

NASTAVNO – NAUČNOM VEĆU
BEOGRADSKE BANKARSKA AKADEMIJE
FAKULTETA ZA BANKARSTVO, OSIGURANJE I FINANSIJE
UNIVERZITETA UNION

Na osnovu Predloga odluke Nastavno-naučnog veća Beogradske bankarske akademije – Fakulteta za bankarstvo, osiguranje i finansije br. 294 od 3.7.2019.g. i Odluke Senata Univerziteta Union br. A 215-02/19 od 8.7.2019.g. imenovani smo za članove Komisije za ocenu i odbranu doktorske disertacije pod nazivom *Međuzavisnost makroekonomske stabilnosti zemlje i njene otvorenosti prema globalnim finansijskim tokovima na primjeru Crne Gore* kandidata Jovane Žugić. Pošto smo proučili završenu doktorsku disertaciju podnosimo sledeći

R E F E R A T

O OCENI DOKTORSKE DISERTACIJE

1. Osnovni podaci o kandidatu i disertaciji

Jovana Žugić rođena je u Podgorici 1. avgusta 1991, gde je završila osnovnu školu i gimnaziju. Ekonomski fakultet u Podgorici upisala je 2010. godine, a diplomirala je 2014. godine sa prosečnom ocenom 10,00 i time stekla zvanje diplomiranog ekonomiste. Tokom trajanja osnovnih studija boravila je i sa najvišim ocenama završila deo studija na London School of Economics kao i na Wirtschaftsuniversitat Univerzitetu u Beču.

Poslediplomske magistarske studije, smer „Menadžment biznisa“, upisala je 2014. godine na Ekonomskom fakultetu u Podgorici, a završila iste odbranivši magistarski rad u januaru 2016, sa prosečnom ocenom 10,00. U toku trajanja magistarskih studija, radila je kao saradnik u nastavi na Ekonomskom fakultetu u Podgorici na dve naučne discipline i to: menadžment, na drugoj godini osnovnih studija, i korporativno upravljanje i kontrola na četvrtoj godini osnovnih studija, na smeru „Računovodstvo i revizija“.

Doktorske studije na Beogradskoj bankarskoj akademiji Univerziteta Union u Beogradu počela je u školskoj 2016/17. godini.

Svoje radno iskustvo počela je radnim angažmanima još u toku trajanja osnovnih studija, radeći pored ostalog i u Poreskoj upravi Crne Gore, kao i volontirajući u nekoliko privatnih kompanija. Po završetku angažmana na Ekonomskom fakultetu radila je u Crnogorskoj komercijalnoj banci na poziciji referenta za razvoj novih proizvoda i usluga, u *Retail* diviziji CKB banke od juna 2015. do decembra iste godine. Potom je svoj rad nastavila u „Construction Development Company“ u Dohi na poziciji finansijskog analitičara biznisa, kao deo menadžmenta tog preduzeća, u toku 2016. godine. Po povratku u Crnu Goru krajem 2016. godine, upisala je doktorske studije na Beogradskoj Bankarskoj Akademiji u januaru 2017. a mesec dana potom počela radni angažman u Komisiji za tržište kapitala Crne Gore, gde je ostala do jula 2018. Tog datuma obnovila je radni odnos sa CKB bankom, ovog puta obavljajući funkciju kreditno-finansijskog analitičara ekspertskog nivoa u okviru sektora za

pravna lica (*Corporate* divizija) gde je i trenutno zaposlena. Osim rada u privredi, bila je takođe i angažovana kao gostujući predavač Univerziteta Donja Gorica, Fakultetu za Međunarodnu ekonomiju, finansije i biznis, na predmetu „Monetarna ekonomija i bankarstvo 2“.

Dobitnica je mnogih nagrada i priznanja među kojima su i ona za: najboljeg studenta Crne Gore za sve univerzitete školske 2013/2014. godine od strane Atlas fondacije, najboljeg studenta Ekonomskog fakulteta u Podgorici za sve četiri godine trajanja osnovnih studija od strane Ekonomskog fakulteta Podgorica, najboljeg studenta Ekonomskog fakulteta od strane Univerziteta Crne Gore, CANU stipendije za najbolje mlade istraživače 2014. godine, stipendije fondacije KAS u trajanju od dve školske godine, stipendije Ministarstva prosvete za sve četiri godine trajanja osnovnih studija, stipendije fondacije prof. dr. Dragan Lajović, nagrade 19. Decembar Podgorica, i drugih. Pored toga ima uverenja da je stekla zvanja: brokera, dilera, investicionog menadžera investicionog fonda kao i investicionog menadžera penzionog fonda.

Kao dobitnica stipendije KAS učestvovala je na mnogim edukacijama, seminarima i obukama u zemlji, regionu i Evropi.

Završila je „MBSDr“ (*Managerial Business Skills Development for Researchers*) u organizaciji Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Ljubljani.

Pored navedenog, objavila je i nekoliko naučnih i stručnih radova:

- Žugić J. (2015.) „Prevazilaženje agencijskog problema u funkciji napredjenja kvaliteta korporativnog upravljanja s osvrtom na Crnu Goru“ - magistarska teza, Podgorica: Ekonomski fakultet.
- Žugić J. (2018) „Tržište kapitala biće sigurnije i efikasnije“, (koautor Đuričković A.) „*Bankar*“ broj 40/11, strana 80-86.
- Žugić J. (2018) „The relationship between Current account Deficits and Growth in Montenegro: ARDL Bounds Testing Approach“ (koautori Ozer M, Tomas-Miskin S.) „*Journal of Central Banking Theory and Practice*“ broj 7, izdanje 3, strana 5-24.
- Žugić J. (2018) „Foreign investment in the function of accelerated economic development of countries in transition with special reference to Republika Srpska“ (koautorka Tomas-Miskin S.) „*International Review*“ No. 1-2,2018, Faculty of Business Economics and Entrepreneurship, strana 10-21.

Na osnovu Predloga odluke Nastavno-naučnog Veća Beogradske bankarske akademije - Fakulteta za bankarstvo, osiguranje i finansije br. 286 od 6.6.2018.g. i Odluke Senata Univerziteta "Union" u Beogradu br. A 214-01/18 od 18.06.2018.g. odobrena je izrada doktorske disertacije kandidatkinji Jovani Žugić pod nazivom *Međuzavisnost makroekonomske stabilnosti zemlje i njene otvorenosti prema globalnim finansijskim tokovima na primjeru Crne Gore*.

Pored uvoda i zaključka doktorska disertacija sadrži četiri centralna dela:

1. *Teorijsko-metodološke osnove analize deficita tekućeg računa*
2. *Metodološki osnov analize teorijske koncepcije o blizanačkom deficitu*
3. *Metodološki osnov analize o nemogućem trojstvu*
4. *Uticaj tokova kapitala na makroekonomsku stabilnost Crne Gore*

Disertacija sadrži 33 tabele, 32 grafikona i 4 slike, kao i vrlo koristan spisak skraćenica koje pružaju detaljnije informacije i odgovarajuću ilustraciju rezultata i zaključaka iznetih u tekstu. Spisak korišćene literature sadrži 102 izvora domaćih i stranih autora, 3 izvora su zvanične publikacije CBCG. Obuhvata članke objavljene u domaćim i međunarodnim časopisima i zbornicima, knjige relevantne studije i veb sajtove. Korišćena literatura je vrlo sveža pretežno publikovana u periodu 2010-2018. godine.

2. Predmet i cilj disertacije

Predmet doktorskog rada je analiza međuzavisnosti između makroekonomske stabilnosti zemlje i njene otvorenosti prema globalnim finansijskim tokovima na primeru Crne Gore. Pošto se radi o eurizovanoj maloj otvorenoj privredi, kandidat Jovana Žugić definiše makroekonomsku stabilnost kroz stanje na tekućem računu prema inostranstvu (eksterna stabilnost) i odgovarajuću vezu prema fiskalnom deficitu (interna stabilnost). To se čini opravdanim jer se time postiže sveukupna makroekonomska ravnoteža, a i MMF danas u svojim programima makroekonomske stabilnosti targetira ova dva blizanačka deficita. Samim tim, hipoteza o blizanačkom deficitu koja se analizira predstavlja važan predmet ovog rada.

Sa druge strane, trend finansijske globalizacije predstavlja jednu od najaktuelnijih tema u savremenom ekonomskom okruženju. Razlog leži u činjenici da sve više zemalja otvara svoje granice za interakciju sa globalnim tržištem i taj proces na različite načine utiče na ekonomske sisteme zemalja. Za malu, otvorenu i unilateralno eurizovanu ekonomiju kakva je Crna Gora, uzimanje aktivnog učešća u trendu finansijske globalizacije, pored ostalog, znači i dozvoljavanje slobodnog protoka kapitala. To na mnogobrojni ekonomski sistem ostavlja posledice na više nivoa, a u ovom radu je primarni fokus stavljen na stanje (deficita) na tekućem računu zemlje prema inostranstvu što predstavlja posledicu otvaranja zemlje prema svetskoj privredi.

Cilj rada je bio da se teorijski i empirijski ispituju efekti otvorenosti za tokove kapitala na privredu Crne Gore. U oblasti istraživanja na temu tekućeg računa platnog bilansa, rezultate čine ne samo dokazivanje da je deficit na tekućem računu platnog bilansa zemalja u razvoju (poput Crne Gore) neophodnost kroz koju je zemlja morala proći i sa čime se i danas suočava, već i determinisanje dugoročnih i kratkoročnih determinanti deficita na tekućem računu prema inostranstvu.

U doktorskome radu, važan cilj je i objašnjenje metodologije korišćene za dobijanje indikatora za predviđanje privrednih ciklusa jedne zemlje – ono što je za zemlje poput Hrvatske i Srbije određeno uz pomoć CROLEI (eng. *Croatian leading economic*

indicator) i SERLEI (eng. *Serbian leading economic indicator*) indikatora. Umesto kreiranja MONLEI (eng. *Montenegrin leading economic indicator*) indikatora, koji se za Crnu Goru ispostavilo da je nemoguće odrediti zbog dužine vremenskih serija i broja varijabli (što je kandidat u poglavlju adekvatno obrazložio), sprovedeno je ekonometrijsko istraživanje koje je za cilj imalo determinisanje uticaja tokova kapitala na makroekonomsku stabilnost Crne Gore.

Blizanački deficit, kao pojava koja se sve frekventnije istražuje nakon prvih implikacija koje su bile uzrokovane velikom finansijskom krizom i recesijom u ekonomijama zemalja koje su kroz istu prošle ili i dalje prolaze, takođe je jedan od postavljenih ciljeva istraživanja u ovom radu. Teorijskom analizom dostupne literature za ekonomiju Crne Gore ispitano je da li postoji zavisnost između deficita na tekućem računu i budžetskog deficita zemlje, odnosno balansa na tekućem računu i u budžetu zemlje. Prema rezultatima mnogih naučnih radova iz ove oblasti, ekonomije koje, poput crnogorske, nemaju mogućnost kontrole režima deviznog kursa, iskusile su povećanje deficita na tekućem računu u periodu koji je prethodio kriznom, tzv. „periodu buma“, u poređenju sa zemljama koje imaju fluktuirajući režim. U ovom radu je takođe provereno da li se deficit na tekućem računu i budžetski deficit kreću uvek u istom smjeru. Oslanjajući se na prethodna istraživanja i objavljenje naučne radove iz ove oblasti, analizirano je koji je devizni kurs, fiksni ili fluktuirajući, preporučljiv za aktivnost prilagođavanja tekućeg računa Crne Gore. Na samom kraju ispitana je jedna od četiri hipoteze rada koja se odnosi na pitanje međuzavisnosti između navedena dva deficita.

Osnovni cilj istraživanja u ovom doktorskom radu bio je da se ispita da li postoji međuzavisnost između makroekonomske stabilnosti zemlje kakva je Crna Gora, koja je mala otvorena privreda, unilateralno eurizovana i zemlja u razvoju, i njene otvorenosti za međunarodne finansijske tokove kapitala te da se, ukoliko postoji, kvantifikuje stepen (jačina) međuzavisnosti.

3. Osnovne hipoteze od kojih se polazilo u istraživanju

- **H1:** *Fiksni režim deviznog kursa u eurizovanoj ekonomiji, u kontekstu modifikovane teoreme o nemogućem trojstvu, neizbežno vodi visokom nivou deficita na tekućem računu, za zemlju koja je u razvoju;*
- **H2:** *Prilivi po osnovu doznaka iz inostranstva snižavaju zavisnost crnogorske ekonomije od stranih direktnih investicija i portfolio investicija;*
- **H3:** *Dinamika i smer kretanja deficita na tekućem računu i budžetskog deficita nisu međusobno direktno korelisani u ekonomiji Crne Gore;*
- **H4:** *Konstruisanjem adekvatnog vodećeg indikatora kretanja privrednih ciklusa u Crnoj Gori moguće je predvideti narednu fazu privrednog ciklusa uz određeni vremenski pomak;*

4. Metode koje su primenjene u istraživanju

U istraživanju su korišćene sljedeće istraživačke metode:

„**Desk metoda**“ istraživanja obimne naučne i stručne literature sa ciljem kreiranja hipoteza i specifikacije empirijske istraživačke metodologije. Svi elementi hipoteza rada koji su u samom radu ispitani ekonometrijskim modelima prethodno su obrađeni sa teorijskog aspekta na način da je ekonomska teorija koja postoji a tiče se navedenih oblasti detaljno, taksativno nabrojana, razložena i objašnjena, da bi se od takve teorijske podloge moglo krenuti u detaljno empirijsko ispitivanje određenih tema i zadataka rada. Spisak korišćene literature koja je kandidatu poslužila da ostvari navedenu svrhu nalazi se na kraju rada i pretežno obuhvata aktuelne naučne i stručne časopise, ali ne izostavlja ni kapitalna naučna dela iz navedenih oblasti gdje se među autorima prepoznaju najvažnija imena ekonomske misli.

Kada je reč o empirijskom delu istraživanja, korišćen je ARDL model ekonometrijskog modeliranja.

ARDL ekonometrijsko modeliranje primenjeno je na dostupnim vremenskim serijama sa ciljem istraživanja i identifikovanja:

- dugoročnih i kratkoročnih determinanti deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore;
- veze koja postoji između finansiranja privatnog sektora i ekonomskog rasta (rasta BDP-a) Crne Gore;
- uticaja tokova kapitala na ekonomski rast Crne Gore.

U radu je na više mesta detaljno objašnjeno zbog čega se pored mnoštva danas poznatih i široko upotrebljivanih modela za obradu dostupnih uzoraka, preporučuje upotreba upravo ovog ekonometrijskog modela. Jovana Žugić za to nudi dva osnovna objašnjenja. Naime, najvažniji razlog sastoji se u tome što je za ekonomiju Crne Gore moguće, u svrhu istraživanja, na dan pisanja rada, obezbediti izuzetno kratke vremenske serije. Ovo je prvenstveno moguće stoga što neka, iako ne sva zvanična statistička merenja na državnom nivou, potiču od perioda sticanja nezavisnosti Crne Gore (21. maj 2006), do najskorijeg mogućeg dostupnog podatka (2018. godina i to ne za sve varijable i vremenske serije), što sve potencijalne vremenske serije koje je moguće uzeti u obzir prilikom kreiranja modela čini dugim najviše dvanaest godina! Imajući u vidu da je jedno od opšteprihvaćenih pravila kvantitativnih ekonomskih nauka da uzorak mora biti sastavljen od minimum trideset iteracija, kako bi bio dovoljno veliki da bi njegovim ispitivanjem bilo moguće doći do statistički značajnih zaključaka, jasno je kako će, makar u narednih nekoliko godina, u slučaju analize crnogorske ekonomije svaki naučnik naići na problem u obradi, ali i sakupljanju podataka. Stoga je preporuka autorke da se za što je moguće više modela i proračuna, bili oni ekonometrijski, statistički ili drugi koristi upravo ARDL model. Ovaj model se u odnosu na ostale dostupne pokazao najboljim u

pogledu obrade podataka iz malih uzoraka. Takođe, značaj primenjivanja ARDL modela raste u posljednjih nekoliko godina i sve je veći broj naučnih radova u kojima su se autori poslužili navedenim ekonometrijskim modelom. U tom smislu, moguće je govoriti o značajnosti ovog doktorskog rada i njegovoj atraktivnosti u pogledu primene savremenih ekonometrijskih alata za pronalaženje odgovora na postavljena pitanja. Upravo je aktuelnost metodologije koja je u ovom radu korišćena drugi razlog opredjeljivanja za ARDL modeliranje.

Komplementarni metodi i alati korišćeni su uz navedene i pokrivaju različite kombinacije metoda deskriptivne, komparativne i regresione analize. Ove metode upotrijebljene su dominantno za analiziranje deficita na tekućem računu i identifikovanje njegovih dugoročnih i kratkoročnih determinanti, ali i detaljnu analizu blizanačkog deficita.

5. Kratak opis sadržaja disertacije

Disertacija je podijeljena na četiri strukturne celine kojima su dodati uvodno i zaključno poglavlje, spisak literature, tabela, grafikona, slika i skraćenica, kao i apendiks.

Uvodni deo rada sastoji se od prezentacije predmeta i ciljeva istraživanja rada, a zatim su formulisane postavljene hipoteze. Objašnjenje metodologije koja je u radu upotrijebljena, kao i sistematičan pregled teorijske podloge, čine važan segment uvodnog dela rada. Kraj uvodnog poglavlja sumira implikacije i zaključke iz rada koji čine ostvareni naučni doprinos rada. U uvodnom delu je takođe dat i pregled strukture disertacije.

Istraživanje u radu počinje teorijsko-metodološkom osnovom analize deficita tekućeg računa bilansa plaćanja kroz sumiranje teorijsko-metodoloških pristupa različitih autora i radova koji su se bavili tom tematikom, te definisanje pojmova koji su u ostatku drugog dela teorijski i empirijski (ekonometrijski) ispitivani. Kako je bilans tekućeg računa jedna od tri komponente bilansa plaćanja, tako se kroz analizu bilansa, dolazi do sledećeg objekta teorijske analize – balansa na tekućem računu države. U delu teorijske obrade pojma bilansa tekućeg računa dat je pregled različitih definicija tog pojma, a zatim je predstavljen bilans tekućeg računa Crne Gore. Sledeći deo drugog poglavlja, napisan sa ciljem razumevanja kako drugog poglavlja, tako i ostatka rada, jeste postavljanje teorijskih osnova za dalje istraživanje u vidu definisanja ciljeva i instrumenata ekonomske politike. Odmah potom, prelazi se na analizu deficita tekućeg računa i platni bilans na koje se nadovezuje deo analize tekućeg računa i determinanti tekućeg računa Crne Gore. Ovo je učinjeno primenom ARDL metodologije modeliranja na dostupnim podacima i rezultiralo je zaključcima prezentovanim u finalnom, zaključnom poglavlju rada. Pomenuti značaj rezultata istraživanja ogleda se u činjenici da, prema autorkinim saznanjima, do danas, nije bilo sličnih istraživanja u crnogorskoj ekonomiji. Drugo poglavlje rada završava se osvrtom na uticaj priliva po osnovu doznaka iz inostranstva

na balans na tekućem računu države, što je i sublimirano u delu zaključnih razmatranja istog poglavlja.

Treće poglavlje čini jedan od teorijski najzanimljivijih ekonomskih fenomena, koji je temeljno ispitan sa teorijskog stanovišta i tiče se analize teorijske koncepcije o blizanačkom deficitu. Da bi se bolje razumela suština složenog koncepta blizanačkog deficita bilo je neophodno dati sve potrebne definicije i teorijsku podlogu pojma deficita državnog budžeta. Nakon toga, u trećem delu rada, prezentovana je teorija blizanačkog deficita i dat prikaz najvažnijih naučnih radova koji su se navedenom tematikom bavili, kao i prikaz korišćenih metoda i tehnika, ne bi li se došlo do odgovora na pitanje da li se ova teorijska koncepcija odnosi i na ekonomiju Crne Gore. Na primeru Crne Gore, dokazano je da ne postoji međusobni direktni uticaj fiskalnog deficita i deficita tekućeg računa, ali je dat naučno značajan zaključak kojim se dokazuje da je u osnovi oba deficita, u slučaju ekonomije Crne Gore, najčešće, isti ekonomski pokretač. Sve prethodno navedeno, potkrepljeno je realnim empirijskim primerima, a zaokruženo u delu zaključnih razmatranja trećeg poglavlja rada.

Nakon ispitivanja teorijske koncepcije blizanačkog deficita i dokazivanja kako ista ne postoji na primjeru ekonomije Crne Gore, četvrto poglavlje disertacije bavi se metodološkim osnovama analize teorije o nemogućem trojstvu. Na prvom mestu postavljene su i prezentovane teorijske postavke osnova Mundell-Fleming modela, a zatim i teorijska koncepcija o nemogućem trojstvu. U četvrtom poglavlju su dati teorijski prikazi makroekonomskog sistema Crne Gore, a onda i temeljno ispitana funkcija Centralne banke Crne Gore u odnosu na makroekonomsku stabilnost zemlje, da bi bilo moguće izvesti zaključke vezane za ekonomiju Crne Gore. Na taj način omogućeno je modifikovanje teorije o nemogućem trojstvu u uslovima eurizovane ekonomije i primena svega prethodno objašnjeno na realnom primeru, ekonomiji Crne Gore. Četvrti deo rada završen je uz preporuke generisane iz modifikovane teorije o nemogućem trojstvu.

Peto poglavlje sadrži za rad ključne ekonometrijske proračune kojima je razjašnjena postavljena ekonomska dilema. da li se teorijski, ali i empirijski (korišćenjem ekonometrijskih modela i tumačenjem dobijenih rezultata) može identifikovati međusobni odnos tokova kapitala i makroekonomske stabilnosti i ekonomskog rasta Crne Gore. Da bi se odgovorilo na ovu dilemu, u petom delu je na prvom mestu prezentovana teorijska analiza istorijskog kretanja privrednih ciklusa Crne Gore. Odmah potom objašnjeno je, nakon prezentacije metodologije obračuna SERLEI i CROLEI indikatora za predviđanje poslovnih ciklusa tih ekonomija (Srbije i Hrvatske), zašto je MONLEI indikator nemoguće razviti na primeru Crne Gore. Međutim, iznađen je bolji način da se dođe do odgovora na isto pitanje koje se postavlja pred MONLEI indikator, i to kroz ARDL modeliranje dva ekonometrijska problema, odnosno pitanja, nakon čega su usledila zaključna razmatranja petog dela rada.

U šestom delu disertacije, sumirani su svi zaključci iz završnih delova individualnih poglavlja i izvedene zaključne misli i rezultati istraživanja. Tu su zbirno prezentovani teorijski i empirijski rezultati istraživanja, a zatim i potencijalne implikacije istraživanja

na politiku odlučivanja kreatora ekonomske politike. Na samom kraju ovog poglavlja, kao njegov integralni deo, prezentovana su i ograničenja istraživanja i preporuke za dalja istraživanja.

Završni deo disertacije čine dodaci i pregled literature koja je u radu korišćena

6. Ostvareni rezultati i naučni doprinos

Rezultati do kojih je kandidat Jovana Žugić došla predstavljaju naučni doprinos proučavanju odnosa koji postoji između makroekonomske stabilnosti jedne zemlje i otvorenosti zemlje prema globalnim finansijskim tokovima. Sve to je ispitano uzimajući u obzir karakteristike Crne Gore, male otvorene, unilateralno eurizovane privrede. Rezultati empirijskog istraživanja dobijenog korišćenjem nekoliko ekonometrijskih modela na osnovu dostupnih vremenskih serija, potvrdili su postavljene hipoteze u ovoj doktorskoj disertaciji.

Analiza rezultata vezano za naučni doprinos rada podeljena je prema delovima istraživanja koja su sistematično prezentovana u nastavku.

1. Deficit tekućeg računa bilansa plaćanja i njegove determinante (na primeru Crne Gore)

Ekonometrijski deo istraživanja je za rezultat dao spisak kratkoročnih i dugoročnih determinanti deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore. Spisak dobijenih kratkoročnih determinanti deficita tekućeg računa koje su predmet ekonometrijskog istraživanja su: stopa rasta, uslovi trgovanja, racio štednje privatnog sektora i BDP-a i kamatna stopa eura. Objašnjeno je i na koji način svaka od navedenih stavki utiče na deficit tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore. Sve ove determinante imaju uticaj na deficit tekućeg računa platnog bilansa na kratak rok, kako je već rečeno. Navedeni zaključci su od značaja za kreatore monetarne politike kako za razumevanje dešavanja na polju tekućeg računa platnog bilansa, tako i za postavljanje kratkoročnih ciljeva i kreiranje instrumenata monetarne politike.

Što se tiče značajnijih, dugoročnih determinanti, koji su opet povezani sa kratkoročnim ciljevima, to su: stopa rasta, realni devizni kurs, racio štednje privatnog sektora i BDP-a i racio štednje javnog sektora i BDP-a, za ove elemente objašnjeno je na koji način utiču na deficit tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore. Dobijeni podaci su izvedeni korišćenjem ARDL metodom, koristeći kamatnu stopu eura kao egzogenu varijablu što je značajno uticalo na racio deficita tekućeg računa platnog bilansa i BDP-a.

Rezultati ekonometrijskog istraživanja su da je u slučaju Crne Gore opravdano postojanje deficita tekućeg računa platnog bilansa na kratak rok kao posledica investicija u zemlju i podizanje stopa privrednog rasta.

U radu je dokazana i hipoteza da *prilivi po osnovu doznaka iz inostranstva snižavaju zavisnost crnogorske ekonomije od stranih direktnih investicija i portfolio investicija*. Ono što je iz ovog istraživanja dokazano, pored hipoteze, jeste i činjenica da se Crna Gora, poput ostalih zemalja u razvoju sa značajnim brojem njenih nekadašnjih rezidenata koji se sada nalaze u inostranstvu, oslanja na konstantan priliv po osnovu sekundarnog dohotka, odnosno doznaka iz inostranstva. Štaviše, za razliku od nivoa SDI, koji su tradicionalno najviši u periodima ekonomskog prosperiteta i oporavka od ekonomskih kriza, priliv po osnovu sekundarnog dohotka, odnosno doznaka iz inostranstva je veći upravo u periodima ekonomske recesije. Iz tog dela istraživanja izvedena je sledeća relacija: što je veći procenat stranih direktnih investicija i što je njihova struktura povoljnija za ekonomski sistem zemlje, to se smanjuje potreba zemlje za inostranim zaduživanjem da bi se pokrio deficit tekućeg računa.

2. Blizanački deficiti (na primeru Crne Gore)

U radu je, na primeru Crne Gore, dokazano da ne postoji direktni uticaj jednog od deficita na drugi, ali je izveden zaključak kojim se tvrdi da je u osnovi oba deficita, najčešće, isti ekonomski pokretač. Sve prethodno navedeno potkrepljeno je realnim empirijskim primerima.

U rezultatima istraživanja je objašnjeno da koren deficita tekućeg računa platnog bilansa Crne Gore leži u deficitu državnog budžeta, ali ne može se reći i obrnuto. Ovo je jasno kada se uzme u obzir iznesena konstatacija koja važi za ekonomiju Crne Gore koja se zasniva na investicijama i nije okrenuta štednji.

Dakle, iako nije moguće osporiti međusobnu povezanost fiskalnog i deficita tekućeg računa platnog bilansa, u slučaju crnogorske ekonomije ne može se reći da fiskalni deficit *uzrokuje* deficit tekućeg računa platnog bilansa. Ipak, kad bi Crna Gora imala svoju valutu, koju bi deficit državnog budžeta mogao devalvirati, rezultati ovog naučnog istraživanja bi bili mnogo drugačiji.

3. Teorema o nemogućem trojstvu (adaptirana teorema za primer Crne Gore)

Nakon postavki makroekonomskog sistema Crne Gore, ali i prezentacije osnovnih postulata teorijske koncepcije o nemogućem trojstvu, povezani su rezultati na način da je razumljivo kako se teorija o nemogućem trojstvu, kao takva, ne može primeniti na uslove crnogorske ekonomije, iz razloga što se u ovoj teoriji polazi se od očigledne pretpostake, koja važi u najvećem broju zemalja, a koja se tiče slobode izbora tih zemalja da odaberu bilo koju od tri moguće situacije koje su u samom radu detaljno objašnjene. Zemlja može slobodno da bira da li želi da ima fiksni ili fluktuirajući režim deviznog kursa, zatim, da li je u stanju da „otvori“ ili da naprotiv „zatvori“ zemlju za protok kapitala, i na poslednjem mestu, da li može da se odrekne ili da afirmiše postojanje monetarnog autoriteta u zemlji.

Na primeru Crne Gore, koja je zemlja sa unilateralnom eurizovanom ekonomijom koja, uz to, nema funkciju štampanja valute koja je u opticaju, vidljivo je ograničenje teorije o nemogućem trojstvu. Crna Gora, dakle prema originalnoj teoriji, nema tri opcije između kojih

može da bira. Opcija koju crnogorska ekonomija ima ispred sebe jeste oslobađanje granica zemlje za slobodan tok kapitala (ili zatvaranje granica i zabranu istog), dok su alternativna opredeljenja poput monetarne nezavisnosti i odabira između fiksiranog ili plivajućeg režima deviznog kursa, van njene kontrole. Na ovaj način, donosiocima ekonomskih odluka ruke su vezane. U radu je odabran pristup adaptacije teorijske koncepcije i on je učinjen uključivanjem kategorije deficita na tekućem računu platnog bilansa u originalnu teorijsku koncepciju eliminišući pritom one delove originalnog okvira koji nisu primenjivi na crnogorski sistem. U prilagođenoj teoriji, ispred Crne Gore nalaze se tri različita potencijalna cilja ekonomske politike i to:

- Stabilnost deviznog kursa kroz eurizovanje sistema i eliminaciju nezavisnosti u vođenju monetarne politike, ili alternativno deeurizaciju istog;
- Oslobađanje ili ograničavanje srodo protoka kapitala
- Targetiranje nivoa deficita tekućeg računa platnog bilansa zemlje.

4. Uticaj tokova kapitala na stabilnost i rast Crne Gore

U radu je korišćenjem ARDL modela utvrđeno postojanje kratkoročnih uticaja tokova kapitala na ekonomski rast Crne Gore sledećih varijabli: prethodne vrednosti (docnje ili leg-ovi) BDP-a, strane direktne investicije, ukupni kapitalni prilivi i kamatna stopa eura.

Što se tiče dugoročnih uticaja tokova kapitala na ekonomski rast Crne Gore, dokazano je da sledeće varijable imaju dugoročni uticaj na ekonomski rast Crne Gore: strane direktne investicije i ukupni kapitalni prilivi. Istom ekonometrijskom metodologijom utvrđeno je kako nema dugoročnog uticaja portfolio investicija na ekonomski rast Crne Gore.

Na osnovu prezentovanih rezultata utvrđeno je postojanje ne samo uticaja makroekonomske stabilnosti zemlje na njenu otvorenost prema globalnim ekonomskim tokovima, već i obratno. Na osnovu svega, na primeru ekonomije Crne Gore, sa svim njenim nekoliko puta prezentovanim karakteristikama, moguće je govoriti o *međuzavisnosti makroekonomske stabilnosti Crne Gore i njene otvorenosti prema globalnim finansijskim tokovima*.

Zaključak kandidata je da za aktuelnu situaciju u privredi Crne Gore važi, *ceteris paribus*, što je zemlja stabilnija (gledano sa makroekonomskog aspekta), to njena otvorenost prema globalnim finansijskim tokovima treba da bude izraženija. Isto tako, što se više zemlja otvori prema globalnim finansijskim tokovima, to je za očekivati da će postići još veći stepen makroekonomske stabilnosti. Međutim, prilikom iznošenja prethodne konstatacije ne sme biti zanemaren jedan od najvažnijih rezultata ekonometrijskog istraživanja koji je prezentovan u radu. Naime, u pogledu otvorenosti zemlje prema globalnim finansijskim tokovima, ne sme biti zanemarena činjenica da će isti generisati pozitivnije rezultate što snažnija bude konkurentnost zemlje u odnosu na okruženje i što jača bude njena realna ekonomija.

7. Zaključak i predlog Komisije

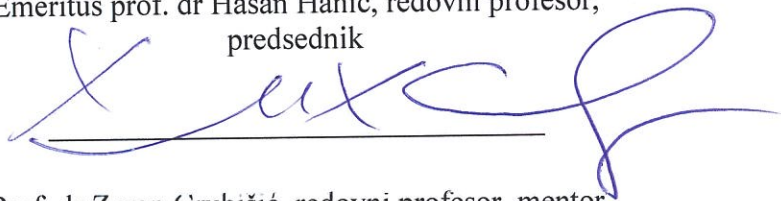
Nakon sprovedene analize doktorske disertacije Jovane Žugić, pod nazivom *Međuzavisnost makroekonomske stabilnosti zemlje i njene otvorenosti prema globalnim finansijskim tokovima na primjeru Crne Gore*, Komisija ocenjuje da je kandidat Jovana Žugić koristeći relevantnu naučnu metodologiju i opsežnu literaturu uspešno obradila proučavanu temu. Doktorska disertacije je urađena u skladu sa prijavom koja je odobrena od strane Nastavno-naučnog Veća Beogradske bankarske akademije – Fakulteta za bankarstvo, osiguranje i finansije i Senata Univerziteta „Union“ u Beogradu, kako u pogledu predmeta, cilja i postavljenih hipoteza i metoda istraživanja, tako i u pogledu sadržaja. Komisija sa zadovoljstvom konstatuje da je ostvaren cilj istraživanja i da je doktorska disertacija rezultat originalnog i samostalnog naučnog rada kandidata.

Na osnovu svega izloženog, imajući u vidu kvalitet rada, značaj teme, dobijene rezultate i originalni naučni doprinos doktorske disertacije kandidata Jovane Žugić, pod nazivom *Međuzavisnost makroekonomske stabilnosti zemlje i njene otvorenosti prema globalnim finansijskim tokovima na primjeru Crne Gore*, Komisija predlaže Nastavno-naučnom Veću Beogradske bankarske akademije – Fakulteta za bankarstvo, osiguranje i finansije Univerziteta „Union“ u Beogradu da prihvati doktorsku disertaciju i odobri njenu javnu odbranu.

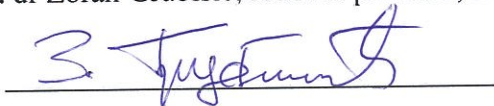
Beograd, 12. juli 2019.
godine

Komisija

Emeritus prof. dr Hasan Hanić, redovni profesor,
predsednik



Prof. dr Zoran Grubišić, redovni profesor, mentor



Prof. dr Zoran Đikanović, vanredni profesor
Fakulteta za međunarodnu ekonomiju, finansije
i biznis

Univerziteta Donja Gorica
Podgorica, Crna Gora, član

