croatian Economy, *Ekonomija/Economics*, Vol. 22, No. 1, Zagreb, 2015, pp. 159-219. (zajedno sa Janković, J. i Popović, M.).
- The Sources of Growth in Transition countries 1990-2012: Comparative Analysis; U Richet, X., Hanic, H. and Grubesić, Z. (Editors): *New Economic Policy Reforms*; Belgrade Banking Academy; 2015, pp. 96-148. (zajedno sa Popović M.).
- The Sources of Growth in the Former SFRY Countries: Comparative Analysis. *Ekonomija/Economics*, Vol. 20, No. 1, Zagreb, 2013, pp. 335-378. (Zajedno sa Popović, M.).
- Unit IPO's: A Case of Specified Purpose Acquisition Companies (SPACs). *Montenegrin Journal of Economics*, 2013, Podgorica. (Zajedno sa Lakicević, M., i Vulcanović, M.)
- The Role of Institutional Investors in Corporate Governance and Sustainable Development. *Druga međunarodna naučna konferencija – Zaposljavanje, obrazovanje i preduzetništvo (ZOP 2013)*, Beograd. (Zajedno sa Kovačević, M.)
- Osiguranje depozita kao mjera za sprečavanje ili ublažavanje posledica sistemske krize, *Ekonomski pogledi*, Vol. 15, broj 2, 2013, Kosovska Mitrovica.
- Spatial Urban Plans as a Base for Agribusiness Development, *Abstract*, 2013, Budapest. (Zajedno sa Kovačević, M.).

## 2. Osnovni podaci o doktorskoj disertaciji

Predmet rada ove doktorske disertacije je analiza uticaja deviznog kursa na privredni rast, kao jedne od ekonomskih politika koja predstavlja značajan podsticaj ili prepreku ubrzanju privrednog rasta. Devizni kurs, naime, može predstavljati značajan podsticaj ili prepreku ubrzanju privrednog rasta i dostizanju njegove ravnoteže i stabilnosti u dužem roku.

Osnovni cilj ove doktorske disertacije je da pruži širu analizu različitih načina i kanala uticaja nivoa i politike deviznog kursa na strukturne promene i ekonomski rast zemlje, te da, tako, empirijski proveri validnost postavljenih hipoteza.

Razlog za izbor ove teme je njena aktuelnost, kako sa teorijskog aspekta tako i sa aspekta značaja praktične primene. Teorijski aspekt aktuelnosti teme proizilazi, možda ponajviše, iz okolnosti da klasična kao i savremena teorija rasta polazi gotovo redovno od pretpostavke zatvorene ekonomije i uravnoteženog trgovinskog bilansa. To je začuđujuće imajući u vidu da je već više od tri decenije ova pretpostavka, malo je reći, krajnje nerealna, i to ne samo za male zemlje, već isto tako i za velike i razvijene ekonomije.

Uticaj deviznog kursa na privredni rast se dominantno manifestuje kroz, s jedne strane, njegov uticaj na nivo i strukturu trgovine, a preko ove i na dinamiku agregatne tražnje, akumulacije kapitala i rast produktivnosti, te, s druge strane, kroz uticaj promena kapitalnog računa na funkcionisanje finansijskog

sistema i posledice po privredni rast. Ono što se može primetiti je da, nažalost, pitanje dinamičkog odnosa između trgovine i privrednog rasta nije bilo u fokusu pažnje ne samo teorije rasta, već ni u fokusu savremene teorije međunarodne trgovine zasnovane na principu komparativnih prednosti. Zanemarujući dinamički aspekt analize, teorija komparativnih prednosti se dominantno bavi komparativno-statičkom analizom liberalizacije međunarodne trgovine i liberalizacije kretanja kapitala. Takođe, ona ne uzima u obzir tranziciona kretanja koju pomenute liberalizacije pokreću, a koja mogu jako dugo trajati.

Sa praktičnog aspekta, ova je tema posebno zanimljiva jer se ispostavilo da je, upravo u poslednje tri decenije, privredni rast pojedinih, posebno malih, zemalja bio ponajviše određen načinom na koje su se pojedine zemlje integrisale u novonastajući međunarodni ekonomski poredak. Sam način te integracije je, pored ostalog, u značajnoj meri bio određen upravo politikom deviznog kursa. Ovo je jasno empirijski verifikovano u istraživanjima privrednog rasta novoindustrijalizovanih zemalja i zemalja u tranziciji. Upravo je zbog tog razloga, empirijski dio ovog rada posvećen analizi uticaja deviznog kursa na privredni rast tranzicionih zemalja, sa posebnim akcentom na zemlje jugoistočne Evrope.

U radu se teorijski i empirijski testiraju sledeće hipoteze:

**H1:** Liberalizacija računa kapitala *dugoročno* gledano utiče i na poziciju *putanje rasta* svih, a pogotovo malih, ekonomija, pri čemu je taj uticaj, pri ostalim istim uslovima, determinisan u sve većoj meri apsolutnim a sve manje relativnim nivoom totalne produktivnosti pojedinih sektora u posmatranim zemaljama.

**H2:** Na *srednji rok* liberalizacija tokova kapitala vodi *tranzitornom kretanju realnog deviznog kursa*, koje krucijalno zavisi ne samo od režima nominalnog deviznog kursa, već i od čitavog seta drugih politika. Ove politike u konačnom mogu krucijalno odrediti ne samo brzinu tranzicije već i prirodu tranzicije, tj. nivo nove *putanje rasta* na kojoj će se ekonomija na kraju naći.

**H3:** Model rasta zemalja jugoistočne Evrope zasnovan na prilivu inostranog kapitala kao glavnoj mašini rasta je *dugoročno* neodrživ pošto je praćen nedopustivo dugim periodom apresijacije deviznog kursa izazvanog neto prilivom kapitala i odsustvom potrebnih reformi i politika, koje su trebale da taj priliv kapitala učine plodotvornim.

Rad je izložen na 378 strana glavnog teksta, plus 104 stranice priloga i dodataka. Prilozi se odnose na statističke i ekonomtrijske rezultate koji su služili kao osnova za analize i zaključke koji se razmatraju u glavnom telu teksta i koji, kao takvi, služe kao verifikaciona osnova samog rada. Dodaci se sastoje iz dva matematička dodatka vezana za teorijski deo rada. Spisak literature se sastoji od 398 jedinica koje se odnose na relevantne i recentne knjige i članke iz ove oblasti.

### 3. Prikaz i ocena sadržaja doktorske disertacije

Rad je podeljen u tri dela. Prvi deo rada je posvećen teorijskom aspektu analize uticaja deviznog kursa na privredni rast. **Uprva tri poglavlja** ovog dela je dat teorijski okvir osnovnih egzogenih i endogenih modela rasta i prikazana ograničenja koja modeli imaju u savremenim uslovima otvorene ekonomije i globalizacije.

U **četvrtom poglavlju** ovog dela, kroz analiziranje privrednog rasta vođenog izvozom, obrađena je međusobna uslovljenost i povezanost politike deviznog kursa, investicija i zaposlenosti, kao i prednosti i ograničenja ovog pristupa. Ovdje se daje analiza i prikaz tradicionalnih teorija trgovine, teorija

rastavodenog izvozom i teorija novog strukturalizma. Koz njihovu povezanost ispituje se opravdanost teorijske hipoteze da liberalizacija računa kapitala *dugoročno* gledano utiče na nivo *putanje rasta* svih, a pogotovo malih ekonomija, kao i da je taj uticaj determinisan u sve većoj meri apsolutnim, a sve manje relativnim nivoom totalne produktivnosti pojedinih sektora u posmatranim zemljama.

Nakon toga, u **petom poglavlju** se analizira uticaj međunarodnih tokova kapitala na investicije, zaposlenost i finansijski sistem. U ovom delu se posmatra i politika upravljanja deviznim kursom u uslovima liberalizacije tokova kapitala i njena povezanost sa instrumentima monetarne politike i kretanjima na novčanom tržištu. Takođe, uz uvažavanje stavova teorija navednih u prethodnom delu, ispituje se prihvatljivost hipoteze da liberalizacija tokova kapitala na srednji rok ima uticaj na tranzitorna kretanja realnog deviznog kursa.

**Drugo deo** rada posvećen je konkretnoj analizi modela privrednog rasta, i sa njim povezane politike deviznog kursa, u raznim regionima sveta. Izbor posmatranih regiona (Istočna Azija, Latinska Amerika, Afrika, MENA zemlje i razvijene zemlje), odredile su specifičnosti uticaja politike deviznog kursa na stopu rasta u svakom od njih. Pri tome, akcenat je stavljen na posmatranje uticaja nivoa i volatilnosti deviznog kursa na stopu rasta ovih zemlja. Takođe, posvećena je pažnja pitanjima ograničenosti izolovanog uticaja politike deviznog kursa na podsticanje privrednog rasta, odnosno analizira se njegova međuzavisnost sa ostalim ekonomskim politikama.

**Treći deo** rada je posvećen empirijskoj analizi deviznog kursa u modelima rasta zemlja istočne Evrope, sa posebnim akcentom na jugoistočnu Evropu. U okviru ove analize proverena je hipoteza da je model rasta zemalja jugoistočne Evrope zasnovan na prilivu inostranog kapitala kao glavnoj mašini rasta dugoročno neodrživ. Ovu neodrživost prouzrokuju nedopustivo dugi periodi apresijacije deviznog kursa, izazvani neto prilivom kapitala i odsustvom potrebnih reformi i politika.

Kako bi se dobila celovitija slika zavisnosti deviznog kursa i ekonomskog rasta, kao i uvid u koridore njegovog uticaja, sama empirijska analiza strukturirana je u nekoliko povezanih delova. Na početku se daje analiza neposrednih i fundamentalnih faktora rasta. Nakon toga, preko definisanja ravnotežne vrednosti realnog deviznog kursa kao nivoa usklađenog sa rastom BDP-a, utvrđuje se nivo njegove pod/precenjenosti u posmatranim zemljama. Ovo omogućava sledeći korak, odnosno utvrđivanje faktora koji doprinose apresijaciji ili depresijaciji realnog deviznog kursa. Pored merenja uticaja odstupanja realnog deviznog kursa od ravnoteže na stopu ekonomskog rasta, urađena je i detaljnija analiza koja podrazumeva proveru linearnosti tog uticaja, kao i mogućnost postojanja J-krive.

Da bi se dobila potpunija slika načina na koji devizni kurs deluje na rast zemlje, empirijski su provereni i određeni kanali njegovog uticaja. Ovde se primarno posmatra uticaj pod/precenjenosti realnog deviznog kursa na stopu rasta produktivnosti i sa njom povezan nivo i rast učešća industrijske proizvodnje u BDP-u. Takođe, kroz analizu izvozne konkurentnosti zemalja, empirijski je proverena veza deviznog kursa i sofisticiranosti izvoznog sektora zemlje. Na kraju ovog dela, u kontekstu "product space" analize, daje se prikaz trenutnog položaja i mogućnosti za promenu sofisticiranosti izvozne korpe proizvoda zemalja jugoistočne Evrope.

Na kraju rada se daju zaključna razmatranja u kojima se ponajviše rekapituliraju rezultati rada, posebno oni koji su dati u "meta" empirijskoj analizi regiona sveta i svetske ekonomje u celini, te oni koji su primenom ekonometrijskih i drugih metoda dobijeni za zemlje istočne i, posebno, jugoistočne Evrope.

U radu je poštovan sadržaj rada koji je predložen prilikom prijave disertacije. Ispostavilo se da je takav sadržaj opravdan, što svedoči o tome da je već u pripreмноj fazi, pre dve godine, kandidatkinja bila dobro upoznata sa materijom koju će dalje istraživati.

#### 4. Ocena naučno istraživačkih metoda korišćenih u disertaciji

Posebnu vrednost ovog rada čini bogatstvo naučnih metoda primenjenih u radu. Pored opštih metoda koje se koriste u svakom radu (induktivni i deduktivni, na primer, i sl), posebno treba istaći sledeće metode koje su ključno uticale da se dođe do bogatih i kvalitetnih rezultata istraživanja.

- Matematički metodi, sa posebnim akcentom na **matematičku teoriju optimizacije**, a u okviru nje posebno na **optimalnu kontrolu**, su jako izdašno i vešto korišćeni u teorijskom delu rada, što je učinilo da ovaj deo rada, iako predstavlja samo prikaz postojećih teorija, dobije toliko na kvalitetu da predstavlja poseban doprinos literaturi o ovoj oblasti na „našim jezicima“.
- **Komparativna metoda**, koja je posebno ekstenzivno korišćena u drugom delu rada, gde se daje prikaz empirijskih istraživanja o uticaju deviznog kursa na privredni rast u različitim regionima i zemljama sveta, je toliko adekvatno i valjano korišćena da, zapravo, predstavlja svojevrsnu „meta“ empirijsku metodu u kojoj se polazeći od velikog skupa ekonometrijskih istraživanja radenih za pojedinačne zemlje dolazi do sasvim novih uvida i zaključaka relevantnih i za posmatrane regione i za svet u celini.
- **Ekonometrijski metodi** a posebno **panel analiza podataka**, koja se ponajviše koristi u trećem delu rada, predstavlja posebnu vrednost ovog rada zahvaljujući kojoj su i dobijeni uverljivi i vredni rezultati vezani za odnos deviznog kursa u istočno evropskim i, posebno, jugoistočno evropskim zemljama.
- **Metod analize izvora rasta**, kojim se utvrđuje doprinos raznih faktora stopi privrednog rasta, se jako uspešno i opravdano koristi i u drugom i u trećem delu rada, što doprinosi ne samo da se dobiju važni uvidi o uticaju pojedinih faktora na privredni rast, već i da se docnije u ekonometrijskoj analizi dobijeni rezultati iskoriste kao varijable kojima se objašnjava ili koje se objašnjavaju kretanjima deviznog kursa.
- **EXPY i PRODY analiza** koja je pre par godina inicirala razvoj **metode analize proizvodnog prostora** (product space analiza) se takode primenjuje u trećem delu rada upravo kako bi se preciznije utvrdila međuzavisnost između deviznog kursa i raznih sastavnih delova stope rasta, pa time i stope rasta GDP-a u celini.

#### 5. Osnovni rezultati i naučni doprinos disertacije

Kao što je već rečeno, autorica je prvi deo rada posvetila pregledu raznih teorija rasta načinu na koji se u njima tretira uticaj globalizacije, uopšte, i uticaj deviznog kursa, posebno, na privredni rast. Ovaj pregled je, iako na prvi pogled opširan, zapravo vrlo koncizan kada se ima u vidu koliko je ova teorija razvijena i raznorodnog porekla. S druge strane, nije bilo moguće prići samom empirijskom istraživanju a posebno ekonometrijskom ispitivanju bez prethodnog preciznog lociranja pojedinih relacija u okviru samog teorijskog razmatranja. Formulirane hipoteze su, drugim rečima, morale biti smeštene u odgovarajući teorijski kontekst. Način na koji je teorijski deo rada napisan je posebno vredan deo ovog rada iako predstavlja samo pregled naučne oblasti. U tom smislu, ovaj deo rada predstavlja značajan dodatak postojećoj regionalnoj literaturi u ovoj oblasti.

Empirijski deo rada, u kojem je lociran najvažniji naučni doprinos ove disertacije, počinje sa uporednom analizom modela rasta pojedinih regiona sveta i, posebno, odnosom deviznog kursa i stope rasta tih regiona. U ovom delu rada autorica, kroz komparativnu analizu i prikaz studija slučaja, proverava realnost i zasnovanost pojedinih teorijskih hipoteza. Ovde se daje "meta" empirijska analiza, tj. empirijska analiza regiona zasnovana na skupu rezultata dobijenih u prethodnim empirijskim analizama za pojedine zemlje koje pripadaju posmatranom regionu. Ovaj deo rada, upravo zato što nije jednostavan prikaz tuđih radova, već je "meta" empirijska analiza posmatranog fenomena na nivou svih regiona sveta skupa, predstavlja posebno vredan deo disertacije.

Rezultati do kojih kandidatkinja dolazi u trećem delu rada su jako bogati i puni uvida. Rezultati dobijeni u ovom empirijskom delu rada su posebno važni. Verovatno su to i njeni naj neupitniji doprinosi. Mnogi od njih su jedinstveni u smislu da su prvi put urađeni takvi istraživački zahvati i da će, zahvaljujući svojim uvidima, biti predmet pažnje naučne javnosti i, verovatno, dalje testirani. Neki drugi rezultati će, sa svoje strane, predstavljati značajan dodatak postojećim rezultatima vezanim za empirijska istraživanja istočne i jugoistočne Evrope. Ovo je tim pre važnije imajući u vidu da je postojeći fond istraživanja iz ove oblasti ekstremno oskudan.

Sagledajmo, konačno, rezultate ovog rada polazeći od postavljenih hipoteza i rezultata do kojih se u radu došlo u vezi sa njima. Povezivanjem zaključaka dobijenih već na osnovu razmatranja datih u teorijskom delu, a najviše u teoriji međunarodne trgovine i novom strukturalizmu, u radu je pokazana validnost *prve hipoteze* prema kojoj liberalizacija računa kapitala predstavlja značajan faktor koji dovodi do stvaranja uslova za promene putanje rasta zemalja u dugom roku. Ovaj uticaj je determinisan u sve većoj meri apsolutnim a sve manje relativnim nivoom totalne produktivnosti pojedinih sektora u posmatranim zemljama. Empirijska istraživanja, data u drugom i trećem delu, potvrđuju ovu hipotezu.

Jedan od važnih kanala uticaja liberalizacije računa kapitala na stopu ekonomskog rasta u dugom roku je promjena nivoa realnog deviznog kursa u srednjem roku. Na osnovu toga već je jednim dijelom data teorijska potvrda druge hipoteze postavljene u ovom radu: na *srednji rok* liberalizacija tokova kapitala vodi *tranzitornom kretanju realnog deviznog kursa*. Kandidatkinja je pokazala da tranzitorno kretanje realnog deviznog kursa krucijalno zavisi ne samo od režima nominalnog deviznog kursa, već i od čitavog seta drugih politika. Ona pokazuje da se mora imati u vidu kompletan portfolio ekonomskih politika, pri čemu je posebno važno imati u vidu ne samodirektno efekte pojedinih politika, već i njihove interaktivne efekte. Ovi potonji obično krucijalno određuju uspešnost neke strategije razvoja. Autorica zaključuje da ovako shvaćen portfolio politika u kojoj je politika deviznog kursa samo jedna od mnogih u konačnom u velikoj mjeri određuje ne samo brzinu tranzicije već i prirodu tranzicije, tj. nivo nove putanje rasta na kojoj će se ekonomija na kraju naći.

Treća hipoteza je dokazana kroz analizu privrednog rasta zemalja jugoistočne Evrope. Privredni rast je u ovim zemljama bio izuzetno slab a pratila ga je i snažna deindustrijalizacija. Uporedo sa svim ovim došlo je i do razaranja velikog jugoslovenskog tržišta koje je uz to bilo jako protekcionističko. U ovim uslovima, trebalo je ekonometrijski dokazati da je, pored uticaja razaranja tržišta i promene relativnog nivoa cena industrijskih proizvođača usled konkurencije istočno-azijske zemlja, i relativno duga apresijacija realnog deviznog kursa uticala na slabljenje stope rasta i deindustrijalizaciju. To je u disertaciju uspešno dokazano. Uz to, dat je i čitav niz drugih dalekosežnijih uvida vezanih za koridore preko kojih je taj uticaj išao.

## 6. Zaključak i predlog

Imajući u vidu opštu ocenu rada, ostvarene rezultate i naučni doprinos doktorske disertacije, Komisija sa zadovoljstvom konstatuje da je doktorska disertacija mr Mirjane Čizmović u potpunosti urađena prema odobrenoj prijavi i da zadovoljava sve postavljene standarde za izradu doktorske disertacije. Sledsveno tome, Komisija predlaže Nastavno-naučnom veću *Beogradske bankarske akademije – Fakulteta za bankarstvo, osiguranje i finansije* i Senatu *Univerziteta Uniona* da kandidatkinji **Mirjani Čizmović**, magistru ekonomskih nauka, odobri odbranu doktorske disertacije pod naslovom „**Privredni rast i devizni kurs**“.

### Članovi Komisije

1. Profesor dr **Hasan Hanić**, Predsednik

2. Profesor dr **Milenko Popović**, Mentor

3. Profesor dr **Zoran Grubišić**, član

U Beogradu, Februara 2016.