

ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ

Број _____

Датум _____

Београд

УНИВЕРЗИТЕТ У БЕОГРАДУ

Веће научних области правно – економских наука

З А Х Т Е В**за давање сагласности на реферат о урађеној докторској дисертацији**

Молимо да, сходно члану 46. ст. 5. тач 4. Статута Универзитета у Београду (“Гласник Универзитета“ бр.131/06), дате сагласност на реферат о урађеној докторској дисертацији кандидата:

ДЕЈАНА (РАДОМИР) КОВАЧЕВИЋА
(име, име једног родитеља и презиме кандидата)

КАНДИДАТ: **ДЕЈАН (РАДОМИР) КОВАЧЕВИЋА** пријавио је докторску дисертацију под називом:
(име, име једног родитеља и презиме кандидата)

“Монетарни трансмисиони механизам: примјер Босне и Херцеговине“

из научне области: **економија**

Универзитет је дана **20.04.2010. године** са својим актом под бр **020-1224/25-10** дао сагласност на предлог теме докторске дисертације која је гласила:

“Монетарни трансмисиони механизам у Босни и Херцеговини“

Комисија за оцену и одбрану докторске дисертације кандидата **ДЕЈАНА (РАДОМИР) КОВАЧЕВИЋА** образована је на седници одржаној **14.05.2014. године** одлуком факултета под бројем **1676/1** у саставу:

име и презиме члана комисије	звање	научна област
1. др Миомир Јакшић	редовни професор	економска теорија и анализа
2. др Бошко Живковић	редовни професор	економска политика и развој
3. др Бранко Урошевић	редовни професор	статистика и математика
4. др Бранко Васиљевић	редовни професор	политичка економија

Наставно-научно веће факултета прихватило је извештај Комисије за оцену и одбрану докторске дисертације на седници одржаној дана **26.11.2014. године**.

ДЕКАН
ЕКОНОМСКОГ ФАКУЛТЕТА

Проф. др Бранислав Боричић

Прилог:

1. Извештај комисије са предлогом
2. Акт Наставно-научног већа факултета о усвајању извештаја
3. Примедбе дате у току стављања извештаја на увид јавности, уколико је таквих примедби било

Број:

Датум:

Београд

На основу чл. 59. и 174. Статута Економског факултета Универзитета у Београду, Наставно-научно веће Економског факултета у Београду, Наставно-научно веће Економског факултета у Београду, на седници одржаној 26.11.2014. године, донело је

ОДЛУКУ

1. Усваја се извештај о оцени докторске дисертације кандидата **КОВАЧЕВИЋ ДЕЈАНА**, магистра економских наука, под насловом:

“МОНЕТАРНИ ТРАНСМИСИОНИ МЕХАНИЗАМ: ПРИМЈЕР БОСНЕ И ХЕРЦЕГОВИНЕ“

и одобрава јавна одбрана.

2. Универзитет је дао сагласност на предлог теме докторске дисертације одлуком број 020-1224/25-10 од 20.04.2010. године.
3. Кандидат је објавио рад:
Kovačević, Dejan. 2013. „Mjere za jačanje valutnog odbora u Bosni i Hercegovini“. Zbornik radova Ekonomskog fakulteta na Palama br. 7. Univerzitet u Istočnom Sarajevu, str. 405-420.
Објављени рад квалификује кандидата за одбрану докторске дисертације.
4. Извештај о урађеној докторској дисертацији Факултет доставља Универзитету на сагласност.
5. Именује се Комисија за одбрану докторске дисертације у саставу:

др Миомир Јакшић
др Бошко Живковић
др Бранко Урошевић
др Бранко Васиљевић

Одлуку доставити:

- Универзитету у Београду
- Члановима комисије
- Кандидату
- Студентској служби
- Служби за опште и правне послове
- Архив

ПРЕДСЕДНИК ВЕЋА
ДЕКАН

Проф. др Бранислав Боричић

NASTAVNO-NAUČNOM VEĆU
EKONOMSKOG FAKULTETA UNIVERZITETA U BEOGRADU

Na osnovu odluke Nastavno-naučnog veća Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Beogradu br. 1676/1 od 16.5.2014 godine, nakon što smo proučili završenu doktorsku disertaciju kandidata mr Dejana Kovačevića, pod nazivom **“Monetarni transmisioni mehanizam: primjer Bosne i Hercegovine”**, podnosimo sledeći

R E F E R A T

1. Osnovni podaci o kandidatu i disertaciji

Kovačević Dejan je rođen 08.07.1975. godine u Sokocu, Bosna i Hercegovina. Osnovnu školu završio je u Sokocu. Dve godine srednje škole završio je u Sarajevu (Matematičko-fizičko-računarska srednja škola), a treću u Beogradu (13. beogradska gimnazija). Četvrtu godinu, nakon polaganja razlike predmeta zbog prekvalifikacije, završio je u Sokocu (Elektrotehnička škola), stekavši diplomu i zvanje tehničara elektronike. Godine 2001. diplomirao je na Ekonomskom fakultetu Univerziteta Srpsko Sarajevo, na Palama. Početkom 2009. godine, magistrirao je na Ekonomskom fakultetu u Beogradu, Univerzitet u Beogradu, na smeru Bankarski i finansijski menadžment, sa magistarskim radom pod nazivom „Kreditna ekspanzija u Bosni i Hercegovini“.

Tokom studija, Kovačević Dejan je radio u OSCE-u (Organisation for Security and Cooperation in Europe), kao asistent glavnog supervizora.

Po završetku studija, u junu 2002. godine zaposlio se u Centralnoj banci Bosne i Hercegovine. Pripravnički staž proveo je u Odeljenju za bankarstvo, a zatim u Odeljenju za ekonomska istraživanja, statistiku i publikacije, i učestvovao u izradi publikacija Centralne banke Bosne i Hercegovine: Godišnjeg izveštaja, Kvartalnog biltena, Mesečnog ekonomskog pregleda, kao i specijalnih tema istraživanja u okviru naučno-istraživačke djelatnosti u Banci.

U decembru 2009. godine raspoređen je na radno mjesto koordinatora Odeljenja za bankarstva, u Sektoru za bankarske usluge Centralnog ureda Centralne banke Bosne i Hercegovine. U periodu od oktobra 2010. do oktobra 2011. obavljao funkciju v.d. rukovodioca Odeljenja za bankarstvo. Tokom rada u Odeljenju za bankarstvo, Kovačević Dejan je obavljao funkciju pridruženog člana Investicionog komiteta, tela zaduženog za taktičko upravljanje deviznim rezervama Centralne banke.

Od marta 2013. godine obavlja funkciju rukovodioca Odeljenja za monitoring i analize Sektora za monetarne operacije, upravljanje deviznim rezervama i gotovinom Centralnog ureda Centralne banke Bosne i Hercegovine. Izabran je za punopravnog člana Investicionog komiteta Centralne banke Bosne i Hercegovine, kao i za člana uredništva redovnih publikacija koje objavljuje Centralna banka: Izveštaja o finansijskoj stabilnosti Odeljenja za finansijsku stabilnost, te Kvartalnog biltena i Godišnjeg izveštaja Ureda glavnog ekonomiste.

U periodu juni 2002 – juni 2003, Dejan Kovačević je bio član Saveta Ekonomskog fakulteta na Palama, Univerziteta u Istočnom Sarajevu.

U toku rada u Centralnoj banci Bosne i Hercegovine, Kovačević Dejan je pohađao različite seminare, specijalističke kurseve i međunarodne konferencije.

Dejan Kovačević je do sada napisao sledeće radove:

- Kovačević, Dejan. 2013. „Mjere za jačanje valutnog odbora u Bosni i Hercegovini“. Zbornik radova Ekonomskog fakulteta na Palama, 2013 7: str. 405-420.
- Kovačević, Dejan. 2009. “Fenomenologija i rizici kreditne ekspanzije u zemljama u tranziciji”. Specijalne teme istraživanja, ISSN 1840-2593. Centralna banka Bosne i Hercegovine, Sarajevo.

- Kovačević, Dejan, Kemal Kozarić. 2008. "Cijena novca u Bosni i Hercegovini". U „Tržište bankarskih proizvoda i usluga u Srbiji“. Beogradska bankarska akademija, Beograd.
- Kovačević, Dejan. 2005. "Upravljanje deviznim rezervama". Neobjavljeno. Centralna banka Bosne i Hercegovine, Sarajevo.

Učestvovao je u izradi Strategije razvoja Republike Srpske Vlade Republike Srpske, dokumenta koji je pripremljen od strane tima analitičara u saradnji sa Ekonomskim institutom u Banja Luci.

Doktorska teza kandidata mr Dejana Kovačevića pod nazivom „Monetarni transmisioni mehanizam: primjer Bosne i Hercegovine“ je obima 291 strana i obuhvata Uvod, šest glava i Zaključak. U spisku literature je navedeno 471 radova, relevantne domaće i strane literature.

2. Predmet i cilj disertacije

Monetarna politika utiče na ekonomsku aktivnost i inflaciju preko nekoliko kanala koji su poznati pod zajedničkim nazivom monetarni transmisioni mehanizam. Brojne empirijske i teorijske studije razmatraju problem transmisije monetarne politike, objašnjavaju različite kanale preko kojih se odluke nosilaca monetarne politike u pogledu instrumenata monetarne politike efektiviraju na ekonomiju, kao i njihov uticaj na ključne makroekonomske varijable.

Predmet doktorske disertacije kandidata Dejana Kovačevića je analiza monetarnog transmisionog procesa u aranžmanu valutnog odbora u Bosni i Hercegovini i empirijska ocena monetarnog transmisionog mehanizma u ekonomiji zemlje. U radu se koristiti termin monetarni transmisioni mehanizam umesto transmisioni mehanizam monetarne politike. Razlog za to je činjenica da je prostor za vođenje aktivne monetarne politike u kontekstu valutnog odbora prilično ograničen. Nedostatak aktivne monetarne politike ne znači nužno da u ekonomiji u kojoj se primenjuje valutni odbor nedostaju neke važne veze, odnosno kanali putem kojih se prenose efekti monetarnih šokova. Jačina i struktura odgovarajućih veza može se razlikovati po pojedinim monetarnim sistemima i realno je očekivati da primena valutnog odbora kao režima monetarne politike u Bosni i Hercegovini uslovljava specifičnosti u pogledu transmisije monetarnih signala u njenoj ekonomiji.

Analiziranje transmisionog procesa monetarnih signala kroz ekonomiju neke zemlje je od suštinskog značaja za adekvatan dizajn i implementaciju monetarne politike i potpuno sagledavanje svih makroekonomskih odnosa i relacija u datoj ekonomiji. U literaturi razlikuje se šest osnovnih kanala monetarnog transmisionog mehanizma: 1) kanal kamatnih stopa, 2) kanal ostalih cijena aktiva, 3) kanal deviznog kursa, 4) kreditni kanal, 5) kanal očekivanja, 6) kanal preuzimanja rizika, pri čemu se u literaturi nerijetko izdvaja i kanal troškova kao poseban kanal.

U Bosni i Hercegovini, kao režim monetarne i politike deviznog kursa primenjuje se valutni odbor, koji se zasniva na zakonom eksplicitno utvrđenim pravilima u pogledu načina puštanja novca u opticaj i povlačenja novca iz optičaja. Ta pravila isključuju pravo diskrecije, tj. pravo slobodnog odlučivanja u domenu tih politika. Osnovna svrha pravila je uspostavljanje kredibiliteta centralne banke i izbegavanje eventualnih gubitaka zbog donošenja nekozistentnih odluka nosilaca ekonomske politike, koje bi mogle štetiti osnovnim makroekonomskim kretanjima u zemlji. Funkcionisanjem po principima valutnog odbora izgrađen je visok nivo poverenja u domaću valutu, što predstavlja bitan preduslov za razvoj finansijskog sistema, stabilizaciju inflatornih očekivanja i ubranu nominalnu i realnu konvergenciju prema EU.

Cilj monetarne politike u Bosni i Hercegovini je da se održi stabilnost nacionalne valute. Ova obaveza delegirana je Centralnoj banci Bosne i Hercegovine, kao nezavisnoj instituciji. Stabilnost valute može se smatrati i cenovnom stabilnošću, tako da je konačni cilj monetarne politike u Bosni i Hercegovini da se održi cenovna stabilnost. Cilj cenovne stabilnosti je povezan sa sidrenom ulogom deviznog kursa, pri čemu su sva neophodna prilagođavanja prepuštena tržištu. Ne postoji referentna stopa centralne banke, niti neki drugi operativni target monetarne politike. Ova strategija zasnovana je na uverenju da bi u maloj otvorenoj ekonomiji sa fiksnim deviznim kursom primena aktivne monetarne politike svakako predstavljala kompleksno pitanje.

Nedostatak aktivne monetarne politike reflektovan je u postavci okvira monetarne politike u Bosni i Hercegovini. Najznačajniju karakteristiku valutnog odbora u Bosni i Hercegovini predstavlja neograničena razmena konvertibilne marke za evro (do 2001. za nemačku marku) po fiksnom deviznom kursu. Ovo

funkcija može se smatrati „deviznim prozorom“ (engl. – foreign exchange window) u okviru koga kupovinu i prodaju stranih valuta u zamenu za domaću iniciraju komercijalne banke. Deviznim prozorom unapređuju se tokovi kratkoročnog kapitala i omogućava se funkcionisanje mehanizma fiksnog deviznog kursa u okviru valutnog odbora. Valutni prozor, takođe, predstavlja mehanizam za emitovanje rezervnog novca – svaka promena ponude rezervnog novca prouzrokovana je odgovarajućom kupoprodajnom operacijom između domaće i stranih valuta u sklopu deviznog prozora. Ovaj mehanizam predstavlja značajan instrument upravljanja likvidnošću komercijalnih banaka pomoću njihovih deviznih rezervi i uslovno se može smatrati instrumentom monetarne politike u Bosni i Hercegovini.

Jedini klasični instrument monetarne politike u režimu valutnog odbora u Bosni i Hercegovini, koji bi komercijalnim bankama trebao omogućiti kreiranje dovoljnih likvidnosnih bafera i zameniti funkciju krajnjeg kreditora i ostale instrumente monetarne politike, predstavljaju obavezne rezerve. Obavezne rezerve mogu se, takođe, smatrati instrumentom kojim se implicitno može uticati na šire monetarne uslove u ekonomiji, putem promene monetarnog multiplikatora, ili putem promene visine troškova finansijskih izvora bankarskog sektora. Mada, navedeni monetarni instrumenti nisu predviđeni za aktivno vođenje monetarne politike, već je njihova namena da podrže efikasno funkcionisanje tržišta i kreiranje dovoljnih likvidnosnih bafera za finansijski sektor.

U valutnom odboru prostor za aktivno vođenje monetarne politike značajno je sužen. Monetarni transmisioni mehanizam u valutnom odboru zasniva se na sidrenoj ulozi deviznog kursa. Ne postoji nezavisan cilj centralne banke u pogledu kamatne stope, niti postoje bilo kakvi drugi ciljevi, pri čemu se kamatne stope prilagođavaju u skladu sa arbitražnim uslovima koji preovladavaju na tržištima. Cenovna prilagođavanja su, takođe, prepuštena tržištu. Štaviše, u okviru aranžmana valutnog odbora, ponuda novca je endogena, tako da se automatski prilagođava tražnji za novcem kada dođe do njene promene. Drugim rečima rečeno, u valutnom odboru ne dolazi do promene ponude novca, niti do promena kamatnih stopa izazvanih akcijama monetarne politike. Obe varijable se prilagođavaju tekućim ekonomskim kretanjima, uslovima eksternog finansiranja i arbitražnim uslovima. Kao rezultat toga, signali monetarne politike su egzogeni u odnosu na sistem i ponekad ih je teško odvojiti od ostalih eksternih šokova.

Najznačajnije objašnjenje monetarnog transmisionog mehanizma u sistemu valutnog odbora polazi od mehanizma automatskog prilagođavanja ponude novca. Delovanjem mehanizma automatskog prilagođavanja ponude novca, deficit tekućeg računa ili odliv kapitala direktno se odražavaju na smanjenje domaće likvidnosti, što dovodi do porasta kamatnih stopa na domaćem novčanom tržištu. Promene domaćih kamatnih stopa će se reflektovati na ekonomsku aktivnost kroz uobičajene transmisione kanale i te promene će dovesti do smanjenja deficita tekućeg računa. U uslovima fiksnog deviznog kursa, porast domaćih kamatnih stopa će, takođe, dovesti do priliva kapitala i obrnuto, smanjenje kamatnih stopa će rezultirati odlivom kapitala, zbog postojanja kamatne arbitraže. Navedene promene će dovesti do uravnoteženja platnog bilansa, a nivo domaćih kamatnih stopa će konvergirati ka nivou svetskih (sidrena valuta) kamatnih stopa.

U sistemu fiksnog deviznog kursa, domaće kamatne stope su povezane sa kamatnim stopama u zemlji rezervne valute. Visina stranih kamatnih stopa (u zemlji sidrene valute) je pod uticajem monetarnih uslova i monetarne politike u inostranstvu. Međutim, čak i kada je centralna banka u potpunosti posvećena očuvanju stabilnosti deviznog kursa, domaće kamatne stope nisu u potpunosti determinisane stranim kamatnim stopama, zbog domaće premije rizika. Premija rizika odražava rizike specifične za datu zemlju (rizik neispunjavanja međunarodnih obaveza i devizni rizik), kao i regionalne i globalne faktore. U skladu sa tim, nivo domaćih kamatnih stopa determinisan je preovlađujućim nivoom stranih kamatnih stopa i domaćom premijom rizika. Posljedično, monetarna politika u zemlji sidrene valute, uslovi na inostranim novčanim tržištima, faktori koji utiču na domaću premiju rizika, itd, sve su to relevantni faktori koji mogu uticati na monetarne uslove u zemlji koja primenjuje valutni odbor.

Pošto je osnovni cilj u ovoj doktorskoj disertaciji da se istraži transmisija egzogenih monetarnih šokova na bosanskohercegovačku ekonomiju, na raspolaganju su tri vrste šokova koji se mogu smatrati egzogenim. Prvi, i najznačajniji, odgovara egzogenim promenama kamatne stope ECB-a, koje su reflektovane u kretanju EURIBOR-a. Ove promene bi trebalo da se prenesu na domaće kamatne stope i dalje na sve ključne makroekonomske varijable. U empirijskoj analizi u ovom radu, ova simulacija će se smatra referentnom i najznačajnijom.

Drugo, fiksiranjem deviznog kursa nacionalne valute u odnosu na sidrenu ne eliminišu u potpunosti fluktuacije nominalnog efektivnog deviznog kursa, pošto sidrena valuta može plivati u odnosu na valute zemalja ostalih spoljnotrgovinskih partnera. U ovom slučaju, istraživanjem egzogenih promena valuta značajnog trgovinskog partnera (koja se razlikuje od sidrene valute) mogao bi se dobiti interesantan uvid u postojanje kanala deviznog kursa transmisije egzogenih monetarnih šokova.

Treće, razmatra se šok deviznih rezervi koji se reflektuje promenom ponude novca u ekonomiji. U valutnom odboru promene salda platnog bilansa (izuzimajući devizne rezerve) dovode do promena deviznih rezervi koje se dalje automatski reflektuju na promene ponude rezervnog novca u ekonomiji.

Transmisija navedenih monetarnih signala u okviru domaćeg finansijskog sektora zavisi od dubine finansijske intermedijacije i strukture tog sektora. Takođe, relativna snaga finansijskih komponenti u monetarnim signalima zavisi od otvorenosti ekonomije i integracije finansijskih tržišta sa stranim tržištima. Dubina finansijske intermedijacije u Bosni i Hercegovini povećavala se iz godine u godinu, ali je još uvijek niska u poređenju sa razvijenim ekonomijama. Finansijski sektor u Bosni i Hercegovini je prema svojoj strukturi bankarski orjentisan, pri čemu su banke i dalje osnovni finansijski posrednici za realni sektor, dok je uloga tržišta akcija i dalje relativno skromna. U skladu sa tim, banke vjerovano imaju značajnu ulogu u monetarnom transmisionom procesu.

Zbog male veličine bosanskohercegovačke ekonomije, a delimično i zbog koncentrisane strukture finansijskog sektora, domaća finansijska tržišta su prilično mala. Takođe, potrebno je imati na umu da u Bosni i Hercegovini do skora nisu postojale obveznice emitovane od strane vlade, koje su inače osnovna pokretačka snaga razvoja nebankarskih finansijskih tržišta u ostalim zemljama novim tržišnim ekonomijama. To otežava merenje domaće premije rizika. Štaviše, nedostatak odgovarajućih finansijskih aktiva uticao je na veći značaj depozita kao oblika finansijske štednje. Mala veličina domaćih finansijskih tržišta i nedovoljno razvijeno tržište državnih obveznica uticali su na to da ne može biti konstruisana tradicionalna kriva prinosa i da ne može biti uspostavljena ročna struktura finansijskih instrumenata. Iz tih razloga, teško je identifikovati direktnu transmisiju od kamatnih stopa sa domaćeg novčanog tržišta na ostale domaće finansijske cene, pošto ovaj lanac informacija može biti drugačiji od tradicionalnog. Međutim, smatra se da ova moguća promena u informacionom lancu ne dovodi do promene transmisionog procesa i samog kanala.

Još jedan aspekt u pogledu bosanskohercegovačkog finansijskog sektora relevantan za monetarni transmisioni mehanizam predstavlja njegova povezanost sa inostranim finansijskim sektorima. Bankarski sektor u Bosni i Hercegovini uglavnom je u stranom vlasništvu. Ova činjenica može imati određene efekte na monetarnu transmisiju. S jedne strane, finansijskom sektoru je lakše da privuče sredstva iz inostranstva kada su domaći likvidnosni uslovi loši, odnosno kada dođe do pada domaćih depozita. Zbog toga, kada postoji pritisak na povećanje domaće premije rizika može biti od pomoći da se domaće kamatne stope drže na nivou koji je blizak nivo stranih kamatnih stopa. S jedne strane, veruje se da strani vlasnici mogu poboljšati korporativno upravljanje bankarskog sektora, primenjujući, na primjer, strožija pravila procene rizika vezanih za kreditnu aktivnost banaka, u odnosu na banke koje su u domaćem vlasništvu. To može dovesti do povećanja adekvatnosti reakcija aktivnih kamatnih stopa na kretanja u domaćem realnom sektoru, a takođe i povećanja verovatnoće efekata racioniranja kredita. Takođe, strano prisustvo može biti identifikovano i na bosanskohercegovačkim tržištima kapitala.

Svi navedeni aspekti bosanskohercegovačke ekonomije, pre svega finansijskog i realnog sektora, imaju značajne reperkusije po monetarni transmisioni mehanizam u zemlji.

Cilj rada je: 1) da se razmotre odgovarajući intuitivni aspekti koji utiču na proces monetarne transmisije u Bosni i Hercegovini u ambijentu valutnog odbora, uzimajući u obzir osnovne karakteristike finansijskog i realnog sektora ekonomije zemlje, 2) da se izvrši identifikacija odgovarajućih kanala monetarnog transmisionog mehanizma u bosanskohercegovačkoj ekonomiji, 3) da se izvrši specifikacija i ocena empirijskih modela monetarnog transmisionog mehanizma u zemlji, 4) da se analizira uticaj monetarnih šokova iz inostranstva (promjena EURIBOR-a, nominalnog efektivnog deviznog kursa i ponude novca) na osnovne makroekonomske varijable, pre svega na proizvodnju (bruto domaći proizvod) i inflaciju, i 5) da se utvrdi relativni značaj pojedinačnih kanala u procesu monetarne transmisije.

3. Osnovne hipoteze od kojih se u istraživanju polazilo

Osnovna hipoteza je da se odgovarajućim kanalima i vezama na bosanskohercegovačku ekonomiju prenose monetarni šokovi koji dolaze iz evro zone, uslovljeni merama monetarne politike ECB-a. Iako valutni odbor, kao sistem monetarne politike koji se primenjuje u Bosni i Hercegovini, u suštini ne podrazumeva mogućnost aktivnog vođenja monetarne politike u pogledu dva osnovna (tradicionalna) instrumenta – kamatne stope i ponude novca, smatra se da postoje odgovarajući kanali preko kojih se vrši transmisija monetarnih signala i šokova iz inostranstva na ekonomiju zemlje. Cilj rada je da se izvrši indentifikacija i ocena monetarnog transmissionog mehanizma u zemlji preko koga se prenose monetarni šokovi koji dolaze izvan bosanskohercegovačke ekonomije (evro zona) i reflektuju na osnovne makroekonomske varijable u zemlji. Osnovna hipoteza je dalje razložena na posebne hipoteze koje je kandidat potvrdio u svom istraživanju.

Prva posebna hipoteza je da u okviru monetarnog transmissionog mehanizma u Bosni i Hercegovini deluje kanal kamatnih stopa. Utvrđeno je da se efekat prevaljivanja monetarnih signala na kamatne stope na kredite realizuje direktno putem stranih kamatnih stopa. U sklopu ove hipoteze, realno je pretpostaviti da kamatne stope na kredite u većoj meri zavise od stranih kamatnih stopa, nego od domaćih kamatnih stopa na depozite, pošto strane kamatne stope determinišu troškove izvora finansijskog sektora. Ova pretpostavka takođe je podržana činjenicom da je značajan dio bankarskih kredita realnog sektora odobren po varijabilnim kamatnim stopama, koje su obično povezane sa evro kamatnih stopama. Prema tome, može se sa dovoljno pouzdanosti zaključiti da se promene stranih kamatnih stopa (u određenoj mjeri) automatski prenose na kamatne stope na kredite bosanskohercegovačkih komercijalnih banaka realnom sektoru. Dokaz za to je da porast EURIBOR-a dovodi do povećanja bazne stope i plaćanja po osnovu kamata kod kredita sa varijabilnim kamatnim stopama. Potrebno je naglasiti da veza EURIBOR-a sa kamatnim stopama na kredite ne znači nužno potpuno prevaljivanje signala stranih kamatnih stopa na kamatne stope na kredite domaćem realnom sektoru zbog promena marže rizika. Nekoliko faktora mogu da utiču na maržu rizika, a samim tim i na efekat prevaljivanja. Zbog toga kamatne stope na kredite domaćem realnom sektoru mogu biti izolovane od stranih monetarnih signala u pojedinim periodima, a u određenim periodima ti signali mogu biti uvećani od strane finansijskog sektora.

Druga posebna hipoteza je da u procesu monetarne transmisije u Bosni i Hercegovini deluje kanal bankarskog kreditiranja. U inicijalnim fazama tranzicije, neposredno nakon uspostavljanja valutnog odbora, domaća ponuda kredita je bila prilično ograničena, pošto se racioniranje kredita javlja kada banke percipiraju da su suočene sa tvrdim budžetskim ograničenjima. Preduzeća su bila manje osetljiva na promene kamatnih stopa, tako da ti faktori ukazuju da je realni sektor tokom ovog perioda u većoj meri bio zavisn od raspoloživosti kredita, nego od cene kredita. Ograničavanje raspoloživosti kredita od strane banaka u tim godinama može biti alternativno objašnjeno nesavršenošću ili nepostojanjem odgovarajuće legislative i nerazvijenošću tržišnih struktura. Ovi faktori su povećali probleme moralnog hazarda i asimetričnih informacija. Problemi moralnog hazarda javljaju se ne samo na strani preduzeća, već i na strani banaka. Banke su tokom ovog perioda radije odobravale insajderske kredite svojim vlasnicima, nego kredite nepoznatim preduzećima. Zbog toga se ograničena ponuda kredita može interpretirati kao efekat racioniranja kredita.

Povećanje finansijske intermedijacije u kasnijem periodu finansirano iz inostranstva smanjilo je zavisnost bankarskog sektora od domaćih finansijskih izvora i dovelo je do intenzivnog rasta kredita i pada kamatnih stopa. U okviru mehanizma ponude kredita u valutnog odboru, priliv kapitala se automatski reflektovao na povećanu ponudu novca i rast kredita u periodu prije krize. U kontekstu transmissionog mehanizma, značajno je da ekspanzivna monetarna kretanja od 2001. godine do trećeg kvartala 2008. dovela do produbljenja finansijske intermedijacije i do povećanja značaja veze između monetarnih kretanja i aktivnosti realnog sektora. Tokom tih godina došlo je do značajnog jačanja veze između domaćih kredita i domaće tražnje. Monetarni signali iz inostranstva su počeli da se prenose na domaći realni sektor putem povećane primene kamatnih stopa koje su vezane za EURIBOR, što je imalo za posledicu direktne efekte na novčane tokove zajmotražilaca i zajmodavaca. Snažan priliv kapitala nije uticao na malu ulogu tržišta korporativnih obveznica i nesavršenu supstitutabilnost finansiranja posredovanog preko banaka. Velika ekonomska kriza u svetu uticala je na pogoršanje uslova finansiranja u inostranstvu i na značajno smanjenje kreditnog rasta, pri čemu su komercijalne banke počele da razmatraju primenu konzervativnijeg pristupa pri

izboru zajmotražilaca. Takva kretanja ukazuju da tokom kriznih perioda mogu biti prisutni određeni efekti racioniranja kredita u vidu smanjenja raspoloživosti bankarskih kredita.

Treća posebna hipoteza je da se monetarni šokovi iz inostranstva kanalom deviznog kursa prenose na osnovne makroekonomske varijable u bosanskohercegovačkoj ekonomiji. Postojanje kanala deviznog kursa uslovljeno je osnovnim karakteristikama bosanskohercegovačke ekonomije – reč je o maloj, otvorenoj ekonomiji. Ovaj kanal pokazuje reakciju ekonomije zemlje na šokove nominalnog efektivnog deviznog kursa konvertibilne marke, uslovljene dejstvom monetarnih signala iz inostranstva (merama monetarne politike iz zemlje rezervne valute). Iako je bilateralni devizni kurs domaće valute prema evru fiksiran, efektivni (ponderisan udelima u ukupnoj spoljnoj trgovini) devizni kurs konvertibilne marke je daleko od toga da bude stabilan. Utvrđeno je da efektivni devizni kurs utiče na domaću inflaciju preko uvoznih cena, a preko uticaja na konkurentnost domaćih izvoznika, odnosno efekata spoljne trgovine na bruto domaći proizvod.

Četvrta posebna hipoteza je da se u bosanskohercegovačkoj ekonomiji ne može sa dovoljno pouzdanosti identifikovati delovanje posebnog kanala cena aktiva. Mada je intuitivno moguće pretpostaviti da se kanalom ostalih cena aktiva monetarni šokovi iz inostranstva u određenoj meri odražavaju na makroekonomska kretanja u Bosni i Hercegovini, postoje objektivni faktori koji onemogućavaju analiziranje efekata navedenog kanala. Finansijska tržišta u Bosni i Hercegovini su relativno mala i nedovoljno razvijena. Stanovništvo ne drže hartije od vrijednosti u meri u kojoj bi promene monetarnih uslova mogle značajnije uticati na odluke pojedinaca o potrošnji i investicijama. Osim akcija, zastupljenost ostalih finansijskih instrumenata je minimalna. S druge strane, ne postoje dovoljno duge vremenske serije podataka o kretanju cena nekretnina koje bi omogućile identifikaciju i empirijsku analizu efekata monetarnih signala preko navedenih realnih aktiva. Indeks cena nekretnina konstruisan je nedavno, pri čemu se kao uzorak koristi kretanje cena nekretnina u nekoliko većih centara, ali ne i ostalim delovima zemlje. Sve to onemogućava odgovarajuću identifikaciju i analizu navedenog kanala monetarnog transmissionog mehanizma u Bosni i Hercegovini.

Peta posebna hipoteza je da u sklopu monetarnog transmissionog mehanizma deluje poseban kanal očekivanja. Kanal očekivanja, *de facto* i nije samostalan kanal, i efekti tog kanala i njegov uticaj analizirani su preko delovanja ostalih kanala, pošto kanal očekivanja predstavlja njihov sastavni deo.

4. Kratak opis sadržaja disertacije

Doktorska teza „Monetarni transmisioni mehanizam: primjer Bosne i Hercegovine“ mr Dejana Kovačevića strukturirana je tako da pored Uvoda, Zaključka i spiska korišćene literature sadrži šest glava.

Druga glava doktorske disertacije posvećena je definisanju i klasifikovanju osnovnih kategorija koje se odnose na transmisioni mehanizam monetarne politike. Kandidat prvo razmatra sve faze monetarnog transmissionog procesa, od izbora strategije monetarne politike kojom se definišu njegove osnovne konture, preko formulacije i implementacije monetarne politike kao polazne tačke u transmisiji kada primenom odgovarajuće mere dolazi do generisanja monetarnog signala, zatim politike komunikacije koja je veoma značajna za oblikovanje očekivanja kao jednog od najznačajnijih elemenata transmissionog procesa, sve do konačnih ciljeva monetarne politike koji se datim merama monetarne politike nastoje realizovati. Posebno su naglašeni značaj vremenskih pomaka u monetarnoj transmisiji i asimetričnosti efekata monetarne politike, karakteristika koje u značajnoj mjeri determinišu taj proces. Kandidat zatim razmatra proces transmisije monetarnih signala kroz njegove tri faze: prvu fazu, koja se naziva kanal finansijskog sistema, u okviru koje se akcije monetarne politike manifestuju promenama kratkoročnih i dugoročnih kamantih stopa, cena aktiva, likvidnosti i deviznog kursa; drugu fazu kojom se opisuje uticaj monetarne politike koji ide od finansijskog sistema na ostatak ekonomije, tj. kako odluke o kamatnim stopama od strane centralne banke utiču na odluke o potrošnji i investicijama od strane preduzeća i pojedinaca; te treću fazu, kojom se opisuje kako odluke o rashodima pojedinaca i preduzeća utiču na agregatnu tražnju, tj. kako monetarna politika utiče na agregatnu tražnju, kada se odluke o rashodima od strane svih pojedinaca i preduzeća kumuliraju da bi se determinisali ukupni rashodi, te kako interakcija agregatna tražnje i agregatne ponude (potencijalnog outputa) utiče na inflaciju. Konačno, kandidat daje pregled osnovnih kanala monetarne transmisije (kanal kamatnih stopa, kanal (ostalih) cijena aktiva, kanal deviznog kursa, kreditni kanal, kanal očekivanja i kanal preuzimanja

rizika, pri čemu se nerijetko izdvaja i kanal troškova kao zaseban kanal monetarne transmisije), te različitih faktora koji utiču na izgled i strukturu transmissionog mehanizma.

Treća glava doktorske disertacije odnosi se na analizu specifičnosti procesa monetarne transmisije u zemljama u razvoju i tranziciji. Specifično makroekonomsko i finansijsko okruženje tih zemalja ima značajne implikacije na različite konvencionalne kanale monetarne transmisije. Uz dosta slabe institucionalne okvire, umanjenu ulogu tržišta hartija od vrijednosti, nesavršenu konkurenciju u bankarskom sektoru, rezultirajuće visoke troškove bankarskih kredita privatnim preduzećima i druge slabosti, postoje smetnje funkcionisanju pojedinih tradicionalnih kanala (preko kamatnih stopa, cena aktiva i kreditne aktivnosti banaka). Kanal deviznog kursa je slab u zemljama koje održavaju relativno fiksne devizne kurserve, ali može imati ulogu u monetarnoj transmisiji u zemljama sa fleksibilnijim deviznim kursovima. Razvojem tržišta i tržišnih instrumenata kanal očekivanja bi trebalo postepeno da dobije na značaju. Dodatno, postoji uverenje da monetarna transmisija može biti slaba i nepouzdana u kontekstu tih zemalja, pri čemu su postojeći empirijski dokazi konzistentni sa ovim stanovištem. Poboljšanje sposobnosti da se kvantifikuju specifične veze u monetarnom transmissionom mehanizmu koje funkcionišu u pojedinačnim zemljama u razvoju i tranziciji zahteva otvaranje „crne kutije“ monetarne transmisije u takvim zemljama. Poseban akcenat stavljen je na razmatranje procesa monetarne transmisije u zemljama u tranziciji, s obzirom da je Bosna i Hercegovina i sama pripada grupi tih zemalja.

U okviru četvrte glave doktorske disertacije razmotreni su izazovi u analizi monetarnog transmissionog mehanizma – simultanost, istovremeno funkcionisanje više kanala i izolovanje promena jačine delovanja pojedinačnih kanala, te načini na koji su ti problemi u empirijskim istraživanjima prevazilaženi. Obrazloženi su i problemi (zagonetke) u analizi transmissionog mehanizma, kao i razlike između teorijskih obrazloženja i stvarnih empirijskih nalaza vezano za pojedinačne aspekte transmissionog procesa: zagonetka likvidnosti, cenovna zagonetka i zagonetka deviznog kursa. Zagonetka likvidnosti predstavlja nemogućnost identifikovanja likvidnosnog efekta u empirijskim istraživanjima da nakon porasta ponude novca dođe do smanjenja nominalnih kamantih stopa. Cenovna zagonetka odnosi se na nalaz da nakon porasta kamatnih stopa dolazi do porasta, a ne smanjenja inflacije. U literaturi su identifikovane brojne zagonetke deviznog kursa, od kojih je najznačajnija ta da nalazi empirijskih analiza odstupaju od standardne pretpostavke teorijskih modela da ekspanzivna (kontrakciona) monetarna politika dovodi do depresijacije (apresijacije) deviznog kursa.

Osnove monetarnog transmissionog mehanizma u valutnom odboru, kao posebnoj strategiji monetarne politike, date su u petoj glavi doktorske disertacije. U valutnom odboru prostor za aktivno vođenje monetarne politike značajno je sužen. Monetarni transmissioni mehanizam u valutnom odboru zasniva se na sidrenoj ulozi deviznog kursa. Ne postoji nezavisan cilj centralne banke u pogledu kamatne stope, niti bilo koje druge varijable, pri čemu se kamatne stope prilagođavaju u skladu sa arbitražnim uslovima koji preovladavaju na tržištima. Cenovna prilagođavanja su, takođe, prepuštena tržištu. Ponuda novca je endogena, tako da se automatski prilagođava tražnji za novcem kada dođe do njene promjene. U valutnom odboru ne dolazi do promene ponude novca, niti do promena kamatnih stopa izazvanih akcijama monetarne politike. Obe varijable se prilagođavaju tekućim ekonomskim kretanjima, uslovima eksternog finansiranja i arbitražnim uslovima. Kandidat posebno obrazlaže mehanizam automatskog prilagođavanja ponude novca, kao osnovu procesa monetarne transmisije u valutnom odboru. Puna pokrivenost monetarne baze i puna konvertibilnost po fiksnom deviznom kursu obezbeđuju u potpunosti endogenu ponudu baznog novca, s obzirom da se bilo kakav višak likvidnosti automatski sterilizuje. Bilo kakva *ceteris paribus* promena tražnje za novcem će indukovati promene monetarne baze i odgovarajuće promene deviznih rezervi, s obzirom da bazni novac sledi dinamiku platnog bilansa. Istovremeno preovlađujući nivo kamatnih stopa determinisan je prilikama za kamatnom arbitražom sa zemljom sidrene valute kroz nepokriveni paritet kamatnih stopa. U skladu sa tim, nivo domaćih kamatnih stopa uslovljen je nivoom kamatnih stopa u zemlji sidrene valute i domaćom premijom rizika. U ovom delu kandidat daje pregled osnovnih nalaza empirijskih analiza monetarnog transmissionog mehanizma u drugim valutnim odborima: Estoniji, Litvaniji, Bugarskoj i Hong Kongu.

U šestoj glavi doktorske disertacije analizom strukture realnog i finansijskog sektora razmatraju se osnovne specifičnosti monetarnog transmissionog mehanizma bosanskohercegovačke ekonomije. Primena valutnog odbora uslovljava da se monetarni signali iz evro zone (kao regiona sidrene valute) u značajnoj mjeri prenose na domaći finansijski sektor. Uticaj tih monetarnih signala na ponašanje preduzeća i

domaćinstava u Bosni i Hercegovini zavisi od nekoliko aspekata, počevši od uticaja značajnih strukturnih promjena bosanskohercegovačke ekonomije, pa sve do faktora koji svakodnevno utiču na odluke preduzeća i domaćinstava. Dokazi dobijeni posmatranjem obrazaca kretanja finansijske strukture i realnog sektora ukazuju da je, kao dodatak kanalu kamatnih stopa, veoma moguće postojanje efekata kreditnog kanala. Fluktuacije realnog efektivnog deviznog kursa konvertibilne marke ostavljaju prostor za funkcionisanje još jednog kanala transmisije monetarnih signala iz inostranstva – kanala deviznog kursa. Generalno, očekivanja subjektiva o budućim ekonomskim kretanjima imaju značajnu ulogu u transmisiji monetarnih signala u ekonomiji jedne zemlje, što je slučaj i sa Bosnom i Hercegovinom. U skladu sa tim, u procesu monetarne transmisije u zemlji najverovatnije postoji kanal očekivanja, kao zaseban kanal monetarnog transmissionog mehanizma. Svi navedeni kanali, kao celina, čine monetarni transmissioni mehanizam u Bosni i Hercegovini.

5. Metode koje su primenjene u istraživanju

U istraživačkom radu pri izradi doktorske disertacije primenjene su sledeće istraživačke metode: analiza sadržaja, komparativna i generička metoda, studija slučaja, a od istraživačkih tehnika dokumentaciona tehnika. Kvalitativnom i kvantitativnom analizom sadržaja, kao analitičkom metodom pomoću koje se najčešće proučavaju tekstualni dokumenti, obuhvaćeni su različiti radovi u ekonomskim publikacijama, časopisima, žurnalima, studijama i sl. u kojima je razmatran monetarni transmissionog proces, kao i knjige sa teorijskim i metodološkim okvirom relevantnim za istraživanu pojavu. Cilj je bio da se identifikuju, uporede, kategorizuju i interpretiraju odgovarajući pojmovi, korelacije, statističke analize, grafikoni, tabele i sl. koji se odnose na fenomen monetarne transmisije, kao i da se odaberu i obrazlože odgovarajuće statističke tehnike koje su primenjene pri analizi predmetne pojave. U sklopu ove istraživačke metode primenjena je istraživačka tehnika – dokumentaciona analiza – s ciljem prikupljanja podataka i informacija o monetarnom transmissionom mehanizmu u Bosni i Hercegovini, kao ispitivanoj pojavi. Transmisija monetarnih šokova kroz finansijske sisteme i ekonomije pojedinih zemalja je široko istraživani fenomen, pošto je razumevanje ovih mehanizama od suštinskog značaja za shvatanje uticaja koji imaju odluke i akcije monetarnih vlasti na ekonomiju. S obzirom na veliki broj raspoloživih dokumenata različitog sadržaja, forme i kvaliteta, u radu na izradi disertacije dokumenti su klasifikovani na važne i manje važne i analitička delatnost je usmerena na one dokumente koji su relativno lako dostupni i koji omogućavaju dobijanje informacija koje su od primarne važnosti za ispitivanu pojavu.

Primenom komparativne metode kandidat se fokusirao na analize monetarnog transmissionog mehanizma u zemljama u razvoju i tranzicionim zemljama, a prije svega u zemljama koje, kao i Bosna i Hercegovina, kao režim monetarne politike primenjuju valutni odbor, s ciljem sagledavanja faktora koji su uticali na nastanak, trajanje i transformaciju navedene pojave, te je nastojao da, poređenjem sa nalazima o monetarnom transmissionom mehanizmu u industrijski razvijenim zemljama, odabere one činjenice i podatke za koje je smatrao da će moći da posluže objašnjavanju uzročno-posledičnih veza i odnosa između činjenica, te verifikaciji prethodno formulisanog hipotetičkog okvira istraživanja za Bosnu i Hercegovinu. Generička metoda imala je za cilj otkrivanje geneze istraživane pojave, dinamike njenog nastanka, trajanja i nestanka, i ekonomske pretpostavke za genezu i metamorfozu pojave iz početne, preko forme trajanja, do forme kada jedna pojava iščezava. Ove dve istraživačke metode su primenjivane u glavama 2-6 disertacije, u kojima se analiziraju i sublimiraju opšti teorijski i empirijski nalazi o procesu monetarne transmisije koji se mogu naći u literaturi. Osnovna istraživačka tehnika koja je primenjena je studija slučaja. Cilj je da se logičkom analizom procesa transmisije monetarnih signala na odluke o investiranju i potrošnji preduzeća i domaćinstava i, u konačnom, na osnovne makroekonomske varijable u Bosni i Hercegovini, pre svega proizvodnju i inflaciju, objasni uzrok nastanka, karakter, dinamika i forme ovog procesa.

6. Ostvareni rezultati i naučni doprinos

Jedno od ključnih pitanja za procenu monetarnog sistema i monetarne politike u nekoj zemlji predstavlja analiza monetarnog transmissionog mehanizma – veza i kanala putem kojih odluke o monetarnoj politici utiču na likvidnost i prinose na finansijskim tržištima, što u konačnom utiče na odluke o potrošnji i investicijama domaćinstava i preduzeća. Na ovaj mehanizam utiče nekoliko faktora – postavka i

konzistentnost tekućeg miksa makroekonomske politike, uključujući i izbor monetarnog režima; struktura ekonomije, a u okviru nje i struktura finansijskog sektora; povezanost između različitih sektora – spoljnog, finansijskog i realnog sektora itd, predstavljaju samo neke od tih faktora. Efikasnost različitih transmisionih kanala u velikoj meri zavisi od evolucije finansijskog sistema i tržišnih struktura, čija procena predstavlja izazovan zadatak čak i za razvijene ekonomije. Kandidat u disertaciji, u skladu sa teorijskim i empirijskim analizama u razvijenim ekonomijama, daje detaljno obrazloženje procesa monetarne transmisije, i sveobuhvatan pregled osnovnih kanala i faktora koji utiču na taj proces.

Postoje razlozi za verovanje da transmisioni mehanizam monetarne politike u zemljama u razvoju i tranziciji može biti u značajnoj meri različit od onoga koji je obično opisan u ekonomijama sa sofisticiranijim finansijskim sistemima. Specifično makroekonomsko i finansijsko okruženje tih zemalja ima značajne implikacije na različite konvencionalne kanale monetarne transmisije. Uz dosta slabe institucionalne okvire, umanjenu ulogu tržišta hartija od vrednosti, nesavršenu konkurenciju u bankarskom sektoru, rezultirajuće visoke troškove bankarskih kredita privatnim preduzećima i druge slabosti, postoje smetnje funkcionisanju pojedinih tradicionalnih kanala. Dodatno, postoji uverenje da monetarna transmisija može biti slaba i nepouzdana u kontekstu tih zemalja, pri čemu su postojeći empirijski dokazi konzistentni sa ovim stanovištem. Kandidat daje pregled literature i osnovnih zaključaka koji se odnose na monetarnu transmisiju u zemljama u razvoju i tranziciji, što je posebno značajno, s obzirom da se Bosna i Hercegovina, čiji transmisioni mehanizam kandidat u disertaciji analizira, i sama svrstava u grupu tih zemalja.

Za kvantitativno analiziranje monetarne transmisije primenjuju se narativni pristup i strukturni makroekonomski modeli. Prvi pristup, u suštini, odnosi se na manje formalnu, deskriptivnu, grafičku i komparativnu analizu, koja se bavi opservacijom i poređenjem varijabli koje su povezane sa monetarnom transmisijom i donošenjem zaključaka koji se svode na sugestije u pogledu odabranih činjenica o monetarnoj transmisiji. Strukturnim makroekonomskim modelima obično se specificiraju sve najvažnije veze u ekonomiji koje imaju reperkusije na monetarni transmisioni mehanizam i obično su specificirani pomoću različitih tržišta i veza u transmisiji. Međutim, ovi modeli zahtevaju daleko više podataka i često nisu transparentni: pojedini sektori mogu se osloniti na prejake teorijske pretpostavke, pri čemu pogrešna specifikacija jednog dela modela može dovesti do slabih rezultata celog modela.

Kandidat daje kritički pregled i ocenu najznačajnijih metoda empirijske analize monetarnog transmisionog mehanizma, ukazujući na prednosti i nedostatke svake od tih metoda i, s obzirom na objektivne okolnosti (dužina raspoloživih vremenskih serija, strukturni prekidi serija, mogućnost reprezentacije pojedinih kanala monetarne transmisije datom metodom), izborom odgovarajućih metoda vrši specifikaciju i empirijsku ocenu modela monetarnog transmisionog mehanizma u Bosni i Hercegovini. Naučni doprinos ogleđa se u analiziranju monetarnog transmisionog mehanizma u Bosni i Hercegovini – identifikovanju kanala i veza putem kojih se monetarni signali iz inostranstva prenose kroz ekonomiju, kvantificiranju njihovog uticaja na osnovne makroekonomske varijable u ekonomiji i utvrđivanju relativnog značaja pojedinačnih kanala. To doprinosi boljem razumevanju načina na koji funkcioniše ekonomija zemlje, osnovnih procesa koji se u njoj odvijaju, različitih monetarnih šokova čijem dejstvu je izložena i njihovim efektima na osnovna makroekonomska kretanja u zemlji.

U analizama koje je sproveo u disertaciji, kandidat Dejan Kovačević je detaljno analizirao različite aspekte procesa monetarne transmisije u Bosni i Hercegovini. Analizom automatskog mehanizma prilagođavanja ponude novca pokazao je da automatski mehanizam u Bosni i Hercegovini veoma efikasno funkcioniše na nivou rezervnog novca, dok je na nivou sveobuhvatnog monetarnog agregata M2 efikasnost mehanizma prilagođavanja nešto slabija. Kandidat je analizom monetarnog transmisionog mehanizma pokazao da je transmisija šokova stranih kamatnih stopa i nominalnog efektivnog deviznog kursa relativno slaba. Slabost transmisije, pre svega na realne varijable, može biti uslovljena uskim grlima realnog sektora i nerazvijenošću i strukturnim problemima na finansijskim tržištima. Poznato je da tradicionalna analiza monetarne politike polazi od pretpostavke savršenih tržišta na kojima ne postoje frikcije. Međutim, kandidat ukazuje na mogućnost da su u bosanskohercegovačkom finansijskom sektoru prisutne različite rigidnosti i frikcije, koje verovatno unose neizvesnost u pogledu veličine i tajminga reakcija ekonomije na monetarne šokove iz inostranstva.

Kandidat je bosanskohercegovački monetarni transmisioni mehanizam analizirao pomoću malog strukturnog novokeynzijskog modela na kvartalnim podacima. Model inkorporira četiri tradicionalna kanala monetarnog transmisionog mehanizma: kanal kamatne stope, kanal bankarskog kreditiranja, kanal deviznog kursa, kao i kanal očekivanja. Da bi se ilustrovao funkcionisanje gore navedenih kanala monetarne transmisije, kandidat je izvršio simulaciju modela na tri različite vrste šokova: porast kamatnih stopa na evro novčanom tržištu od jednog procentnog poena, depresijaciju nominalnog efektivnog kursa konvertibilne marke od jednog procenta, te rast deviznih rezervi, odnosno ponude rezervnog novca od jednog procenta – nakon čega su razmatrane reakcije ključnih makroekonomskih varijabli. Kandidat je utvrdio da navedeni kratkoročni i srednjoročni šokovi preko posmatranih kanala bosanskohercegovačkog monetarnog transmisionog mehanizma imaju odgovarajući uticaj na kretanja u domaćoj ekonomiji. Komparativnom analizom efekata šokova kandidat je utvrdio da šok stranih kamatnih stopa, kako kratkoročni, tako i dugoročni, ima veći uticaj na output, a manji na inflaciju, u poređenju sa efektima šoka nominalnog efektivnog deviznog kursa. Takođe, šok kamatnih stopa i u jednom i u drugom slučaju ima dugotrajnije efekte. Šok deviznih rezervi ima relativno jači efekat na output, te efekat na inflaciju koji je po intenzitetu otprilike podjednak kao kod šoka kamatnih stopa. Istrajnost šoka deviznih rezervi je veća od istrajnosti šoka nominalnog efektivnog deviznog kursa i otprilike je slična onoj koja se javlja kod šoka kamatnih stopa. Potrebno je naglasiti da je, u sva tri slučaja, dejstvo srednjoročnog šoka na posmatrane varijable veće, pri čemu je potrebno duže vrijeme da se vrate na ravnotežnu vrijednost.

7. Zaključak

Dejan Kovačević, rukovodilac Odeljenja za monitoring i analize u Centralnoj banci Bosne i Hercegovine, do sada je objavio četiri naučno-istraživačka rada, učestvovao u izradi Strategije razvoja Republike Srpske, izradi standardnih publikacija Centralne banke Bosne i Hercegovine. Učestvovao je na velikom broju seminara, naučno-istraživačkih projekata, kao i na brojnim domaćim i međunarodnim konferencijama i ispunjava sve formalne uslove za odbranu doktorske disertacije.

Doktorska disertacija Dejana Kovačevića „Monetarni transmisioni mehanizam: primjer Bosne i Hercegovine“ napisana je u skladu sa odobrenom prijavom doktorske disertacije. Radi se o originalnom naučnom radu. Tema je značajna jer se u disertaciji razmatraju i sublimiraju neka od najsavremenijih dostignuća iz oblasti monetarne ekonomije s jedne strane, odnosno vrši se identifikacija i analiza mehanizma transmisije monetarnih signala u ekonomiji, čija spoznaja predstavlja osnov za vođenje monetarne politike svake centralne banke, uključujući i Centralnu banku Bosne i Hercegovine, s druge strane. Disertacija osim naučnog, ima i društveno korisni značaj jer se potpunijim razumevanjem procesa monetarne transmisije u ekonomiji zemlje omogućava nosiocima makroekonomske (pre svega monetarne) politike da bolje razumeju šokove koji pogađaju ekonomiju, da preduzmu odgovarajuće mere i da doprinesu realizaciji osnovnih ciljeva, pre svega rastu outputa i stabilizaciji inflacije, a samim time i većem životnom standardu stanovništva.

Na osnovu prethodno izloženog, Komisija zaključuje da su se stekli uslovi za javnu odbranu doktorske disertacije mr Dejana Kovačevića „Monetarni transmisioni mehanizam: primjer Bosne i Hercegovine“, i predlaže Nastavno-naučnom veću Ekonomskog fakulteta u Univerziteta u Beogradu da odobri njenu javnu odbranu.

Članovi komisije:

Prof. dr Miomir Jakšić

Prof. dr Boško Živković

Prof. dr Branko Urošević

Prof. dr Branko Vasiljević

U Beogradu, 22. oktobar 2014. godine

EKONOMSKI FAKULTET
UNIVERZITETA U BEOGRADU
NASTAVNO-NAUČNO VEĆE

УНИВЕРЗИТЕТ У БЕОГРАДУ
ЕКОНОМСКИ ФАКУЛТЕТ

ПРИМЉЕНО: 23 JUN 2014			
Орг. јед	Број	Прилог	Вредност
	2323/1		

Dostavljamo mišljenje o doktorskoj disertaciji *Monetarni transmisioni mehanizam: primjer Bosne i Hercegovine* autora Dejana Kovačevića. Disertacija je u ovom trenutku na uvidu javnosti.

Beograd, 23. jun 2014. godine

Zorica Mladenović
Zorica Mladenović, redovni profesor

Aleksandra Nojković
Aleksandra Nojković, vanredni profesor

Mišljenje o doktorskoj disertaciji *Monetarni transmisioni mehanizam: primjer Bosne i Hercegovine* autora Dejana Kovačevića

U doktorskoj disertaciji *Monetarni transmisioni mehanizam: primjer Bosne i Hercegovine* autora Dejana Kovačevića originalni empirijski rezultati dobijeni su ekonometrijskom analizom. U ovom postupku učinjeni su brojni propusti i napravljene su ozbiljne greške. Uočene nepreciznosti mogu se klasifikovati na sledeći način:

1. Izlaganje poznatih definicija je nekorektno.
2. Saopšteni empirijski rezultati otvaraju pitanje relevantnosti ekonometrijskog modeliranja i pozdanosti izvedenih ekonomskih zaključaka.
3. Korišćeni su izrazi koji nisu u skladu sa našom uobičajenom statističkom i ekonometrijskom terminologijom.

U nastavku dajemo objašnjenje navedenih stavova.

1. Izlaganje poznatih definicija je nekorektno.

U glavi 4. na elementarnom nivou obrađeni su neki od polaznih pojmova ekonometrijskog modeliranja. Reč je o definicijama koje se izučavaju na osnovnim studijama. Ipak, u ovom doktorskom radu mnogi polazni pojmovi definisani su površno i pogrešno. Sa druge strane, metodološki okvir koji je kasnije korišćen u empirijskom radu (na primer, testovi jediničnog korena, kointegracije i specifikacije VAR modela) uopšte nije pomenut.

Navodimo sledeće primere:

Strana 150

‘Testovi podrazumijevaju ocjenu uobičajene jednačine Granger-ovog tipa i testiranje hipoteze o nepostojanju Granger-ove uzročnosti od x ka y , kao Wald-ov test zajedničkog značaja beta koeficijenata.’

Nije objašnjeno šta se podrazumeva pod terminima: jednačina Grejndžerovog tipa, Voldov test i beta koeficijent. Ovako kako je postavljena, rečenica nema jasno značenje.

Strana 151

‘Najpopularniji od njih su čisti vektor autoregresivni modeli (engl. vector autoregressive models, VARs) i VAR-ovi koji sadrže proces korekcije ravnotežne greške.’

Šta je proces korekcije ravnotežne greške? Nije objašnjen razlog za ovakvu podelu VAR modela.

Strana 158

‘Autor je pronašao dokaze da je novac Granger uzrokovao bruto nacionalni proizvod.... Stock i Watson (1989) su dali sistematski tretman trendne specifikacije pri testiranju da li novac uzrokuje u smislu Granger-a realni output’

Kakvo je značenje ovih rečenica? Takođe, u okviru istog pasusa na različite načine je korišćen termin uzročnost u smislu Grejndžera.

Strana 164

Jednačinom (4.4) definisan je VAR sistem koji je osnova celog empirijskog rada. Ispod jednačine dato je objašnjenje oznaka u jednačini. Napravljene su sledeće greške:

- a) Matrice koeficijenata su označene kao vektori koeficijenata.
- b) Vektor slučajnih greški nije uopšte definisan i kasnije je označen kao rezidual što je ocena slučajne greške.

Strana 164

'Zbog nepoznate strukture ekonomije, nametanje ispravnih apriori restrikcija izgleda bukvalno nemoguće. Neprecizne restrikcije dovode do kontaminiranih ocena.'

Autor ovde pokušava da objasni da se određena ograničenja nameću na parametre strukturne forme sistema simultanih jednačina, što može uneti proizvoljnost u analizu ekonomskih odnosa. Međutim, celo izlaganje je konfuzno. Takođe, statistička literatura ne poznaje termin kontaminirana ocena.

Strana 165

'Jedan od načina postizanja identifikacije VAR modela je pomoću odgovarajućih varijacija rekurzivne sheme identifikacije ... Rekurzivni VAR modeli se konstruišu na način da slučajna greška u svakoj regresionoj jednačini bude nekorelisana sa greškom iz prethodnih jednačina'

Navodi su netačni. Kako se može postići identifikacija varijacijom sheme identifikacije? Rekurzivna struktura podrazumeva veze koje su suprotne od datog opisa.

2. Saopšteni empirijski rezultati otvaraju pitanje relevantnosti ekonometrijskog modeliranja i pozudanosti izvedenih ekonomskih zaključaka.

U glavi 7. izloženi su rezultati empirijske ekonometrijske analize. Mi ćemo se osvrnuti na deo rezultata koji se zasniva na upotrebi VAR modela.

Strane 268 - 272

Ispitivana je međuzavisnost rezervnog novca (odnosno monetarnog agregata M2) i platnog bilansa prema kvartalnim podacima.

1. Navedeno je da primena tri testa jediničnog korena pokazuje da su sve tri promenljive I(1). Međutim, rezultati njihove primene ne postoje u radu. Upotreba ovih testova nije automatska, već iziskuje detaljnu analizu specifikacije polaznih jednačina. U tekstu nema odgovarajućih izvora za navedene testove jediničnog korena.

2. U fusnoti 193 pomenuto je da su promenljive testirane i na postojanje strukturnog 'prekida' i da je primena Peronovog testa potvrdila prisustvo jediničnog korena. U literaturi postoje dve osnovne varijante Peronovog testa (pod pretpostavkom da je trenutak strukturnog loma apriori poznat i pod pretpostavkom da trenutak loma treba oceniti). Obe varijante testa mogu se javiti na tri različita načina. U radu je izostalo objašnjenje o upotrebi ovog testa. Takođe nedostaje korespondirajuća referenca.

3. Izloženi su rezultati kointegracione analize koja se zasniva na korišćenju Johansenove procedure. Ovi rezultati dati su kao direktan izvod iz programskog paketa EVIEWS na engleskom jeziku. Nedostaju sledeće informacije:

- a) Kako je specifikovan VAR model prema kojem je testirano postojanje kointegracije? i
- b) Kako je definisana deterministička komponenta u modelu?

4. Nakon što je utvrđeno da postoji kointegracija između rezervnog novca i platnog bilansa, ocenjeni su modeli sa korekcijom ravnotežne greške za svaku od promenljivih. Rezultat ocenjivanja sugerise da se svaka od promenljivih u datom dvodimenzionom sistemu prilagođava putanji ravnotežne veze. Međutim, upravo ovakav rezultat dovodi u sumnju postupak modeliranja. Da bi postojala kointegracija između dve nestacionarne vremenske serije neophodno je da bar jedna od njih bude slabo egzogena u odnosu na kointegracione parametre. Rezultat o obostranom prilagođavanju ukazuje na to da ili sistem nije dobro definisan ili je procedura testiranja i ocenjivanja realizovana na pogrešan način.

5. Ukoliko se dobije rezultat o obostranoj uzročnosti, tada se ocene kointegracionih parametara ne mogu interpretirati na način kako je učinjeno u radu.

6. Neobično je da u modelima sa korekcijom ravnotežne greške nema kratkoročne dinamike, već je jedina objašnjavajuća promenljiva mehanizam korekcije ka ravnoteži. Testovi specifikacije ocenjenih modela nisu dati.

7. U fusnoti 194 kaže se da su isti rezultati dobijeni primenom Engle-Grejdžerove metodologije, ali da ti rezultati nisu iskazani. Nije jasno zašto ovi rezultati nisu saopšteni.

8. Autor zaključuje da postoji veoma snažan i efikasan mehanizam automatskog prilagođavanja rezervnog novca, što ni na koji način ne proizilazi iz datih rezultata.

9. Grejdžerov test uzročnosti uopšte nije korišćen, iako je najavljen u uvodnom delu.

10. Parametri modela izjednačavaju se sa ocenama parametara.

Strane 273 - 283

U analizi monetarnog transmisionog mehanizma BiH korišćeni su mesečni podaci šest vremenskih serija za period: januar, 2003- decembar, 2012.

1. Sprovedena su tri različita testa jediničnog korena i navedeno je da su sve analizirane serije reda integrisanosti jedan. Detaljni rezultati sprovedenih testova, kao ni specifikacija odgovarajućih jednačina, nisu date. Pri tome, grafički prikaz ovih serija ne ukazuje sa sigurnošću na nestacionarnost celog razmatranog skupa (bar tri serije deluju kao stacionarne oko funkcije linearnog trenda koji menja karakter). U literaturi je pokazano da prisustvo strukturnog loma dovodi do nepouzdanih zaključaka nekih od sprovedenih testova. Iako je u fusnoti na strani 274 navedeno da je uočeno prisustvo strukturnog 'prekida', nije objašnjeno na koji način je to uzeto u obzir, kako pri sprovođenju Peronovog testa, tako i prilikom specifikacije VAR modela.

2. Napisana je rečenica 'S obzirom da je utvrđeno da su sve serije koje su uzete u nivoima integrisane reda jedan, VAR model je ocijenjen na bazi prvih diferenci posmatranih vremenskih serija, s obzirom da je testom kointegracije na bazi Johansenove metodologije utvrđeno da vremenske serije nisu međusobno kointegrisane (pogledati Enders, 2010).'

Nije dat rezultat primene Johansenovog postupka. Nije navedeno koje su determinističke komponente uključene u sam model, odnosno u kointegracionu relaciju. Primarni uslov za pouzdanost primene Johansenove metodologije jeste neautokorelisanost reziduala i njihova normalna raspodeljenost, što se u ovom i prethodnom delu teksta uopšte ne pominje.

Šest vremenskih serija sa jednim jediničnim korenom može obrazovati najviše pet kointegracionih relacija. U programskom paketu EVIEWS, koji pretpostavljamo da je korišćen, ne postoji mogućnost preciznog testiranja linearnih ograničenja na kointegracione parametre i identifikovanja kointegracionih veza.

Ovim je doveden u pitanje ključni nalaz iz koga se izvodi, u nastavku rada analizirana, funkcija impulsnog odziva i dekompozicija varijanse greške predviđanja (kompletno delovi 7.2.1. i 7.2.2). Dati rezultati predstavljaju osnovni empirijski nalaz kandidata i bazu za izvođenje zaključaka i preporuka u završnom delu rada.

3. Dati su rezultati ocenjivanja VAR modela reda 2 za prve diference 6 promenljivih. To čini ukupno 72 ocenjena parametra (ne uključujući moguće determinističke komponente) u sistemu koji je formiran na bazi 120 podataka.

4. Napisana je rečenica 'Ocijenjeni model ima dobre karakteristike u smislu da model ispoljava stabilnost (korjeni karakteristične jednačine se nalaze unutar jediničnog kruga), reziduali ne manifestuju prisustvo autokorelacije, a pretpostavka o normalnosti je u najvećoj mjeri zadovoljena.'

a) Rezultati testa autokorelacije dobijeni su primenom višedimenzione Box-Ljungove statistike, ali tako da su dati kao izlaz iz programskog paketa EVIEWS sa naslovom Portmanteau test. Vrednosti iz tog izlaza nisu komentarisane (postoji zbirna autokorelacija zaključno sa trećom docnjom na nivou značajnosti od 10%). Drugi relevantni testovi autokorelacije u VAR modelu nisu pomenuti.

b) Smisao iskaza da je pretpostavka o normalnosti u najvećoj meri zadovoljena nije jasan. Tim pre što rezultati višedimenzionih testova normalnosti nisu saopšteni.

5. Prilikom ocenjivanja funkcije impulsnog odziva i dekompozicije varijanse greške predviđanja korišćena je 'Cholesky faktorizacija'.

U pitanju je Holeskijeva dekompozicija kovarijacione matrice slučajnih greški. Rezultati ove analize u velikoj meri zavise od redosleda promenljivih u sistemu. Ovaj redosled se najčešće formuliše prema rezultatu testa uzročnosti. Takođe, uobičajeno je da se redosled promenljivih varira kako bi se proverila stabilnost rezultata.

Šta je ovde urađeno? Grejndžerov test uzročnosti nije primenjen. Redosled jednačina definisan je prema 'standardnim pretpostavkama rekurzivnosti'. Opravdanost pretpostavki nije proveravana niti komentarisana. Time se upravo otvara problem arbitramosti u izboru ograničenja, što je autor pokušao da objasni u delu o pregledu teorijskih rezultata.

6. Pod pretpostavkom da su ispravni, rezultati dekompozicije varijanse greške predviđanja su, umesto tabelarno, dati u vidu potpuno nerazumljivih grafikona. Neophodno je saopštiti numeričke vrednosti iz ove analize. U tekstu se govori samo o dekompoziciji varijanse i nigde se ne naglašava o kakvoj varijansi je reč.

3. Korišćeni su izrazi koji nisu u skladu sa našom uobičajenom statističkom i ekonometrijskom terminologijom.

U radu se pojavljuju termini koji se ne mogu naći u u udžbeničkoj literaturi iz oblasti statistike i ekonometrije. Navodimo samo neke primere:

- A) Johansenov pristup koji se zasniva na primeni metoda maksimalne verodostojnosti nazvan je Johansen metodologija maksimizacije vjerovatnoće.
- B) Testiranje ograničenja na kointegracione parametre nazvano je ograničenjem na kointegracioni vektor.
- C) Ocena koeficijenta uz mehanizam korekcije ka ravnoteži označena je kao vrednost koeficijenta korekcije greške ili kao koeficijent uz član greške.
- D) Strukturni lom označen je kao strukturni prekid.
- E) Vektorski autoregresivni model (VAR) dat je kao vektor autoregresivni model.
- F) Količnik verodostojnosti nazvan je raciom verovatnoće.
- G) Transformacija množenja s leva obe strane jednačine nekom matricom označena je kao premultiplikovanje VAR sistema.
- H) Izbor reda VAR modela označen je kao selekcija vremenskih pomaka VAR modela.
- I) Johansenov test ranga kointegracije (test statistike traga i maksimalne karakteristične vrednosti) nazvan je neograničenim testom ranga kointegracije (trace i maximum eigenvalue).

Zaključni komentar

U doktorskoj disertaciji *Monetarni transmisioni mehanizam: primjer Bosne i Hercegovine* autora Dejana Kovačevića sopšteni su rezultati ekonometrijske analize vremenskih serija.

Reč je o metodama koje se na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Beogradu izučavaju od početka devedesetih godina prošlog veka. Izložena metodologija pokrivena je programom nastave na osnovnim i master studijama (predmeti: Uvod u ekonometriju, Ekonometrijska analiza vremenskih serija, Analiza vremenskih serija i Primenjena analiza vremenskih serija). Na srpskom jeziku postoji nekoliko monografija i udžbenika (u izdanju CID-a Ekonomskog fakulteta) koji obrađuju ove teme. Profesori ekonometrije i analize vremenskih serija objavili su bar deset radova u časopisima sa SSCI liste u kojima su ekonomski rezultati dobijeni primenom razmatranih ekonometrijskih metoda.

Pristup dobijanja rezultata ekonometrijske analize doktorske disertacije *Monetarni transmisioni mehanizam: primjer Bosne i Hercegovine* odudara od standarda ekonometrije na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Beogradu.

Nekorektno korišćenje uobičajene statističke i ekonometrijske terminologije dovodi u sumnju opšti nivo znanja statistike i ekonometrije kandidata Dejana Kovačevića.

Proizvoljnosti, netačnosti i nepreciznosti ekonometrijskog istraživanja sugerišu da dobijeni ekonometrijski i ekonomski rezultati ne mogu biti vrednovati davanjem pozitivnog mišljenja o naučnom doprinosu ovog rada.

Beograd, 23. 6. 2014.

Zorica Mladenović
Zorica Mladenović, redovni profesor

Aleksandra Nojković
Aleksandra Nojković, vanredni profesor

VIJEME POKRETNOSTI U BEOGRADU			
EKONOMSKOG FAKULTETA			
IP. BILJEŽKA	27 MAY 2014		
IP. BILJEŽKA	1847/1		

NASTAVNO-NAUČNOM VEĆU
EKONOMSKOG FAKULTETA UNIVERZITETA U BEOGRADU

Na osnovu odluke Nastavno-naučnog veća Ekonomskog fakulteta Univerziteta u Beogradu br. 1676/1 od 16.5.2014 godine, nakon što smo proučili završenu doktorsku disertaciju kandidata mr Dejana Kovačevića, pod nazivom **“Monetarni transmisioni mehanizam: primjer Bosne i Hercegovine”**, podnosimo sledeći

REFERAT

1. Osnovni podaci o kandidatu i disertaciji

Kovačević Dejan je rođen 08.07.1975. godine u Sokocu, Bosna i Hercegovina. Osnovnu školu završio je u Sokocu. Dve godine srednje škole završio je u Sarajevu (Matematičko-fizičko-računarska srednja škola), a treću u Beogradu (13. beogradska gimnazija). Četvrtu godinu, nakon polaganja razlike predmeta zbog prekvalifikacije, završio je u Sokocu (Elektrotehnička škola), stekavši diplomu i zvanje tehničara elektronike. Godine 2001. diplomirao je na Ekonomskom fakultetu Univerziteta Srpsko Sarajevo, na Palama. Početkom 2009. godine, magistrirao je na Ekonomskom fakultetu u Beogradu, Univerzitet u Beogradu, na smeru Bankarski i finansijski menadžment, sa magistrarskim radom pod nazivom „Kreditna ekspanzija u Bosni i Hercegovini“.

Tokom studija, Kovačević Dejan je radio u OSCE-u (Organisation for Security and Cooperation in Europe), kao asistent glavnog supervizora (Senior Core Supervisor).

Po završetku studija, u junu 2002. godine zaposlio se u Centralnoj banci Bosne i Hercegovine. Pripravnički staž proveo je u Odeljenju za bankarstvo, a zatim u Odeljenju za ekonomska istraživanja, statistiku i publikacije, i učestvovao u izradi publikacija Centralne banke Bosne i Hercegovine: Godišnjeg izveštaja, Kvartalnog biltena, Mesečnog ekonomskog pregleda, kao i specijalnih tema istraživanja u okviru naučno-istraživačke djelatnosti u Banci.

U decembru 2009. godine raspoređen je na radno mjesto koordinatora Odeljenja za bankarstva, u Sektoru za bankarske usluge Centralnog ureda Centralne banke Bosne i Hercegovine. U periodu od oktobra 2010. do oktobra 2011. obavljao funkciju v.d. rukovodioca Odeljenja za bankarstvo. Tokom rada u Odeljenju za bankarstvo, Kovačević Dejan je obavljao funkciju pridruženog člana Investicionog komiteta, tela zaduženog za taktičko upravljanje deviznim rezervama Centralne banke.

Od marta 2013. godine obavlja funkciju rukovodioca Odeljenja za monitoring i analize Sektora za monetarne operacije, upravljanje deviznim rezervama i gotovinom Centralnog ureda Centralne banke Bosne i Hercegovine. Izabran je za punopravnog člana Investicionog komiteta Centralne banke Bosne i Hercegovine, kao i za člana uredništva redovnih publikacija koje objavljuje Centralna banka: Izveštaja o finansijskoj stabilnosti Odeljenja za finansijsku stabilnost, te Kvartalnog biltena i Godišnjeg izveštaja Ureda glavnog ekonomiste.

U periodu juni 2002 – juni 2003, Dejan Kovačević je bio član Saveta Ekonomskog fakulteta na Palama, Univerziteta u Istočnom Sarajevu.

U toku rada u Centralnoj banci Bosne i Hercegovine, Kovačević Dejan je pohađao različite seminare, specijalističke kurseve i međunarodne konferencije.

Dejan Kovačević je do sada napisao sledeće radove:

- Kovačević, Dejan. 2013. „Mjere za jačanje valutnog odbora u Bosni i Hercegovini“. Zbornik radova Ekonomskog fakulteta na Palama, 2013 7: str. 405-420.
- Kovačević, Dejan. 2009. “Fenomenologija i rizici kreditne ekspanzije u zemljama u tranziciji”. Specijalne teme istraživanja, ISSN 1840-2593. Centralna banka Bosne i Hercegovine, Sarajevo.

- Kovačević, Dejan, Kemal Kozarić. 2008. "Cijena novca u Bosni i Hercegovini". U „Tržište bankarskih proizvoda i usluga u Srbiji“. Beogradska bankarska akademija, Beograd.
- Kovačević, Dejan. 2005. "Upravljanje deviznim rezervama". Neobjavljeno. Centralna banka Bosne i Hercegovine, Sarajevo.

Učestvovao je u izradi Strategije razvoja Republike Srpske Vlade Republike Srpske, dokumenta koji je pripremljen od strane tima analitičara u saradnji sa Ekonomskim institutom u Banja Luci.

Doktorska teza kandidata mr Dejana Kovačevića pod nazivom „Monetarni transmisioni mehanizam: primjer Bosne i Hercegovine“ je obima 368 strana i obuhvata Uvod, sedam glava i Zaključak. U spisku literature je navedeno 471 radova, relevantne domaće i strane literature.

2. Predmet i cilj disertacije

Monetarna politika utiče na ekonomsku aktivnost i inflaciju preko nekoliko kanala koji su poznati pod zajedničkim nazivom monetarni transmisioni mehanizam. Brojne empirijske i teorijske studije razmatraju problem transmisije monetarne politike, objašnjavaju različite kanale preko kojih se odluke nosilaca monetarne politike u pogledu instrumenata monetarne politike efektiraju na ekonomiju, kao i njihov uticaj na ključne makroekonomske varijable.

Predmet doktorske disertacije kandidata Dejana Kovačevića je analiza monetarnog transmisionog procesa u aranžmanu valutnog odbora u Bosni i Hercegovini i empirijska ocena monetarnog transmisionog mehanizma u ekonomiji zemlje. U radu se koristiti termin monetarni transmisioni mehanizam umesto transmisioni mehanizam monetarne politike. Razlog za to je činjenica da je prostor za vođenje aktivne monetarne politike u kontekstu valutnog odbora prilično ograničen. Nedostatak aktivne monetarne politike ne znači nužno da u ekonomiji u kojoj se primenjuje valutni odbor nedostaju neke važne veze, odnosno kanali putem kojih se prenose efekti monetarnih šokova. Jačina i struktura odgovarajućih veza može se razlikovati po pojedinim monetarnim sistemima i realno je očekivati da primena valutnog odbora kao režima monetarne politike u Bosni i Hercegovini uslovljava specifičnosti u pogledu transmisije monetarnih signala u njenoj ekonomiji.

Analiziranje transmisionog procesa monetarnih signala kroz ekonomiju neke zemlje je od suštinskog značaja za adekvatan dizajn i implementaciju monetarne politike i potpuno sagledavanje svih makroekonomskih odnosa i relacija u datoj ekonomiji. U literaturi razlikuje se šest osnovnih kanala monetarnog transmisionog mehanizma: 1) kanal kamatnih stopa, 2) kanal ostalih cijena aktiva, 3) kanal deviznog kursa, 4) kreditni kanal, 5) kanal očekivanja, 6) kanal preuzimanja rizika, pri čemu se u literaturi nerijetko izdvaja i kanal troškova kao poseban kanal.

U Bosni i Hercegovini, kao režim monetarne i politike deviznog kursa primenjuje se valutni odbor, koji se zasniva na zakonom eksplicitno utvrđenim pravilima u pogledu načina puštanja novca u opticaj i povlačenja novca iz opticaja. Ta pravila isključuju pravo diskrecije, tj. pravo slobodnog odlučivanja u domenu tih politika. Osnovna svrha pravila je uspostavljanje kredibiliteta centralne banke i izbegavanje eventualnih gubitaka zbog donošenja nekozistentnih odluka nosilaca ekonomske politike, koje bi mogle štetiti osnovnim makroekonomskim kretanjima u zemlji. Funkcionisanjem po principima valutnog odbora izgrađen je visok nivo poverenja u domaću valutu, što predstavlja bitan preduslov za razvoj finansijskog sistema, stabilizaciju inflatornih očekivanja i ubrzanu nominalnu i realnu konvergenciju prema EU.

Cilj monetarne politike u Bosni i Hercegovini je da se održi stabilnost nacionalne valute. Ova obaveza delegirana je Centralnoj banci Bosne i Hercegovine, kao nezavisnoj instituciji. Stabilnost valute može se smatrati i cenovnom stabilnošću, tako da je konačni cilj monetarne politike u Bosni i Hercegovini da se održi cenovna stabilnost. Cilj cenovne stabilnosti je povezan sa sidrenom ulogom deviznog kursa, pri čemu su sva neophodna prilagođavanja prepuštena tržištu. Ne postoji referentna stopa centralne banke, niti neki drugi operativni target monetarne politike. Ova strategija zasnovana je na uverenju da bi u maloj otvorenoj ekonomiji sa fiksnim deviznim kursom primena aktivne monetarne politike svakako predstavljala kompleksno pitanje.

Nedostatak aktivne monetarne politike reflektovan je u postavci okvira monetarne politike u Bosni i Hercegovini. Najznačajniju karakteristiku valutnog odbora u Bosni i Hercegovini predstavlja neograničena razmena konvertibilne marke za evro (do 2001. za nemačku marku) po fiksnom deviznom kursu. Ovo funkcija može se smatrati „deviznim prozorom“ (engl. – foreign exchange window) u okviru koga kupovinu i prodaju stranih valuta u zamenu za domaću iniciraju komercijalne banke. Deviznim prozorom unapređuju se tokovi kratkoročnog kapitala i omogućava se funkcionisanje mehanizma fiksnog deviznog kursa u okviru valutnog odbora. Valutni prozor, takođe, predstavlja mehanizam za emitovanje rezervnog novca – svaka promena ponude rezervnog novca prouzrokovana je odgovarajućom kupoprodajnom operacijom između domaće i stranih valuta u sklopu deviznog prozora. Ovaj mehanizam predstavlja značajan instrument upravljanja likvidnošću komercijalnih banaka pomoću njihovih deviznih rezervi i uslovno se može smatrati instrumentom monetarne politike u Bosni i Hercegovini.

Jedini klasični instrument monetarne politike u režimu valutnog odbora u Bosni i Hercegovini, koji bi komercijalnim bankama trebao omogućiti kreiranje dovoljnih likvidnosnih bafera i zameniti funkciju krajnjeg kreditora i ostale instrumente monetarne politike, predstavljaju obavezne rezerve. Obavezne rezerve mogu se, takođe, smatrati instrumentom kojim se implicitno može uticati na šire monetarne uslove u ekonomiji, putem promene monetarnog multiplikatora, ili putem promene visine troškova finansijskih izvora bankarskog sektora. Mada, navedeni monetarni instrumenti nisu predviđeni za aktivno vođenje monetarne politike, već je njihova namena da podrže efikasno funkcionisanje tržišta i kreiranje dovoljnih likvidnosnih bafera za finansijski sektor.

U valutnom odboru prostor za aktivno vođenje monetarne politike značajno je sužen. Monetarni transmisioni mehanizam u valutnom odboru zasniva se na sidrenoj ulozi deviznog kursa. Ne postoji nezavisan cilj centralne banke u pogledu kamatne stope, niti postoje bilo kakvi drugi ciljevi, pri čemu se kamatne stope prilagođavaju u skladu sa arbitražnim uslovima koji preovladavaju na tržištima. Cenovna prilagođavanja su, takođe, prepuštena tržištu. Štaviše, u okviru aranžmana valutnog odbora, ponuda novca je endogena, tako da se automatski prilagođava tražnji za novcem kada dođe do njene promene. Drugim rečima rečeno, u valutnom odboru ne dolazi do promene ponude novca, niti do promena kamatnih stopa izazvanih akcijama monetarne politike. Obe varijable se prilagođavaju tekućim ekonomskim kretanjima, uslovima eksternog finansiranja i arbitražnim uslovima. Kao rezultat toga, signali monetarne politike su egzogeni u odnosu na sistem i ponekad ih je teško odvojiti od ostalih eksternih šokova.

Najznačajnije objašnjenje monetarnog transmisionog mehanizma u sistemu valutnog odbora polazi od mehanizma automatskog prilagođavanja ponude novca. Delovanjem mehanizma automatskog prilagođavanja ponude novca, deficit tekućeg računa ili odliv kapitala direktno se odražavaju na smanjenje domaće likvidnosti, što dovodi do porasta kamatnih stopa na domaćem novčanom tržištu. Promene domaćih kamatnih stopa će se reflektovati na ekonomsku aktivnost kroz uobičajene transmisione kanale i te promene će dovesti do smanjenja deficita tekućeg računa. U uslovima fiksnog deviznog kursa, porast

domaćih kamatnih stopa će, takođe, dovesti do priliva kapitala i obrnuto, smanjenje kamatnih stopa će rezultirati odlivom kapitala, zbog postojanja kamatne arbitraže. Navedene promene će dovesti do uravnoteženja platnog bilansa, a nivo domaćih kamatnih stopa će konvergirati ka nivou svetskih (sidrena valuta) kamatnih stopa.

U sistemu fiksnog deviznog kursa, domaće kamatne stope su povezane sa kamatnim stopama u zemlji rezervne valute. Visina stranih kamatnih stopa (u zemlji sidrene valute) je pod uticajem monetarnih uslova i monetarne politike u inostranstvu. Međutim, čak i kada je centralna banka u potpunosti posvećena očuvanju stabilnosti deviznog kursa, domaće kamatne stope nisu u potpunosti determinisane stranim kamatnim stopama, zbog domaće premije rizika. Premija rizika odražava rizike specifične za datu zemlju (rizik neispunjavanja međunarodnih obaveza i devizni rizik), kao i regionalne i globalne faktore. U skladu sa tim, nivo domaćih kamatnih stopa determinisan je preovlađujućim nivoom stranih kamatnih stopa i domaćom premijom rizika. Posljedično, monetarna politika u zemlji sidrene valute, uslovi na inostranim novčanim tržištima, faktori koji utiču na domaću premiju rizika, itd, sve su to relevantni faktori koji mogu uticati na monetarne uslove u zemlji koja primenjuje valutni odbor.

Empirijska ocena monetarnog transmissionog mehanizma u Bosni i Hercegovini, između ostalog, treba da pokaže da li mogu postojati efekti kamatnih stopa, (nominalnog efektivnog) deviznog kursa, bankarskih kredita i očekivanja u sklopu transmisije monetarnih signala koji imaju relativno značajan uticaj na realnu ekonomsku aktivnost u zemlji. U skladu sa tim, pošto je osnovni cilj u ovoj doktorskoj disertaciji da se istraži transmisija egzogenih monetarnih šokova na bosanskohercegovačku ekonomiju, na raspolaganju su tri vrste šokova koji se mogu smatrati egzogenim. Prvi, i najznačajniji, odgovara egzogenim promenama kamatne stope ECB-a, koje su reflektovane u kretanju EURIBOR-a. Ove promene bi trebalo da se prenesu na domaće kamatne stope i dalje na sve ključne makroekonomske varijable. U empirijskoj analizi u ovom radu, ova simulacija će se smatra referentnom i najznačajnijom.

Drugo, fiksiranjem deviznog kursa nacionalne valute u odnosu na sidrenu ne eliminišu u potpunosti fluktuacije nominalnog efektivnog deviznog kursa, pošto sidrena valuta može plivati u odnosu na valute zemalja ostalih spoljnotrgovinskih partnera. U ovom slučaju, istraživanjem egzogenih promena valuta značajnog trgovinskog partnera (koja se razlikuje od sidrene valute) mogao bi se dobiti interesantan uvid u postojanje kanala deviznog kursa transmisije egzogenih monetarnih šokova.

Treće, razmatra se šok deviznih rezervi koji se reflektuje promenom ponude novca u ekonomiji. U valutnom odboru promene salda platnog bilansa (izuzimajući devizne rezerve) dovode do promena deviznih rezervi koje se dalje automatski reflektuju na promene ponude rezervnog novca u ekonomiji.

Transmisija navedenih monetarnih signala u okviru domaćeg finansijskog sektora zavisi od dubine finansijske intermedijacije i strukture tog sektora. Takođe, relativna snaga finansijskih komponenti u monetarnim signalima zavisi od otvorenosti ekonomije i integracije finansijskih tržišta sa stranim tržištima. Dubina finansijske intermedijacije u Bosni i Hercegovini povećavala se iz godine u godinu, ali je još uvijek niska u poređenju sa razvijenim ekonomijama. Finansijski sektor u Bosni i Hercegovini je prema svojoj strukturi bankarski orjentisan, pri čemu su banke i dalje osnovni finansijski posrednici za realni sektor, dok je uloga tržišta akcija i dalje relativno skromna. U skladu sa tim, banke vjerovano imaju značajnu ulogu u monetarnom transmissionom procesu.

Zbog male veličine bosanskohercegovačke ekonomije, a delimično i zbog koncentrisane strukture finansijskog sektora, domaća finansijska tržišta su prilično mala. Takođe, potrebno je imati na umu da u Bosni i Hercegovini do skora nisu postojale obveznice emitovane od strane vlade, koje su inače osnovna pokretačka snaga razvoja nebankarskih finansijskih tržišta u ostalim zemljama novim tržišnim ekonomijama. To otežava merenje

domaće premije rizika. Štaviše, nedostatak odgovarajućih finansijskih aktiva uticao je na veći značaj depozita kao oblika finansijske štednje. Mala veličina domaćih finansijskih tržišta i nedovoljno razvijeno tržište državnih obveznica uticali su na to da ne može biti konstruisana tradicionalna kriva prinosa i da ne može biti uspostavljena ročna struktura finansijskih instrumenata. Iz tih razloga, teško je identifikovati direktnu transmisiju od kamatnih stopa sa domaćeg novčanog tržišta na ostale domaće finansijske cene, pošto ovaj lanac informacija može biti drugačiji od tradicionalnog. Međutim, smatra se da ova moguća promena u informacionom lancu ne dovodi do promene transmissionog procesa i samog kanala.

Još jedan aspekt u pogledu bosanskohercegovačkog finansijskog sektora relevantan za monetarni transmissioni mehanizam predstavlja njegova povezanost sa inostranim finansijskim sektorima. Bankarski sektor u Bosni i Hercegovini uglavnom je u stranom vlasništvu. Ova činjenica može imati određene efekte na monetarnu transmisiju. S jedne strane, finansijskom sektoru je lakše da privuče sredstva iz inostranstva kada su domaći likvidnosni uslovi loši, odnosno kada dođe do pada domaćih depozita. Zbog toga, kada postoji pritisak na povećanje domaće premije rizika može biti od pomoći da se domaće kamatne stope drže na nivou koji je blizak nivo stranih kamatnih stopa. S jedne strane, veruje se da strani vlasnici mogu poboljšati korporativno upravljanje bankarskog sektora, primenjujući, na primjer, strožija pravila procene rizika vezanih za kreditnu aktivnost banaka, u odnosu na banke koje su u domaćem vlasništvu. To može dovesti do povećanja adekvatnosti reakcija aktivnih kamatnih stopa na kretanja u domaćem realnom sektoru, a takođe i povećanja verovatnoće efekata racioniranja kredita. Takođe, strano prisustvo može biti identifikovano i na bosanskohercegovačkim tržištima kapitala.

Svi navedeni aspekti bosanskohercegovačke ekonomije, pre svega finansijskog i realnog sektora, imaju značajne reperkusije po monetarni transmissioni mehanizam u zemlji.

Cilj rada je: 1) da se razmotre odgovarajući intuitivni aspekti koji utiču na proces monetarne transmisije u Bosni i Hercegovini u ambijentu valutnog odbora, uzimajući u obzir osnovne karakteristike finansijskog i realnog sektora ekonomije zemlje, 2) da se izvrši identifikacija odgovarajućih kanala monetarnog transmissionog mehanizma u bosanskohercegovačkoj ekonomiji, 3) da se izvrši specifikacija i ocena empirijskih modela monetarnog transmissionog mehanizma u zemlji, 4) da se analizira uticaj monetarnih šokova iz inostranstva (promjena EURIBOR-a, nominalnog efektivnog deviznog kursa i ponude novca) na osnovne makroekonomske varijable, pre svega na proizvodnju (bruto domaći proizvod) i inflaciju, i 5) da se utvrdi relativni značaj pojedinačnih kanala u procesu monetarne transmisije.

3. Osnovne hipoteze od kojih se u istraživanju polazilo

Osnovna hipoteza je da se odgovarajućim kanalima i vezama na bosanskohercegovačku ekonomiju prenose monetarni šokovi koji dolaze iz evro zone, uslovljeni merama monetarne politike ECB-a. Iako valutni odbor, kao sistem monetarne politike koji se primenjuje u Bosni i Hercegovini, u suštini ne podrazumeva mogućnost aktivnog vođenja monetarne politike u pogledu dva osnovna (tradicionalna) instrumenta – kamatne stope i ponude novca, smatra se da postoje odgovarajući kanali preko kojih se vrši transmisija monetarnih signala i šokova iz inostranstva na ekonomiju zemlje. Cilj rada je da se izvrši empirijska identifikacija i ocena monetarnog transmissionog mehanizma u zemlji preko koga se prenose monetarni šokovi koji dolaze izvan bosanskohercegovačke ekonomije (evro zona) i reflektuju na osnovne makroekonomske varijable u zemlji. Osnovna hipoteza je dalje razložena na posebne hipoteze koje je kandidat potvrdio u svom istraživanju.

Prva posebna hipoteza je da u okviru monetarnog transmissionog mehanizma u Bosni i Hercegovini deluje kanal kamatnih stopa. Utvrđeno je da se efekat prewaljivanja monetarnih

signala na kamatne stope na kredite realizuje direktno putem stranih kamatnih stopa. U sklopu ove hipoteze, realno je pretpostaviti da kamatne stope na kredite u većoj meri zavise od stranih kamatnih stopa, nego od domaćih kamatnih stopa na depozite, pošto strane kamatne stope determinišu troškove izvora finansijskog sektora. Ova pretpostavka takode je podržana činjenicom da je značajan dio bankarskih kredita realnog sektora odobren po varijabilnim kamatnim stopama, koje su obično povezane sa evro kamatnih stopama. Prema tome, može se sa dovoljno pouzdanosti zaključiti da se promene stranih kamatnih stopa (u određenoj mjeri) automatski prenose na kamatne stope na kredite bosanskohercegovačkih komercijalnih banaka realnom sektoru. Dokaz za to je da porast EURIBOR-a dovodi do povećanja bazne stope i plaćanja po osnovu kamata kod kredita sa varijabilnim kamatnim stopama. Potrebno je naglasiti da veza EURIBOR-a sa kamatnim stopama na kredite ne znači nužno potpuno prevaljivanje signala stranih kamatnih stopa na kamatne stope na kredite domaćem realnom sektoru zbog promena marže rizika. Nekoliko faktora mogu da utiču na maržu rizika, a samim tim i na efekat prevaljivanja. Zbog toga kamatne stope na kredite domaćem realnom sektoru mogu biti izolovane od stranih monetarnih signala u pojedinim periodima, a u određenim periodima ti signali mogu biti uvećani od strane finansijskog sektora.

Druga posebna hipoteza je da u procesu monetarne transmisije u Bosni i Hercegovini deluje kanal bankarskog kreditiranja. U inicijalnim fazama tranzicije, neposredno nakon uspostavljanja valutnog odbora, domaća ponuda kredita je bila prilično ograničena, pošto se racioniranje kredita javlja kada banke percipiraju da su suočene sa tvrdim budžetskim ograničenjima. Preduzeća su bila manje osetljiva na promene kamatnih stopa, tako da ti faktori ukazuju da je realni sektor tokom ovog perioda u većoj meri bio zavisn od raspoloživosti kredita, nego od cene kredita. Ograničavanje raspoloživosti kredita od strane banaka u tim godinama može biti alternativno objašnjeno nesavršenošću ili nepostojanjem odgovarajuće legislative i nerazvijenošću tržišnih struktura. Ovi faktori su povećali probleme moralnog hazarda i asimetričnih informacija. Problemi moralnog hazarda javljaju se ne samo na strani preduzeća, već i na strani banaka. Banke su tokom ovog perioda radije odobravale insajderske kredite svojim vlasnicima, nego kredite nepoznatim preduzećima. Zbog toga se ograničena ponuda kredita može interpretirati kao efekat racioniranja kredita.

Povećanje finansijske intermedijacije u kasnijem periodu finansirano iz inostranstva smanjilo je zavisnost bankarskog sektora od domaćih finansijskih izvora i dovelo je do intenzivnog rasta kredita i pada kamatnih stopa. U okviru mehanizma ponude kredita u valutnog odboru, priliv kapitala se automatski reflektovao na povećanu ponudu novca i rast kredita u periodu prije krize. U kontekstu transmissionog mehanizma, značajno je da ekspanzivna monetarna kretanja od 2001. godine do trećeg kvartala 2008. dovela do produbljivanja finansijske intermedijacije i do povećanja značaja veze između monetarnih kretanja i aktivnosti realnog sektora. Tokom tih godina došlo je do značajnog jačanja veze između domaćih kredita i domaće tražnje. Monetarni signali iz inostranstva su počeli da se prenose na domaći realni sektor putem povećane primene kamatnih stopa koje su vezane za EURIBOR, što je imalo za posledicu direktne efekte na novčane tokove zajmotražilaca i zajmodavaca. Snažan priliv kapitala nije uticao na malu ulogu tržišta korporativnih obveznica i nesavršenu supstitutabilnost finansiranja posredovanog preko banaka. Velika ekonomska kriza u svetu uticala je na pogoršanje uslova finansiranja u inostranstvu i na značajno smanjenje kreditnog rasta, pri čemu su komercijalne banke počele da razmatraju primenu konzervativnijeg pristupa pri izboru zajmotražilaca. Takva kretanja ukazuju da tokom kriznih perioda mogu biti prisutni određeni efekti racioniranja kredita u vidu smanjenja raspoloživosti bankarskih kredita.

Treća posebna hipoteza je da se monetarni šokovi iz inostranstva kanalom deviznog kursa prenose na osnovne makroekonomske varijable u bosanskohercegovačkoj ekonomiji. Postojanje kanala deviznog kursa uslovljeno je osnovnim karakteristikama bosanskohercegovačke ekonomije – reč je o maloj, otvorenoj ekonomiji. Ovaj kanal pokazuje reakciju ekonomije zemlje na šokove nominalnog efektivnog deviznog kursa konvertibilne marke, uslovljene dejstvom monetarnih signala iz inostranstva (merama monetarne politike iz zemlje rezervne valute). Iako je bilateralni devizni kurs domaće valute prema evru fiksiran, efektivni (ponderisan udelima u ukupnoj spoljnoj trgovini) devizni kurs konvertibilne marke je daleko od toga da bude stabilan. Utvrđeno je da efektivni devizni kurs utiče na domaću inflaciju preko uvoznih cena, a preko uticaja na konkurentnost domaćih izvoznika, odnosno efekata spoljne trgovine na bruto domaći proizvod.

Četvrta posebna hipoteza je da se u bosanskohercegovačkoj ekonomiji ne može sa dovoljno pouzdanosti identifikovati delovanje posebnog kanala cena aktiva. Mada je intuitivno moguće pretpostaviti da se kanalom ostalih cena aktiva monetarni šokovi iz inostranstva u određenoj meri odražavaju na makroekonomska kretanja u Bosni i Hercegovini, postoje objektivni faktori koji onemogućavaju analiziranje efekata navedenog kanala. Finansijska tržišta u Bosni i Hercegovini su relativno mala i nedovoljno razvijena. Stanovništvo ne drže hartije od vrijednosti u meri u kojoj bi promene monetarnih uslova mogle značajnije uticati na odluke pojedinaca o potrošnji i investicijama. Osim akcija, zastupljenost ostalih finansijskih instrumenata je minimalna. S druge strane, ne postoje dovoljno duge vremenske serije podataka o kretanju cena nekretnina koje bi omogućile identifikaciju i empirijsku analizu efekata monetarnih signala preko navedenih realnih aktiva. Indeks cena nekretnina konstruisan je nedavno, pri čemu se kao uzorak koristi kretanje cena nekretnina u nekoliko većih centara, ali ne i ostalim delovima zemlje. Sve to onemogućava odgovarajuću identifikaciju i analizu navedenog kanala monetarnog transmissionog mehanizma u Bosni i Hercegovini.

Peta posebna hipoteza je da u sklopu monetarnog transmissionog mehanizma deluje poseban kanal očekivanja. Kanal očekivanja, *de facto* i nije samostalan kanal, i efekti tog kanala i njegov uticaj analizirani su preko delovanja ostalih kanala, pošto kanal očekivanja predstavlja njihov sastavni deo.

4. Kratak opis sadržaja disertacije

Doktorska teza „Monetarni transmisioni mehanizam: primjer Bosne i Hercegovine“ mr Dejana Kovačevića strukturirana je tako da pored Uvoda, Zaključka i spiska korišćene literature sadrži šest glava.

Druga glava doktorske disertacije posvećena je definisanju i klasifikovanju osnovnih kategorija koje se odnose na transmisioni mehanizam monetarne politike. Kandidat prvo razmatra sve faze monetarnog transmisionog procesa, od izbora strategije monetarne politike kojom se definišu njegove osnovne konture, preko formulacije i implementacije monetarne politike kao polazne tačke u transmisiji kada primenom odgovarajuće mere dolazi do generisanja monetarnog signala, zatim politike komunikacije koja je veoma značajna za oblikovanje očekivanja kao jednog od najznačajnijih elemenata transmisionog procesa, sve do konačnih ciljeva monetarne politike koji se datim merama monetarne politike nastoje realizovati. Posebno su naglašeni značaj vremenskih pomaka u monetarnoj transmisiji i asimetričnosti efekata monetarne politike, karakteristika koje u značajnoj mjeri determinišu taj proces. Kandidat zatim razmatra proces transmisije monetarnih signala kroz njegove tri faze: prvu fazu, koja se naziva kanal finansijskog sistema, u okviru koje se akcije monetarne politike manifestuju promenama kratkoročnih i dugoročnih kamantih stopa, cena aktiva, likvidnosti i deviznog kursa; drugu fazu kojom se opisuje uticaj monetarne politike koji ide

od finansijskog sistema na ostatak ekonomije, tj. kako odluke o kamatnim stopama od strane centralne banke utiču na odluke o potrošnji i investicijama od strane preduzeća i pojedinaca; te treću fazu, kojom se opisuje kako odluke o rashodima pojedinaca i preduzeća utiču na agregatnu tražnju, tj. kako monetarna politika utiče na agregatnu tražnju, kada se odluke o rashodima od strane svih pojedinaca i preduzeća kumuliraju da bi se determinisali ukupni rashodi, te kako interakcija agregatna tražnje i agregatne ponude (potencijalnog outputa) utiče na inflaciju. Konačno, kandidat daje pregled osnovnih kanala monetarne transmisije (kanal kamatnih stopa, kanal (ostalih) cijena aktiva, kanal deviznog kursa, kreditni kanal, kanal očekivanja i kanal preuzimanja rizika, pri čemu se nerijetko izdvaja i kanal troškova kao zaseban kanal monetarne transmisije), te različitih faktora koji utiču na izgled i strukturu transmisionog mehanizma.

Treća glava doktorskedisertacije odnosi se na analizu specifičnosti procesa monetarne transmisije u zemljama u razvoju i tranziciji. Specifično makroekonomsko i finansijsko okruženje tih zemalja ima značajne implikacije na različite konvencionalne kanale monetarne transmisije. Uz dosta slabe institucionalne okvire, umanjenu ulogu tržišta hartija od vrijednosti, nesavršenu konkurenciju u bankarskom sektoru, rezultirajuće visoke troškove bankarskih kredita privatnim preduzećima i druge slabosti, postoje smetnje funkcionisanju pojedinih tradicionalnih kanala (preko kamatnih stopa, cena aktiva i kreditne aktivnosti banaka). Kanal deviznog kursa je slab u zemljama koje održavaju relativno fiksne devizne kurserve, ali može imati ulogu u monetarnoj transmisiji u zemljama sa fleksibilnijim deviznim kursovima. Razvojem tržišta i tržišnih instrumenata kanal očekivanja bi trebalo postepeno da dobije na značaju. Dodatno, postoji uverenje da monetarna transmisija može biti slaba i nepouzdana u kontekstu tih zemalja, pri čemu su postojeći empirijski dokazi konzistentni sa ovim stanovištem. Poboljšanje sposobnosti da se kvantifikuju specifične veze u monetarnom transmisionom mehanizmu koje funkcionišu u pojedinačnim zemljama u razvoju i tranziciji zahteva otvaranje „crne kutije“ monetarne transmisije u takvim zemljama. Poseban akcenat stavljen je na razmatranje procesa monetarne transmisije u zemljama u tranziciji, s obzirom da je Bosna i Hercegovina i sama pripada grupi tih zemalja.

U okviru četvrte glave doktorske disertacije daje se kritički pregled i ocena najznačajnijih metoda empirijske analize monetarnog transmisionog mehanizma. Za kvantitativno analiziranje monetarne transmisije primenjuju se četiri pristupa: deskriptivni pristup, testiranje Granger-ove uzročnosti, vektor autoregresivni (VAR) modeli i stuktorni makroekonomski modeli. Posebno su obrazložene specifičnosti vezane za svaku od metoda, odnosno njihove relativne prednosti i nedostaci. Naglašeno je da se u empirijskim istraživanjima često primenjuje kombinacija navedenih metoda, s ciljem što potpunijeg i sveobuhvatnijeg analiziranja transmisionog mehanizma. U ovoj glavo razmotreni su izazovi u analizi monetarnog transmisionog mehanizma – simultanost, istovremeno funkcionisanje više kanala i izolovanje promena jačine delovanja pojedinačnih kanala, te načini na koji su ti problemi u empirijskim istraživanjima prevazilaženi. Obrazloženi su i problemi (zagonetke) u analizi transmisionog mehanizma, kao i razlike između teorijskih obrazloženja i stvarnih empirijskih nalaza vezano za pojedinačne aspekte transmisionog procesa: zagonetka likvidnosti, cenovna zagonetka i zagonetka deviznog kursa. Zagonetka likvidnosti predstavlja nemogućnost identifikovanja likvidnosnog efekta u empirijskim istraživanjima da nakon porasta ponude novca dođe do smanjenja nominalnih kamantih stopa. Cenovna zagonetka odnosi se na nalaz da nakon porasta kamatnih stopa dolazi do porasta, a ne smanjenja inflacije. U literaturi su identifikovane brojne zagonetke deviznog kursa, od kojih je najznačajnija ta da nalazi empirijskih analiza odstupaju od standardne pretpostavke teorijskih modela da ekspanzivna (kontrakciona) monetarna politika dovodi do depresijacije (apresijacije) deviznog kursa.

Osnove monetarnog transmissionog mehanizma u valutnom odboru, kao posebnoj strategiji monetarne politike, date su u petoj glavi doktorske disertacije. U valutnom odboru prostor za aktivno vođenje monetarne politike značajno je sužen. Monetarni transmissioni mehanizam u valutnom odboru zasniva se na sidrenoj ulozi deviznog kursa. Ne postoji nezavisan cilj centralne banke u pogledu kamatne stope, niti bilo koje druge varijable, pri čemu se kamatne stope prilagođavaju u skladu sa arbitražnim uslovima koji preovladavaju na tržištima. Cenovna prilagođavanja su, takođe, prepuštena tržištu. Ponuda novca je endogena, tako da se automatski prilagođava tražnji za novcem kada dođe do njene promjene. U valutnom odboru ne dolazi do promene ponude novca, niti do promena kamatnih stopa izazvanih akcijama monetarne politike. Obe varijable se prilagođavaju tekućim ekonomskim kretanjima, uslovima eksternog finansiranja i arbitražnim uslovima. Kandidat posebno obrazlaže mehanizam automatskog prilagođavanja ponude novca, kao osnovu procesa monetarne transmisije u valutnom odboru. Puna pokrivenost monetarne baze i puna konvertibilnost po fiksnom deviznom kursu obezbeđuju u potpunosti endogenu ponudu baznog novca, s obzirom da se bilo kakav višak likvidnosti automatski sterilizuje. Bilo kakva *ceteris paribus* promena tražnje za novcem će indukovati promene monetarne baze i odgovarajuće promene deviznih rezervi, s obzirom da bazni novac sledi dinamiku platnog bilansa. Istovremeno preovlađujući nivo kamatnih stopa determinisan je prilikama za kamatnom arbitražom sa zemljom sidrene valute kroz nepokriveni paritet kamatnih stopa. U skladu sa tim, nivo domaćih kamatnih stopa uslovljen je nivoom kamatnih stopa u zemlji sidrene valute i domaćom premijom rizika. U ovom delu kandidat daje pregled osnovnih nalaza empirijskih analiza monetarnog transmissionog mehanizma u drugim valutnim odborima: Estoniji, Litvaniji, Bugarskoj i Hong Kongu.

U šestoj glavi doktorske disertacije analizom strukture realnog i finansijskog sektora razmatraju se osnovne specifičnosti monetarnog transmissionog mehanizma bosanskohercegovačke ekonomije. Primena valutnog odbora uslovljava da se monetarni signali iz evro zone (kao reagona sidrene valute) u značajnoj mjeri prenose na domaći finansijski sektor. Uticaj tih monetarnih signala na ponašanje preduzeća i domaćinstava u Bosni i Hercegovini zavisi od nekoliko aspekata, počevši od uticaja značajnih strukturnih promjena bosanskohercegovačke ekonomije, pa sve do faktora koji svakodnevno utiču na odluke preduzeća i domaćinstava. Dokazi dobijeni posmatranjem obrazaca kretanja finansijske strukture i realnog sektora ukazuju da je, kao dodatak kanalu kamatnih stopa, veoma moguće postojanje efekata kreditnog kanala. Fluktuacije realnog efektivnog deviznog kursa konvertibilne marke ostavljaju prostor za funkcionisanje još jednog kanala transmisije monetarnih signala iz inostranstva – kanala deviznog kursa. Generalno, očekivanja subjekata o budućim ekonomskim kretanjima imaju značajnu ulogu u transmisiji monetarnih signala u ekonomiji jedne zemlje, što je slučaj i sa Bosnom i Hercegovinom. U skladu sa tim, u procesu monetarne transmisije u zemlji najverovatnije postoji kanal očekivanja, kao zaseban kanal monetarnog transmissionog mehanizma. Svi navedeni kanali, kao celina, čine monetarni transmissioni mehanizam u Bosni i Hercegovini.

U sedmoj glavi doktorske disertacije vrši se empirijska analiza monetarnog transmissionog mehanizma u Bosni i Hercegovini, prvo se vrši testiranje funkcionisanja automatskog mehanizma prilagođavanja valutnog odbora pomoću vektor modela sa korekcijom ravnotežne greške, primenom Johansen metodologije. Sledeće, sprovodi se specifikacija i ocena vektor autoregresivnog modela i analiza računa inovacija – funkcija reakcije na impulse i dekompozicije varijansi, čime se dobija gruba slika monetarnog transmissionog mehanizma u Bosni i Hercegovini. Konačno, vrši se specifikacija i ocena malog strukturnog makroekonometrijskog modela, koji se simulira na odgovarajuće egzogene monetarne šokove: kratkoročni i srednjoročni šok inostranih kamatnih stopa, nominalnog efektivnog deviznog kursa i ponude novca. Konačno, kandidat sprovodi komparativnu

analizu efekata odgovarajućih šokova. Empirijskim analizama u ovom delu disertacije identifikovano je postojanje relativno efikasnog mehanizma automatskog prilagođavanja ponude novca, utvrđeni su kanali i veze putem kojih se monetarni signali iz inostranstva prenose kroz ekonomiju, kvantifikovan je njihov uticaj na osnovna makroekonomska kretanja i determinisan relativni značaj pojedinačnih kanala.

5. Metode koje su primenjene u istraživanju

U istraživačkom radu pri izradi doktorske disertacije primenjene su sledeće istraživačke metode: analiza sadržaja, komparativna i generička metoda, studija slučaja, a od istraživačkih tehnika dokumentaciona tehnika. Kvalitativnom i kvantitativnom analizom sadržaja, kao analitičkom metodom pomoću koje se najčešće proučavaju tekstualni dokumenti, obuhvaćeni su različiti radovi u ekonomskim publikacijama, časopisima, žurnalima, studijama i sl. u kojima je razmatran monetarni transmissionog proces, kao i knjige sa teorijskim i metodološkim okvirom relevantnim za istraživanu pojavu. Cilj je bio da se identifikuju, uporede, kategorizuju i interpretiraju odgovarajući pojmovi, korelacije, statističke analize, grafikoni, tabele i sl. koji se odnose na fenomen monetarne transmisije, kao i da se odaberu i obrazlože odgovarajuće statističke i ekonometrijske tehnike koje će biti primenjene pri analizi predmetne pojave. U sklopu ove istraživačke metode primenjena je istraživačka tehnika – dokumentaciona analiza – s ciljem prikupljanja podataka i informacija o monetarnom transmissionom mehanizmu u Bosni i Hercegovini, kao ispitivanoj pojavi. Transmisija monetarnih šokova kroz finansijske sisteme i ekonomije pojedinih zemalja je široko istraživani fenomen, pošto je razumevanje ovih mehanizama od suštinskog značaja za shvatanje uticaja koji imaju odluke i akcije monetarnih vlasti na ekonomiju. S obzirom na veliki broj raspoloživih dokumenata različitog sadržaja, forme i kvaliteta, u radu na izradi disertacije dokumenti su klasifikovani na važne i manje važne i analitička delatnost je usmerena na one dokumente koji su relativno lako dostupni i koji omogućavaju dobijanje informacija koje su od primarne važnosti za ispitivanu pojavu.

Primenom komparativne metode kandidat se fokusirao na analize monetarnog transmissionog mehanizma u zemljama u razvoju i tranzicionim zemljama, a prije svega u zemljama koje, kao i Bosna i Hercegovina, kao režim monetarne politike primenjuju valutni odbor, s ciljem sagledavanja faktora koji su uticali na nastanak, trajanje i transformaciju navedene pojave, te je nastojao da, poređenjem sa nalazima o monetarnom transmissionom mehanizmu u industrijski razvijenim zemljama, odabere one činjenice i podatke za koje je smatrao da će moći da posluže objašnjavanju uzročno-posledičnih veza i odnosa između činjenica, te verifikaciji prethodno formulisanog hipotetičkog okvira istraživanja za Bosnu i Hercegovinu. Generička metoda imala je za cilj otkrivanje geneze istraživane pojave, dinamike njenog nastanka, trajanja i nestanka, i ekonomske pretpostavke za genezu i metamorfozu pojave iz početne, preko forme trajanja, do forme kada jedna pojava iščezava. Ove dve istraživačke metode su primenjivane u glavama 2-6 disertacije, u kojima se analiziraju i sublimiraju opšti teorijski i empirijski nalazi o procesu monetarne transmisije koji se mogu naći u literaturi.

Osnovna istraživačka tehnika koja je primenjena u glavama 7. i 8 je studija slučaja. Cilj je da se logičkom analizom procesa transmisije monetarnih signala na odluke o investiranju i potrošnji preduzeća i domaćinstava i, u konačnom, na osnovne makroekonomske varijable u Bosni i Hercegovini, pre svega proizvodnju i inflaciju, objasni uzrok nastanka, karakter, dinamika i forme ovog procesa.

Formalnom ekonometrijskom analizom razmotreni su različiti aspekti monetarnog transmissionog mehanizma u Bosni i Hercegovini. Pre svega, vektor modelom sa korekcijom ravnotežne greške analizirana je jačina automatskog mehanizma prilagođavanja, kao osnove

monetarnog transmisionog mehanizma u zemlji koja primenjuje valutni odbor. Dodatno, pomoću odgovarajućih makroekonomskih modela – nestrukturnog VAR modela i strukturnog novokeynzijskog makroekonomskog modela – analizirani su transmisioni mehanizam u cjelini, odnosno njegovi pojedinačni kanali.

6. Ostvareni rezultati i naučni doprinos

Jedno od ključnih pitanja za procenu monetarnog sistema i monetarne politike u nekoj zemlji predstavlja analiza monetarnog transmisionog mehanizma – veza i kanala putem kojih odluke o monetarnoj politici utiču na likvidnost i prinose na finansijskim tržištima, što u konačnom utiče na odluke o potrošnji i investicijama domaćinstava i preduzeća. Na ovaj mehanizam utiče nekoliko faktora – postavka i konzistentnost tekućeg miksa makroekonomske politike, uključujući i izbor monetarnog režima; struktura ekonomije, a u okviru nje i struktura finansijskog sektora; povezanost između različitih sektora – spoljnog, finansijskog i realnog sektora itd, predstavljaju samo neke od tih faktora. Efikasnost različitih transmisionih kanala u velikoj meri zavisi od evolucije finansijskog sistema i tržišnih struktura, čija procena predstavlja izazovan zadatak čak i za razvijene ekonomije. Kandidat u disertaciji, u skladu sa teorijskim i empirijskim analizama u razvijenim ekonomijama, daje detaljno obrazloženje procesa monetarne transmisije, i sveobuhvatan pregled osnovnih kanala i faktora koji utiču na taj proces.

Postoje razlozi za verovanje da transmisioni mehanizam monetarne politike u zemljama u razvoju i tranziciji može biti u značajnoj meri različit od onoga koji je obično opisan u ekonomijama sa sofisticiranijim finansijskim sistemima. Specifično makroekonomsko i finansijsko okruženje tih zemalja ima značajne implikacije na različite konvencionalne kanale monetarne transmisije. Uz dosta slabe institucionalne okvire, umanjenu ulogu tržišta hartija od vrednosti, nesavršenu konkurenciju u bankarskom sektoru, rezultirajuće visoke troškove bankarskih kredita privatnim preduzećima i druge slabosti, postoje smetnje funkcionisanju pojedinih tradicionalnih kanala. Dodatno, postoji uverenje da monetarna transmisija može biti slaba i nepouzdana u kontekstu tih zemalja, pri čemu su postojeći empirijski dokazi konzistentni sa ovim stanovištem. Kandidat daje pregled literature i osnovnih zaključaka koji se odnose na monetarnu transmisiju u zemljama u razvoju i tranziciji, što je posebno značajno, s obzirom da se Bosna i Hercegovina, čiji transmisioni mehanizam kandidat u disertaciji analizira, i sama svrstava u grupu tih zemalja.

Za kvantitativno analiziranje monetarne transmisije primenjuju četiri pristupa: narativni pristup, testiranje Granger-ove uzročnosti, nestrukturni makroekonomski (VAR) modeli i strukturni makroekonomski modeli. Prvi pristup, u suštini, odnosi se na manje formalnu, deskriptivnu, grafičku i komparativnu analizu, koja se bavi opservacijom i poređenjem varijabli koje su povezane sa monetarnom transmisijom i donošenjem zaključaka koji se svode na sugestije u pogledu odabranih činjenica o monetarnoj transmisiji. Sledeći pristup bi bio da se izvrši testiranje Grangerove uzročnosti između odabranih varijabli da bi se utvrdilo postojanje odgovarajućih kanala monetarne transmisije. U skladu sa teorijskim postavkama o datom kanalu, ukoliko tim testom utvrdi da jedna varijabla Granger uzrokuje drugu, to predstavlja potvrdu postojanja posmatranog kanala transmisije. Za primjenu VAR modela potrebno je samo nekoliko vremenskih serija, međutim ti modeli su najčešće previše pojednostavljeni. Generalno, ovaj metod se koristi za proučavanje transmisije efekata operacija monetarne politike kroz odvojeno specificirane monetarne transmisione kanale. Ovim modelima ignorišu se sistemske komponente u monetarnoj politici i, po pravilu, pretpostavlja se da su akcije monetarne politike neanticipirane. S druge strane, strukturnim makroekonomskim modelima obično se specificiraju sve najvažnije veze u ekonomiji koje imaju reperkusije na monetarni transmisioni mehanizam i obično su specificirani pomoću

različitih tržišta i veza u transmisiji. Međutim, ovi modeli zahtevaju daleko više podataka i često nisu transparentni: pojedini sektori mogu se osloniti na prejake teorijske pretpostavke, pri čemu pogrešna specifikacija jednog dela modela može dovesti do slabih rezultata celog modela.

Kandidat daje kritički pregled i ocenu najznačajnijih metoda empirijske analize monetarnog transmisionog mehanizma, ukazujući na prednosti i nedostatke svake od tih metoda i, s obzirom na objektivne okolnosti (dužina raspoloživih vremenskih serija, strukturni prekidi serija, mogućnost reprezentacije pojedinih kanala monetarne transmisije datom metodom), izborom odgovarajućih metoda vrši specifikaciju i empirijsku ocenu modela monetarnog transmisionog mehanizma u Bosni i Hercegovini. Naučni doprinos ogleđa se u formalnom ekonometrijskom analiziranju monetarnog transmisionog mehanizma u Bosni i Hercegovini – identifikovanju kanala i veza putem kojih se monetarni signali iz inostranstva prenose kroz ekonomiju, kvantificiranju njihovog uticaja na osnovne makroekonomske varijable u ekonomiji i utvrđivanju relativnog značaja pojedinačnih kanala. To doprinosi boljem razumevanju načina na koji funkcioniše ekonomija zemlje, osnovnih procesa koji se u njoj odvijaju, različitih monetarnih šokova čijem dejstvu je izložena i njihovim efektima na osnovna makroekonomska kretanja u zemlji.

U empirijskim analizama koje je sproveo u disertaciji, kandidat Dejan Kovačević je detaljno analizirao različite aspekte procesa monetarne transmisije u Bosni i Hercegovini. Analizom automatskog mehanizma prilagođavanja ponude novca primenom Johansen metodologije (vektor model sa korekcijom ravnotežne greške) pokazao je da automatski mehanizam u Bosni i Hercegovini veoma efikasno funkcioniše na nivou rezervnog novca, dok je na nivou sveobuhvatnog monetarnog agregata M2 efikasnost mehanizma prilagođavanja nešto slabija. Kandidat je analizom monetarnog transmisionog mehanizma pomoću VAR modela na mesečnim podacima pokazao da je transmisija šokova stranih kamatnih stopa i nominalnog efektivnog deviznog kursa relativno slaba. Slabost transmisije, pre svega na realne varijable, može biti uslovljena uskim grlima realnog sektora i nerazvijenošću i strukturnim problemima na finansijskim tržištima. Poznato je da tradicionalna analiza monetarne politike polazi od pretpostavke savršenih tržišta na kojima ne postoje frikcije. Međutim, kandidat ukazuje na mogućnost da su u bosanskohercegovačkom finansijskom sektoru prisutne različite rigidnosti i frikcije, koje verovatno unose neizvesnost u pogledu veličine i tajminga reakcija ekonomije na monetarne šokove iz inostranstva.

Konačno, kandidat je bosanskohercegovački monetarni transmisioni mehanizam analizirao pomoću malog strukturnog novokeynzijskog modela na kvartalnim podacima. Model inkorporira četiri tradicionalna kanala monetarnog transmisionog mehanizma: kanal kamatne stope, kanal bankarskog kreditiranja, kanal deviznog kursa, kao i kanal očekivanja. Da bi se ilustrovao funkcionisanje gore navedenih kanala monetarne transmisije, kandidat je izvršio simulaciju modela na tri različite vrste šokova: porast kamatnih stopa na evro novčanom tržištu od jednog procentnog poena, depresijaciju nominalnog efektivnog kursa konvertibilne marke od jednog procenta, te rast deviznih rezervi, odnosno ponude rezervnog novca od jednog procenta – nakon čega su razmatrane reakcije ključnih makroekonomskih varijabli. Na osnovu analize reakcija na impulse utvrdio je da navedeni kratkoročni i srednjoročni šokovi preko posmatranih kanala bosanskohercegovačkog monetarnog transmisionog mehanizma imaju odgovarajući uticaj na kretanja u domaćoj ekonomiji.

Komparativnom analizom efekata šokova kandidat je utvrdio da šok stranih kamatnih stopa, kako kratkoročni, tako i dugoročni, ima veći uticaj na autput, a manji na inflaciju, u poređenju sa efektima šoka nominalnog efektivnog deviznog kursa. Takođe, šok kamatnih stopa i u jednom i u drugom slučaju ima dugotrajnije efekte. Šok deviznih rezervi ima relativno jači efekat na autput, te efekat na inflaciju koji je po intenzitetu otprilike podjednak kao kod šoka kamatnih stopa. Istrajnost šoka deviznih rezervi je veća od istrajnosti šoka

nominalnog efektivnog deviznog kursa i otprilike je slična onoj koja se javlja kod šoka kamatnih stopa. Potrebno je naglasiti da je, u sva tri slučaja, dejstvo srednjoročnog šoka na posmatrane varijable veće, pri čemu je potrebno duže vrijeme da se vrate na ravnotežnu vrijednost.

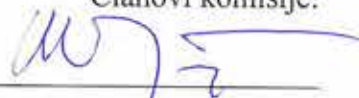
7. Zaključak

Dejan Kovačević, rukovodilac Odeljenja za monitoring i analize u Centralnoj banci Bosne i Hercegovine, do sada je objavio četiri naučno-istraživačka rada, učestvovao u izradi Strategije razvoja Republike Srpske, izradi standardnih publikacija Centralne banke Bosne i Hercegovine. Učestvovao je na velikom broju seminara, naučno-istraživačkih projekata, kao i na brojnim domaćim i međunarodnim konferencijama i ispunjava sve formalne uslove za odbranu doktorske disertacije.

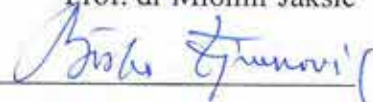
Doktorska disertacija Dejana Kovačevića „Monetarni transmisioni mehanizam: primjer Bosne i Hercegovine“ napisana je u skladu sa odobrenom prijavom doktorske disertacije. Radi se o originalnom naučnom radu. Tema je značajna jer se u disertaciji razmatraju i sublimiraju neka od najsavremenijih dostignuća iz oblasti monetarne ekonomije s jedne strane, odnosno vrši se identifikacija i analiza mehanizma transmisije monetarnih signala u ekonomiji, čija spoznaja predstavlja osnov za vođenje monetarne politike svake centralne banke, uključujući i Centralnu banku Bosne i Hercegovine, s druge strane. Disertacija osim naučnog, ima i društveno korisni značaj jer se potpunijim razumevanjem procesa monetarne transmisije u ekonomiji zemlje omogućava nosiocima makroekonomske (pre svega monetarne) politike da bolje razumeju šokove koji pogađaju ekonomiju, da preduzmu odgovarajuće mere i da doprinesu realizaciji osnovnih ciljeva, pre svega rastu autputa i stabilizaciji inflacije, a samim time i većem životnom standardu stanovništva.

Na osnovu prethodno izloženog, Komisija zaključuje da su se stekli uslovi za javnu odbranu doktorske disertacije mr Dejana Kovačevića „Monetarni transmisioni mehanizam: primjer Bosne i Hercegovine“, i predlaže Nastavno-naučnom veću Ekonomskog fakulteta u Univerziteta u Beogradu da odobri njenu javnu odbranu.

Članovi komisije:



Prof. dr Miomir Jakšić



Prof. dr Boško Živković



Prof. dr Branko Urošević



Prof. dr Branko Vasiljević

U Beogradu, 26. maj 2014. godine