

**CENTAR ZA EKONOMSKA I FINANSIJSKA ISTRAŽIVANJA
BEOGRAD**



ODITOR

Časopis za menadžment, finansije i pravo

10.

Časopis je kategorizovan za 2019. godinu kao M51 od strane Ministarstva prosvete, nauke i tehnološkog razvoja Republike Srbije, indeksiran na ERIH PLUS i HEINONLINE listi časopisa kao i SCIndeks citatnoj bazi

Časopis ODITOR
(M51, ERIH C - vrhunski nacionalni časopisi)

Beograd, Vol. VI, Br. 01/2020.

Izdavač – Publisher
CENTAR ZA EKONOMSKA I FINANSIJSKA ISTRAŽIVANJA
Lomina br. 2, 11000 Beograd
Tel. +381694979205
www.cefi.edu.rs
<http://vsem.edu.rs/oditor/>

Suizdavači:

Univerzitet za poslovne studije, Banja Luka, Republika Srpska, Bosna i
Hercegovina
Institut primenjenih nauka Beograd, Republika Srbija
Visoka škola za menadžment i ekonomiju Kragujevac, Republika Srbija
Visoka škola modernog biznisa, Beograd, Republika Srbija
Poslovni i pravni fakultet, Mladenovac, Republika Srbija

ISSN 2217- 401X
ISSN 2683-3476 (Online)

PRESEDNIK SAVETA – PUBLISHING COUNCIL PRESIDENT

Prof. dr Dragomir Đorđević

GLAVNI I ODGOVORNI UREDNIK – EDITOR IN CHIEF

Prof. dr Slavko Vukša

Izdavački savet – Publishing Council

*prof. dr Dragomir Đorđević, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment,
Novi Sad, R. Srbija*

*prof. dr Čedomir Ljubojević, Visoka škola modernog biznisa, Beograd, R.
Srbija*

*prof. dr Duško Jovanović, Visoka škola za menadžment i ekonomiju,
Kragujevac, R. Srbija*

*prof. dr Radovan Klincov, Univerzitet za poslovne studije, Banja Luka, R.
Srpska, BiH*

prof. dr Aleksandar Prnjat, Univerzitet Alfa BK, Beograd, R. Srbija

prof. dr Milija Bogavac, Poslovni i pravni fakultet, Mladenovac, R. Srbija

*prof. dr Branislav Jakić, Fakultet za primenjeni menadžment ekonomiju i
finansije, Beograd, R. Srbija*

Međunarodni recenzentski redakcijski odbor – International Review Editorial Board

prof. dr Slavko Vukša, Visoka škola za menadžment i ekonomiju, Kragujevac,
R. Srbija

Prof. dr Bogdan Ilić, Ekonomski fakultet, Univerzitet u Beogradu, R. Srbija

Prof. dr Rosa Andžić, Institut primenjenih nauka, Beograd, R. Srbija

prof. dr Dragomir Đorđević, Pravni fakultet za privredu i pravosuđe, Novi Sad,
R. Srbija

prof. dr Branislav Jakić, Fakultet za primenjeni menadžment, ekonomiju i
finansije, Beograd, R. Srbija

prof. dr Svetlana Ignjatijević, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment,
Novi Sad, R. Srbija

Ph.D Nikola Gradojevic, associate professor Department of Economics and
Finance, University of Guelph, Canada

doc. dr Bojan Savić, Poljoprivredni fakultet, Univerziteta u Beogradu, R. Srbija

prof. dr Drago Cvijanović, Fakultet za hotelijerstvo i turizam, Vrnjačka Banja,
R. Srbija

prof. dr Ljubiša Dabić, Visoka škola za menadžment i ekonomiju, Kragujevac,
R. Srbija

prof. dr Snežana Krstić, Vojna akademija, Beograd, R. Srbija

prof. dr Predrag Jovićević, Fakultet za primenjeni menadžment ekonomiju i
finansije, Beograd, R. Srbija

Ph. D., Goran Buturac, Full professor and Scientific Adviser, Zagreb, School of
Economics and Management, Croatia, Institute of Economics, Zagreb, Croatia

Ph. D., Cristina Pocol, Associate Professor, University of Agricultural Sciences
and Veterinary Medicine of Cluj Napoca, Romania

doc. dr Nemanja Pantić, Fakultet za hotelijerstvo i turizam, Vrnjačka Banja, R.
Srbija

Ph. D., Daniele Cavicchioli, Assistant Professor, Università degli Studi di
Milano, Department of Economics, Milano, Italy

prof. dr Vidoje Moračanin, Poslovni i pravni fakultet, Beograd, R. Srbija

doc. dr Milan Mihajlović, Vojna akademija, Beograd, R. Srbija

prof. dr Gordana Ljubojević, Visoka škola modernog biznisa, Beograd, R.
Srbija

doc. dr Miljan Leković, Fakultet za hotelijerstvo i turizam, Vrnjačka Banja, R.
Srbija

prof. dr Jozefina Beke Trivunac, Univerzitet Alfa BK, Beograd, R. Srbija
doc. dr Marjan Mirčevski, Vojnomedicinska akademija, Beograd, R. Srbija
prof. dr Anđelka Aničić, Visoka poslovna škola „Čačak“, Beograd, R. Srbija
prof. dr Ilija Šušić, Univerzitet za poslovne studije, Banja Luka, R. Srpska,
Bosna i Hercegovina
doc. dr Andrej Mićović, Fakultet za hotelijerstvo i turizam, Vrnjačka Banja, R.
Srbija
doc. dr Nikola Milenković, Visoka škola za menadžment i ekonomiju,
Kragujevac, R. Srbija
doc. dr Marija Knežević, Visoka škola EPOHA, Beograd, R. Srbija

Lektor – Proofreader
Slobodan Vukoje, Beograd, R. Srbija

Tehnički urednik - Technical editor
Branislav Jovanović, Kragujevac, R. Srbija

Časopis izlazi tri puta godišnje – The magazine is published three times a year
(april, avgust, decembar)

SADRŽAJ ČASOPISA BROJ 01/2020

IZAZOVI FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA O BIOLOŠKOJ IMOVINI	7
<i>Bojan Savić, Nataša Obradović</i>	
ULOGA CENTRALNE BANKE KAO UČESNIKA NA TRŽIŠTU FINANSIJSKIH DERIVATA.....	22
<i>Sanja Bakić</i>	
DETERMINING RELATIONSHIP BETWEEN ECONOMIC GROWTH AND ENVIRONMENTAL PROTECTION.....	38
<i>Svetlana Ignjatijević, Anđelka Aničić, Jelena Vapa Tankosić, Jelena Belokapić Čavkunović</i>	
KOMPARATIVNI FINANSIJSKI SISTEMI: IMPLIKACIJE ZA EKONOMSKI RAST	49
<i>Milka Grbić, Dejan Jovanović</i>	
ŠPANSKO EKONOMSKO ČUDO OD 1959. DO 1973. GODINE	66
<i>Rajko Petrović</i>	
PRAVILA TEHNIČKE PRIPREME RADOVA.....	79

IZAZOVI FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA O BIOLOŠKOJ IMOVINI¹

Bojan Savić², Nataša Obradović³

doi:10.5937/Oditor20010075

Originalni naučni rad

UDK:

657.372.2

631.1:658.14/.15(047.32)(497.11)

Rezime

Biološka imovina predstavlja karakterističnu stavku stalne imovine entiteta u domenu agrosektora. Njeno računovodstveno obuhvatanje praćeno je brojnim izazovima, pre svega zbog potrebe odmeravanja fer vrednosti na koju upućuje MRS 41 - Poljoprivreda, ali i zbog činjenice da biološka sredstva mogu biti veoma heterogena u pogledu rase, faze životnog ciklusa, zdravstvenog statusa, produktivnosti i drugo. U cilju sagledavanja i ocene finansijskog izveštavanja o biološkoj imovini u Republici Srbiji sprovedi smo pregled finansijskih izveštaja domicilnih entiteta iz domena poljoprivrede i agrobiznisa. Rezultati istraživanja ukazuju na brojna ograničenja kada je reč o finansijskom izveštavanju o biološkoj imovini, koja značajno narušavaju pouzdanost prikazanih finansijskih informacija.

Ključne reči: *biološka imovina, vrednovanje, fer vrednost, MSFI, finansijsko izveštavanje.*

JEL: M41, Q12.

Uvod

Obaveza finansijskog izveštavanja postoji za sva privredna društva, pri čemu su za velike entitete, prema klasifikaciji predviđenoj članom 6 *Zakona o*

¹ Rad je sastavni deo istraživanja za projekat III-46001 koji finansira Ministarstvo prosvete, nauke i tehnološkog razvoja Republike Srbije.

² docent dr Bojan Savić, Univerzitet u Beogradu, Poljoprivredni fakultet, Nemanjina 6, Zemun, Srbija, E-mail: bsavic@agrif.bg.ac.rs

³ asistent Nataša Obradović, master ekon. Univerzitet u Beogradu, Poljoprivredni fakultet, Nemanjina 6, Zemun, Srbija, E-mail: natasa.obradovic.agrif@gmail.com

računovodstvu Republike Srbije (2019) koji bliže uređuje razvrstavanje pravnih lica, merodavni MSFI, dok mali i srednji entiteti finansijske izveštaje pripremaju u skladu sa MSFI za mala i srednja pravna lica (MSFI za MSP).

Posebnost poljoprivredne delatnosti opredeljuje da stavke bioloških sredstava predstavljaju neizostavan deo imovine preduzeća u ovoj privrednoj grani. Prema MRS 41 - *Poljoprivreda*, biološka sredstva se inicijalno priznaju i naknadno iskazuju na svaki datum bilansa stanja prema fer vrednosti umanjenoj za troškove prodaje. Konglomerat stavki koje ulaze u sastav biološke imovine, odnosno različite linije proizvodnje koje se organizuju u pojedinim entitetima, te posledično posedovanje brojnih biljnih i životinjskih vrsta čiju vrednost je neophodno utvrditi, predstavljaju izvor brojnih izazova sa kojima se lica odgovorna za sastavljanje finansijskih izveštaja entiteta iz domena agrosektora neminovno suočavaju.

U nastavku rada ukazaće se na specifičnosti računovostvenog obuhvatanja bioloških sredstava, izazove i moguće pristupe vrednovanju navedenih stavki, kao i kritički osvrt na postojeće stanje finansijskog izveštavanja o biološkoj imovini u Republici Srbiji.

Cilj rada i primenjena metodologija

U radu se pored razmatranja aktuelnih pitanja računovodstvenog obuhvatanja biljnih i animalnih vrsta kao stalne imovine entiteta, analizira postojeće stanje finansijskog izveštavanja o navedenim stavkama u Republici Srbiji. S tim u vezi definisane su dve istraživačke hipoteze:

Ho: Entiteti iz domena poljoprivrede i agrobiznisa obezbeđuju relevantne informacije o biološkoj imovini;

H1: Informacije o biološkoj imovini predstavljene su na verodostojan način.

Za potrebe testiranja polazne hipoteze prema kojoj entiteti iz domena poljoprivrede i agrobiznisa u Republici Srbiji nezavisno od pravne forme i veličine obezbeđuju relevantne informacije o biološkoj imovini, izvršili smo uvid u finansijske izveštaje 100 privrednih društava i preduzetnika iz oblasti poljoprivrede i agrobiznisa, za period od 2015-2017. godine. Navedeni finansijski izveštaji dostupni su na sajtu Agencije za privredne registre Republike Srbije. Uvid u Bilans stanja izvršen je sa ciljem da se utvrdi da li posmatrani entitet raspolaže biološkom imovinom, dok je analiza Napomena uz finansijske izveštaje sprovedena sa ciljem da se utvrdi osnova za sastavljanje

i prikazivanje finansijskih izveštaja (Izjava o usklađenosti), primenjena pravila procenjivanja, odnosno izabrana i implementirana računovodstvena politika za potrebe bilansiranja biološke imovine, kao i dodatna obelodanjivanja u vezi navedene pozicije. Za potrebe testiranja H1 odnosno ocene verodostojnosti prikazanih informacija o biološkoj imovini analizirani su Izveštaji nezavisnog revizora (za preduzeća čiji finansijski izveštaji su bili predmet revizije). Razmatranjem i analizom izraženog mišljenja revizora izveden je zaključak o verodostojnosti publikovanih informacija o biološkoj imovini.

Kao kriterijum za postojanje kvaliteta relevantnosti informacija o biološkoj imovini postavljen je izbor fer vrednosti kao osnovice za vrednovanje u odnosu na istorijski trošak (koji je prema MSFI za MSP predviđen kao osnovica za vrednovanje u određenim okolnostima), dok je kriterijum verodostojnog prikazivanja posmatran kroz prizmu potpunog, neutralnog i tačnog (odsustvo grešaka) prikaza informacija o biološkoj imovini.

Odmeravanje vrednosti biološke imovine

Utvrđivanje vrednosti biološke imovine u značajnoj meri je opredeljeno njenim poreklom - da li su u pitanju biljne ili animalne vrste, kao i ročnošću - kratkoročna (potrošna) ili dugoročna biološka imovina.

Za biološku imovinu biljnog porekla koja pripada grupi dugoročne imovine kao što su višegodišnji zasadi, Međunarodni odbor za računovodstvene standarde (IASB) je predvideo dve merne osnovice: koncept istorijskog troška i koncept fer vrednosti. Koncept istorijskog (akumuliranog) troška primenjuje se za slučajeve kada se višegodišnji zasadi nalaze u fazi pripreme tj. još uvek nisu dostigli punu rodnost. Primer predstavlja faza podizanja voćnjaka ili vinograda pre nego što se dostigne puna rodnost, a za koju je potrebno nekoliko godina u zavisnosti od vrste i sortimenta. Navedena faza traje sve dok vrednost roda ne postane veća od godišnjih troškova po osnovu ulaganja u voćnjak/vinograd ili drugi višegodišnji zasad (Grupa autora, 2006; Zachariadis, Hileman, Scott, 2019).

Nakon što višegodišnji zasadi dostignu upotrebnu vrednost, entitetima je ostavljena mogućnost odabira između dve računovodstvene politike odnosno odabir fer vrednosti kroz upotrebu modela revalorizacije (u skladu sa MRS 16) ili opcija očuvanja materijalnog kontinuiteta (stalnost procenjivanja) u finansijskim izveštajima kroz nastavak primene koncepta istorijskog troška. Ukoliko se entitet opredeli da odmeravanje sprovede prema akumuliranom

trošku, neophodno je da izvrši procenu ekonomskog veka trajanja i odabere metodu otpisa koja odgovara obrascu generisanja prihoda po osnovu eksploatacije posmatranog biološkog sredstva u navedenom periodu (IASB(b), 2016).

Kada je reč o biološkoj imovini animalnog porekla, kao i kratkoročnoj biološkoj imovini biljnog porekla, za računovodstveno obuhvatanje merodavan je MRS 41 - *Poljoprivreda* koji preporučuje koncept fer vrednosti, odnosno navedene stavke iskazuju se u visini fer vrednosti umanjenog za troškove prodaje. Od primene koncepta fer vrednost moguće je odstupiti samo ukoliko fer vrednost za određeno sredstvo nije moguće pouzdano utvrditi prilikom početnog priznavanja odgovarajuće stavke biološke imovine. Dodatno, nabavna vrednost/cena koštanja može se smatrati adekvatnom aproksimacijom fer vrednosti u slučajevima kada je nastala neznatna biološka transformacija nakon nastanka inicijalnih troškova po osnovu pribavljanja određenog biološkog sredstva (na primer, setva višegodišnjih kultura ili sadnja stabala neposredno pred kraj izveštajnog perioda), kao i u slučajevima kada je uticaj biološke transformacije na vrednost sredstva neznatan (Bakker et. al, 2017; Hairston, Brooks, 2019).

Koncept akumuliranih troškova koji je prema MRS 16 relevantan za višegodišnje zasade obuhvata troškove pribavljanja i dovođenja sredstva u stanje i prilike koje omogućavaju njegovu predviđenu eksploataciju.(Qiao, Guy, Kinsun, 2018).

Kada je reč o pribavljanju biološke imovine animalnog porekla, u brojnim slučajevima je reč o priplođenju odnosno dobijanju podmlatka od životinja koje entitet već poseduje. Navedeni podmladak ima svoju cenu koštanja, ali to nije jednostavno pitanje akumuliranja troškova. Naime, troškovi po osnovu podizanja podmlatka nastaju sve do stadijuma u kome su navedena grla sposobna da pruže odgovarajući doprinos poslovanju preduzeća i realizaciji njegovih ciljeva. Pojedine troškove moguće je pratiti za svako grlo ponaosob, kao što je slučaj sa veterinarskim uslugama, dok su brojni troškovi zajednički za celo krdo ili stado, poput troškova smeštaja i ishrane, troškova rada zaposlenih koji se neposredno brinu o životinjama. U literaturi jedan broj autora zastupa mišljenja da troškove zarada zaposlenih tokom perioda rasta i razvoja životinja treba uzeti u obzir prilikom procene njihove vrednosti. Sve ovo za posledicu ima da se prilikom procene vrednosti životinja moraju koristiti brojne aproksimacije, te da na odnosni način utvrđen iznos nije dovoljno pouzdan. To

je razlog zašto se od modela troška odustalo kada je reč o vrednovanju životinja odnosno biološke imovine animalnog porekla (Henderson, 2014).

U slučajevima vrednovanja biološke imovine kod malih i srednjih preduzeća, MSFI za MSP dopuštaju da se odustane od fer vrednosti ukoliko bi njeno utvrđivanje iziskivalo prekomerne napore i iniciralo previsoke troškove u odnosu na benefite za korisnike navedene informacije. U datim okolnostima biološka imovina se odmerava prema nabavnoj vrednosti/ceni koštanja i dalje se redukuje za akumuliranu amortizaciju i eventualne akumulirane gubitke po osnovu umanjenja vrednosti što ukazuje na potrebu testiranja da li su na navedenoj poziciji nastali imparitetni gubici (IASB(a), 2016).

Većina stavki biološke imovine u finansijskim izveštajima se iskazuje prema fer vrednosti umanjenoj za troškove prodaje. Fer vrednost se prema MSFI 13 - *Odmeravanje fer vrednosti* definiše kao iznos koji će se primiti po osnovu prodaje sredstva ili platiti radi prenosa obaveza u redovnoj transakciji između tržišnih učesnika na dan odmeravanja (IASB(b), 2016; Bamber, McMeeking, Petrovic, 2018).

Koncept fer vrednosti uveden je sa ciljem da se generišu relevantne informacije koje su neophodne korisnicima finansijskih izveštaja, pre svega investitorima. Međutim, ne može se prevideti činjenica da se u praksi fer vrednost često zasniva na subjektivnim modelima vrednovanja posebno u okolnostima kada ne postoji aktivno tržište za posmatrano biološko sredstvo. Problem vrednovanja dodatno usložnjava činjenica da svako biološko sredstvo ima specifične odlike kao i da se pojedina sredstva nalaze u različitim fazama životnog ciklusa (Goncalves et. al, 2017; Habib et al., 2019). Navedeno dalje ukazuje na potrebu primene principa pojedinačnog procenjivanja.

U vezi sa odmeravanjem vrednosti biološke imovine saglasno MRS 41 - *Poljoprivreda* neophodno je razmotriti dve determinante njene vrednosti: fer vrednost i troškove prodaje. Kada je reč o fer vrednosti, poseban računovodstveni standard MSFI 13 - *Odmeravanje fer vrednosti* definisao je hijerarhiju fer vrednosti odnosno ukazao na prioritete informacije koje je potrebno respektovati prilikom odmeravanja fer vrednosti određene stavke (IASB(b), 2016; Oz-Yalaman, 2019; Zager, Decman, 2016):

- Cena imovine na aktivnom tržištu;
- Cena iz poslednje transakcije za isto sredstvo, kada aktivno tržište u trenutku procene ne postoji;

- Tržišna cena za slično sredstvo;
- Sektorski benčmarking (cena žive stoke po kilogramu telesne mase, na primer);
- Sadašnja vrednost budućih novčanih tokova koji se očekuju po osnovu eksploatacije posmatranog biološkog sredstva.

MRS 41 - *Poljoprivreda* dopušta da se u određenim slučajevima izvrši grupisanje biološke imovine za potrebe procenjivanja, kako bi se navedeni proces simplificirao, a kao kriterijum za agregiranje moguće je koristiti karakteristike koje se koriste na tržištu prilikom utvrđivanja cene kao što su na primer sortiment, kvalitet, fizičko stanje ili starost biološkog sredstva (IASB, 2016). Tako, na primer, na jednoj farmi za potrebe utvrđivanja fer vrednosti muznih grla u obzir će se uzeti rasa, starost i zdravstveno stanje, zatim mlečnost grla, kvalitet podmladka i dr. Kod odmeravanja vrednosti voćnjaka/vinograda, razmatraju se faktori koji utiču na prinos, poput starosti stabala,⁴ sortiment, ali je važno respektovati i faktore kao što su lokacija, blizina tržnica i drugo. Kada fer vrednost nije moguće utvrditi na samoj farmi, tržišna cena se mora redukovati za iznos transakcionih troškova, uključujući i transport. U pitanju su faktori koji utiču ne samo na fer vrednost biološkog sredstva već i na visinu troškova prodaje.

Drugu komponentu vrednosti biološke imovine koja se odmerava prema konceptu fer vrednosti čine upravo troškovi prodaje. U pitanju su troškovi provizije koja se plaća dilerima i brokerima na robnim berzama, porezi, carine i druge naknade regulatornim agencijama i berzama (Price Water House Cooper, 2009; Roychowdhury, Shroff, Verdi, 2019).

U slučaju kada se entiteti opredele za model istorijskog troška, neophodno je da se za plodnosna stabla proceni koristan vek trajanja u cilju obračuna troškova amortizacije. Navedeno razdoblje ekonomski opravdane eksploatacije neophodno je na kraju svakog obračunskog perioda preispitati i istovremeno izvršiti testiranje da li je došlo do umanjenja vrednosti biološke imovine koja je prikazana u skladu sa MRS 16 (IASB, 2016). Odmeravanje nastalih impariteta vrednosti koje se zasniva na modelu upotrebne vrednosti za višegodišnje zasade zahteva projektovanje novčanih priliva i odliva za koje se očekuje da će nastati po osnovu poboljšanja performansi sredstva, s jedne i rashoda poslovanja na drugoj strani. S tim u vezi, treba napomenuti da često nije jednostavno proceniti

⁴ Poznato je da starija stabla u voćnjaku koja su dostigla punu rodnost imaju veću vrednost u odnosu na mladice.

po kojoj ceni će se ubrani plodovi prodati u budućim periodima (www.iasplus.com).

U vezi višegodišnjih zasada neophodno je razrešiti još jednu dilemu, a to je pitanje priznavanja kao posebnog imovinskog dela i odmeravanje fer vrednosti za biološka sredstva koja prolaze kroz biološku transformaciju odnosno faze rasta i zrenja (plodovi na plodonosnim stablima). Dok su prema MRS 41 - *Poljoprivreda* navedene stavke bile računovodstveno obuhvaćene kao jedinstvena pozicija sve do trenutka žetve/ubiranja, nakon istaknutih promena računovodstvenog tretmana (merodavnost MRS 16) zahteva se posebno obuhvatanje stabla i ploda. Navedeno razgraničenje biološke imovine za računovodstvene potrebe sa sobom donosi prosuđivanje o tome u kom trenutku treba priznati nastale promene, odnosno kada se smatra da je poljoprivredni proizvod generisan. Tako, na primer, javlja se dilema da li rodni pupoljak na voćki treba posmatrati kao posebnu stavku imovine odnosno kao poljoprivredni proizvod?

Prilikom rešavanja navedene dileme neophodno je respektovati kriterijume koji su definisani u Konceptualnom okviru za potrebe priznavanja imovine. Dakle, profesionalno prosuđivanje računovođa sastavni je deo procesa kako priznavanja, tako i odmeravanja vrednosti pojedinih stavki, prilikom pripremanja finansijskih izveštaja. Otuda se smatra da kada je reč o plodovima koji rastu na višegodišnjem zasadu iste treba obuhvatiti prema njihovoj fer vrednosti umanjenoj za troškove prodaje, a svaku promenu u fer vrednosti neophodno je obuhvatiti na odgovarajućim pozicijama Bilansa uspeha.

Naknadni troškovi u vezi biološke imovine obuhvataju troškove hraniva, veterinarskih usluga, sadnje, navodnjavanja, fertilizatora, žetve i dr. U okviru MRS 41 - *Poljoprivreda* navedeni troškovi se ne navode eksplicitno niti se definiše njihov tretman. Pre uvođenja standarda velika većina navedenih troškova bila je predmet kapitalizacije, posebno oni koji su povezani sa podizanjem višegodišnjih zasada ili formiranjem osnovnog stada. Otuda se njihovo kapitalizovanje smatra dopuštenim (www.ey.com). Problem je međutim sadržan u činjenici da brojna preduzeća nastoje da kapitalizuju i stavke koji po svojoj prirodi predstavljaju rashod perioda. Navedeni postupak utiče na visinu dobitka/gubitka prilikom početnog priznavanja biološkog sredstva kao i dobitka/gubitka od usklađivanja vrednosti biološke imovine. S tim u vezi, standard nalaže detaljno obelodanjivanje usvojenog tretmana troškova. Svi troškovi nastali u vezi sa biološkom imovinom koji nisu povezani

sa njihovim sticanjem (nabavkom) mere se po fer vrednosti i iskazuju u Bilansu uspeha kao rashod perioda (IASB(b), 2016).

Rezultati i diskusija

Rezultati sprovedenog istraživanja ukazuju da od ukupnog broja analiziranih entiteta (100) svega 15% u svom posedu ima biološku imovinu. Struktura preduzeća koja poseduju biološku imovinu i kao takva je prikazuju u Bilansu stanja, prikazana je u Tabeli 1.

Tabela 1. Struktura preduzeća koja poseduju biološku imovinu

Klasifikacija preduzeća	Mikro entitet	Malo privredno društvo	Srednje privredno društvo	Veliko privredno društvo
Broj preduzeća	4	3	4	4

Izvor: Istraživanje autora

Navedena činjenica o izuzetno niskom učešću entiteta iz domena poljoprivrede i agrobiznisa koji uopšte raspolažu biološkom imovinom u ukupnom uzorku (mlekare, entiteti za proizvodnju i preradu mesa, ribe, meda, voća, poljoprivredni kombinati) predstavlja neočekivano saznanje. Ovo posebno ako se u vidu ima činjenica da su istraživanjem obuhvaćeni isključivo entiteti koji u privrednom registru imaju status aktivnog privrednog subjekta, a čija osnovna delatnost pripada domenu poljoprivrede i agrobiznisa. Iznenađenje je utoliko veće ako se posmatraju pojedinačni slučajevi entiteta koji su registrovani za uzgoj goveda ili lešnika, a vrednost prikazane stavke biološke imovine u njihovom Bilansu stanja iznosi nula dinara. Podsećanja radi, sastavni deo pozicije biološke imovine saglasno propisanim bilansnim šemama jesu i biološka sredstva u pripremi, kao i avansi za biološka sredstva. Navedena činjenica dovodi u pitanje subkvalitet "potpunosti" kao pretpostavke za postizanje verodostojnog prikazivanja finansijskih informacija.

Kada je reč o osnovici za vrednovanje biološke imovine svi analizirani entiteti koji su u Bilansu stanja prikazali vrednost biološke imovine veću od nula dinara, primenjuju fer vrednost umanjenu za troškove prodaje. Dodatno, svi posmatrani entiteti u uzorku, nezavisno od svoje veličine i pravne forme, opredelili su se za primenu punih MSFI, pri čemu svega četiri, od stotinu posmatranih entiteta, saglasno kriterijima definisanim u Zakonu o

računovodstvu pripada kategoriji velikih privrednih društava za koje važi obaveza potpune primene MSFI. Navedeno govori u prilog opredeljenju menadžmenta posmatraih entiteta da korisnicima finansijskih izveštaja obezbedi relevantne informacije o biološkoj imovini.

Kao što je u radu već istaknuto, MSFI i MSFI za MSP pružaju mogućnost da se za potrebe vrednovanja biološke imovine koristi koncept istorijskog troška odnosno nabavna vrednost ili cena koštanja, čime se javlja potreba sistematskog otpisivanja njihove vrednosti odnosno potreba obračunavanja pripadajućih troškova amortizacije za biološku imovinu. Menadžment pojedinih analiziranih entiteta u Napomenama uz finansijske izveštaje navodi objašnjenje da bi u slučaju primene koncepta istorijskog troška za potrebe vrednovanja biološke imovine (okolnost kada fer vrednost nije moguće pouzdano utvrditi ili ukoliko bi utvrđivanje fer vrednosti biološke imovine zahtevalo nastanak nesrazmerno visokih troškova u odnosu na koristi od takve informacije), obračun troškova amortizacije bio sproveden primenom proporcionalne metode, što ukazuje da navedeni entiteti očekuju ravnomernu eksploataciju biološke imovine u toku njenog procenjenog ekonomskog veka korišćenja.

Nadalje, prilikom istraživanja uočen je potpun izostanak obelodanjivanja finansijskih izveštaja od strane brojnih entiteta za pojedine godine, iako su saglasno pozitivnim propisima na to obavezni (Zakon o računovodstvu, Pravilnik o uslovima i načinu javnog objavljivanja finansijskih izveštaja i vođenja registra finansijskih izveštaja)

Pojedini entiteti uprkos činjenici da imaju status aktivnog privrednog subjekta i pripadaju kategoriji društva kapitala svoju obavezu polaganja računa ne izvršavaju. Ovo nadalje otvara pitanje sveukupnog stanja finansijskog izveštavanja u Republici Srbiji, kao i odnos nadležnih tela prema pitanju transparentnosti poslovanja i polaganja računa, odnosno zaštiti javnog interesa.

U pogledu kvaliteta prikazanih informacija takođe se može postaviti pitanje nadležnosti pojedinih regulatornih tela za potrebe provere formalne i materijalne ispravnosti publikovanih finansijskih izveštaja, kao i efikasnosti izvršene kontrole. Naime, uvidom u finansijske izveštaje jednog od analiziranih entiteta uočen je propust - u Bilansu stanja u okviru stavke Biološka imovina vrednost je uneta u okviru podpozicije Višegodišnji zasadi, dok je u Napomenama za istu godinu dato objašnjenje da se celokupna biološka imovina odnosi na osnovno stado.

Takođe, menadžment jednog od entiteta naveo je informaciju da obračunava troškove amortizacije za biološku imovinu, prikazujući primenjene stope otpisa, iako je u Napomenama istaknuto da se kao osnovica za procenu navedene pozicije koristi fer vrednost umanjena za troškove prodaje, odnosno da osnovu za sastavljanje i prikazivanje finansijskih izveštaja posmatranog entiteta predstavljaju MSFI u punom obimu. Podsetimo da koncept fer vrednosti isključuje potrebu obračunavanja troškova amortizacije i uvodi potrebu testiranja kako bi se utvrdilo da li je došlo do umanjenje vrednosti određene stavke imovine. Činjenica da pojedini entiteti vrše otpisaivanje fer vrednosti biološke imovine ukazuje na postojanje materijalnih grešaka u pojedinim finansijskim izveštajima, čime se takođe negira verodostojno prikazivanje takvih izveštaja. Pri tome, finansijski izveštaji oba navedena entiteta na sajtu Agencije za privredne registre prikazani su u okviru segmenta "Javno objavljeni ispravni finansijski izveštaji".

Materijalna ispravnost prikazanih informacija kod jednog broja entiteta takođe je upitna budući da je prikazana vrednost biološke imovine u svim posmatranim godinama nepromenjena. Naime, malo je verovatno da se fer vrednost biološke imovine, a posebno osnovnog jata (u posmatranom slučaju) ne menja, uprkos inflatornim kretanjima, volatilnosti otkupnih cena poljoprivrednih proizvoda, kao i delovanju faktora i okolnosti koje mogu povećati odnosno umanjiti fer vrednost biološke imovine. Činjenica da se ne vrši usklađivanja vrednosti biološke imovine između obračunskih perioda, kao i povezani izostanak adekvatnog obuhvatanja nastalih efekata na odgovarajućim pozicijama prihoda, rashoda i kapitala, nadalje za posledicu ima iskazivanje netačnog imovinskog, finansijskog i prinostnog položaja posmatranih entiteta.

U okolnostima kada ne postoji aktivno tržište za određenu biološku imovinu (što uglavnom i jeste slučaj u Republici Srbiji) fer vrednost se izvodi posredno na bazi određenih pretpostavki menadžmenta, primenom prinostnog ili troškovnog pristupa koji su predviđeni MSFI 13 - Odmeravanje fer vrednosti. Problem međutim predstavlja činjenica da navedene pretpostavke nisu prikazane i objašnjene u Napomenama uz finansijske izveštaje, čime su korisnici finansijskih izveštaja uskraćeni za važne informacije. To je posebno značajno zbog izražene subjektivnosti kojom su navedene pretpostavke opterećene. Dodatno, time se takođe abolira odnosno onemogućava ocena kvaliteta neutralnosti i odsustva materijalnih grešaka, kao osnovne pretpostavke verodostojnog prikazivanja finansijskih informacija.

Istaknimo i to da ni jedan od posmatranih entiteta stavku višegodišnjih zasada ne prikazuje u okviru pozicije "Nekretnine, postrojenja i oprema" saglasno zahtevima sadržanim u istoimenom standardu (MRS 16). Ukoliko je u Napomenama navedena činjenica da su kao osnova za sastavljanje finansijskih izveštaja primenjeni MSFI u punom obimu, tada korisnici finansijskih izveštaja potpuno opravdano očekuju da se svi aktuelni standardi zaista i primene u potpunosti. S tim u vezi, obveznici finansijskog izveštavanja na našim prostorima suočeni su ne samo sa nepostojanjem ažurnih prevoda usvojenih izmena i dopuna MSFI, već su uskraćeni i za edukaciju i podršku koja im je neophodna kako bi se navedene izmene u praksi pravilno i u potpunosti implementirale.

Kada je reč o oceni kvaliteta finansijskih izveštaja, od stotinu posmatranih entiteta, finansijski izveštaji svega pet entiteta bili su predmet revizije. S tim u vezi, revizori su samo u jednom slučaju izrazili mišljenje sa rezervom upravo zbog neadekvatnih informacija o biološkoj imovini. U preostala četiri slučaja izraženo je pozitivno mišljenje revizora.

Činjenica da su na posmatranom uzorku uočene značajne manjkavosti u domenu zahteva obezbeđenja tačnih, potpunih i neutralnih informacija kada je reč o finansijskom izveštavanju entiteta iz područja poljoprivrede i agrobiznisa u Republici Srbiji, kao i da entiteti iz domena poljoprivrede i agrobiznisa imaju značajno učešće u ukupnoj privredi Republike Srbije, bez sumnje može dovesti u pitanje poverenje javnosti u celokupan sistem finansijskog izveštavanja, a koji podsetimo, predstavlja ključnu premisu efikasnog funkcionisanja ne samo tržišta kapitala, već i celokupne privrede.

Iznete činjenice i proistekli zaključci potvrđuju rezultate istraživanja kvaliteta finansijskih informacija o biološkoj imovini koje je sprovedeno za period od 2008-2010. godine, a koje takođe ukazuje na neadekvatan kvalitet odnosnih informacija (Mijović i saradnici, 2011). Otuda se može ukazati da problem nezadovoljavajućeg kvaliteta finansijskih informacija o biološkoj imovini u domicilnim uslovima postoji više od jedne decenije, te da je neophodno unapređenje efikasnosti i efektivnosti svih karika u lancu finansijskog izveštavanja - od menadžmenta koji snosi odgovornost za ispravnost finansijskih izveštaja, preko edukacije i etičnog ponašanja pripadnika računovodstvene i revizorske struke, koji svojim aktivnostima i podrškom mogu doprineti obezbeđenju visokokvalitetnih informacija.

Zaključak

Biološka imovina predstavlja preduslov poslovanja i realizacije ciljeva entiteta iz domena agrosektora. Ključna specifičnost navedene imovine ogleda se u činjenici da je u pitanju živi organizam - biljnog ili animalnog porekla koji prolazi kroz različite procese biološke transformacije. Kao takav podleže promeni vrednosti koja značajno utiče ne samo na visinu ukupne imovine entiteta, već i ključne pokazatelje njegovog poslovanja. Diverzitet biljnih i životinjskih vrsta koje se mogu javiti kao sastavni deo imovine entiteta, različite faze životnog ciklusa u kome se biološka sredstva nalaze, njihovo fizičko stanje i prateći procesi transformacije, iniciraju brojne dileme sa kojima se sastavljači finansijskih izveštaja suočavaju, čineći pitanje vrednovanja biološke imovine veoma delikatnim.

Kada je reč o entitetima u Republici Srbiji sprovedeno istraživanje je pokazalo da postoje značajni propusti u računovodstvenom tretmanu i obuhvatanju biološke imovine, ali takođe i celokupnom lancu finansijskog izveštavanja, te da u tom smislu treba preduzeti značajne napore u pravcu unapređenja ključnih kvaliteta finansijskih informacija - relevantnosti i verodostojnosti. Naime, entiteti nastoje da obelodane relevantne informacije o biološkoj imovini kroz opredelje za primenu koncepta fer vrednosti kao osnovice za merenje. To je neophodan, ali ne i dovoljan uslov za obezbeđenje visokokvalitetnih informacija. Naime, u napomenama posmatranih entiteta nedostaju prateće informacije koje treba da omoguće bolje razumevanje informacija prikazanih u Bilansu stanja. Problem je takođe sadržan u činjenici da se prikazivanje navedenih informacija ne vrši na verodostojan način (nepotpune informacije, postojanje materijalnih grešaka u finansijskim izveštajima). Otuda, profesionalno prosuđivanje i etičnost računovođa i revizora, kao i adekvatna implementacija zahteva sadržanih u MSFI u poidručju obelodanjivanja predstavljaju važne instrumente u procesu unapređanja kvaliteta, a time i korisnosti finansijskih informacija.

Literatura

1. Bakker, E., Balasubramanian, T.V., Chaudhry, A., Coetsee, D., Johnstone, C., Rands, E., Unsworth, C., Van der Merwe, M., Varughese, S., Yeung, P. 2017. *Interpretation and Application of IFRS*, John Wiley & Sons, Ltd.

2. Bamber, M., McMeeking, M., Petrovic, N. 2018. Mandatory Financial Reporting Processes and Outcomes, *The International Journal of Accounting*, 53(3), 227-245
3. Damian, M.I., Manoiu, S.M., Bonaci, C.G., Strohal, J. 2014. Bearer plants: Stakeholders view on the appropriate valuation model, *Accounting and Management Information Systems*, 13, (4): 719-738.
4. Deloitte & Touch, 2017, Presentation and Disclosure requirements Agriculture, preuzeto <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/in/Documents/CIP/in-ind-as-presentation-disclosure-requirements-agriculture-noexp.pdf> 01.11.2018.
5. Ernst & Young, 2014. Bearer plants - the new requirement, preuzeto: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/IFRS_Developments_Issue_84:_Bearer_plants_-_the_new_requirements/\\$FILE/Devel84-Agriculture-July2014.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/IFRS_Developments_Issue_84:_Bearer_plants_-_the_new_requirements/$FILE/Devel84-Agriculture-July2014.pdf) (16.06.2018)
6. Goncalves, R., Lopes, P., Craig, R. 2017. Value relevance of biological assets under IFRS, *Journal of international accounting, auditing and taxation*, Vol. 29, (10): 118-126.
7. Grupa autora, 2006, *Primena kontnog okvira u skladu sa MRS/MSFI*, Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd.
8. Habib, A., Ranasinghe, D., Muhammadi, A.H. Islam, A. 2018. Political connections, financial reporting and auditing: Survey of the empirical literature, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 31, 37-51, <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2018.05.002>.
9. Hairston, S.A., Brooks, M.R. 2019. Derivative accounting and financial reporting quality: A review of the literature, *Advances in Accounting*, 44, 81-94, <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2018.10.003>.
10. Henderson S. Peirson G., Herbohn K., Artiach T., Howieson B., 2014. *Issues in Financial Accounting*, Pearson.
11. IASB(a), *International Financial Reporting Standards for SME*, 2016. IASB, London.
12. IASB(b), *International Financial Reporting Standards*, 2016. IASB, London.

13. IASB, 2017. Fair value of biological assets growing on bearer plants, <https://www.iasplus.com/en/meeting-notes/ifrs-ic/2017/march/ias-41> (19.06.2018)
14. Mijić, K., Spahić, N., Vuković, B., 2011. Regulativa i praksa finansijskog izveštavanja o biološkim sredstvima u Republici Srbiji, *Ekonomika poljoprivrede*, 58(4), 647-659.
15. Oz-Yalaman, G. 2019. Financial inclusion and tax revenue, *Central Bank Review*, 19(3), 107-113.
16. Price Water House Cooper, 2009. A practical guide for accounting for agricultural assets, https://www.pwc.com/gx/en/ifrs-reporting/pdf/a_practical_guide_to_accounting_for_agricultural_assets.pdf (19.06.2018)
17. Roychowdhury, S., Shroff, N., Verdi, R.S. 2019. The effects of financial reporting and disclosure on corporate investment: A review, *Journal of Accounting and Economics*, 68, (2–3), 101246
18. Sever, Malis, S., Mamic, Sacer, I., Brozovic, M. 2016. Valuation of biological assets under IAS 41 - The case of listed and large companies in Croatia, in Proceedings of 23. Research World International Conference, Barcelona, Spain, 9-10 Decenber, 2016.
19. Qiao X, Guy D. F., Kinsun T. 2018. Executive age and the readability of financial reports, *Advances in Accounting*, 43, 70-81, <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2018.09.004>.
20. Zakon o računovodstvu, Sl. glasnik RS, 73/2019.
21. Zachariadis, M., Hileman, G., Scott, S.V. 2019. Governance and control in distributed ledgers: Understanding the challenges facing blockchain technology in financial services, *Information and Organization*, 29(2), 105-117, doi.org/10.1016/j.infoandorg.2019.03.001.
22. Zager, K., Decman, N. 2016. Guidelines and Recommendations for Improving the Micro Entities Model of Financial Reporting, *Procedia Economics and Finance*, 39, 451-457, [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(16\)30348-3](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(16)30348-3).

CHALLENGES IN FINANCIAL REPORTING ABOUT BIOLOGICAL ASSETS

Bojan Savić⁵, Nataša Obradović⁶

Abstract

Biological assets are one of the characteristic positions in the financial statements of the entities in the domain of agro sectors. Its accounting treatment is accompanied by numerous challenges, notably because of the need to measure fair value accordance with IAS 41 - Agriculture, but also because biological assets can be very heterogenous in terms of race, life cycle stages, health status, productivity and more. In order to review and assess the situation in the financial reporting of biological assets in the Republic of Serbia, we conducted a survey of the financial reports of the entities in the field of agriculture and agribusiness. The paper highlights the key constraints that arise in relation to the financial reporting on biological assets, which can seriously impair the value relevance of financial informations.

Keywords: *biological assets, valuation, fair value, IFRS, financial reporting.*

Datum prijema (Date received): 20.01.2020.

Datum prihvatanja (Date accepted): 18.03.2020.

⁵ Bojan Savić Ph.D. Assistant Professor, University of Belgrade, Faculty of Agriculture, Nemanjina 6, Zemun, Serbia, E-mail: bsavic@agrif.bg.ac.rs

⁶ Nataša Obradović, M.A., Assistant, University of Belgrade, Faculty of Agriculture, Nemanjina 6, Zemun, Serbia, E-mail: natasa.obradovic.agrif@gmail.com

ULOGA CENTRALNE BANKE KAO UČESNIKA NA TRŽIŠTU FINANSIJSKIH DERIVATA

*Sanja Bakić*¹

doi:10.5937/Oditor2001021B

Pregledni rad

UDK:

336.711(497.11)

336.76

Rezime

Predmet istraživanja je analiza uloge centralnih banaka koju one imaju na tržištu finansijskih derivata i uloge Narodne banke Srbije kao posrednika na istom sa ciljem da se upotrebom derivatnih instrumenata omogući efikasna zaštita od valutnog rizika. Istraživanje je sprovedeno na osnovu metode analize i sinteze dostupnih podataka na tržištu Republike Srbije. Rezultati istraživanja ukazuju da domaće tržište finansijskih derivata nije dovoljno razvijeno. Njihova upotreba je u prethodnom periodu bila na niskom nivou. Primetni su određeni pomaci u razvoju terminskog tržišta, te je jedan od koraka zaključen bilateralni svop aranžman između Narodne banke Srbije sa Narodnom bankom Kine. Kako bi se unapredilo sekundarno tržište neophodan je razvoj pravne regulative, rast i razvoj zaključenih derivatnih aranžmana sa drugim državama, kao i edukovanje i podizanje svesti o korisnosti upotrebe derivatnih instrumenata.

Ključne reči: derivati, svop, OTC tržište

JEL: E58

Uvod

Sastavni deo svakog privrednog sistema jedne zemlje jeste finansijski sistem. Ukoliko je stabilan finansijski sistem on posledično omogućuje društveni i ekonomski razvoj jedne države. Osim što je deo privrednog sistema, predstavlja i važan deo političkog sistema jedne zemlje. Definisani su političkim odnosima u jednoj državi, odnosom vlasništva i mnogim drugim bitnim činiocima (Pjanić, 2015). Derivati se mogu definisati kao izvedeni finansijski instrumenti iz robe, kamatnih stopa, obveznica, valuta i drugo. (Mitić, 2008) Oni takođe

¹ Student doktorskih studija, Ekonomski fakultet u Subotici, Univerzitet u Novom Sadu, Segedinski put 9-11, Subotica, Srbija, e-mail: sanjab20@hotmail.com

predstavljaju finansijske instrumente u obliku zaključenog ugovora gde se ugovorne strane dogovaraju oko uslova plaćanja, a koji su definisani na osnovu vrednosti efekata odnosno nekih drugih podataka u nekom trenutku. Sačinjavaju se od materijalne sve do nematerijane imovine (Bank for International Settlements, 2015). Naime, vrednost derivata proističe iz nekog drugog instrumenta isti nose naziv i izvedeni finansijski instrumenti (Hanić, 2015). Finansijski instrumenti se upotrebljavaju sa ciljem eliminisanja rizika ili njegovog spuštanja na minimalni nivo za jednu ugovornu stranu uz istovremeno preuzimanje rizika za drugu ugovornu stranu (Erić, 2003).

Najznačajniji zaštita ogleđa se u zaštiti od rizika variranja kamatne stope i rizika promene valute. Sagledavajući aspekt razvoja jednog finansijskog tržišta posmatra se prisustvo finansijskih derivata na njemu, te to predstavlja i jednu od spektra mogućnosti za investiranje u jednoj državi za domaće i strane investiture. Na osnovu istraživanja Svetskog ekonomskog foruma u finansijskom sistemu jedne države derivati imaju uticaja na efikasno upravljanje rizikom. U njemu je izvršeno analiziranje 62 države, s tim da naša zemlja nije bila obuhvaćena istom (Hanić, 2015).

Što je više finansijskih instrumenata, više razvijenih tržišta to doprinosi razvoju i stabilnosti jednog finansijskog sistema. Najvažniji derivatni instrumenti su forvardi, fjučersi, svop ugovori i opcije (Pjanić, 2015).

Struktura rada sačinjena je iz tri poglavlja. U prvom poglavlju rada će biti predstavljeno kakvu ulogu imaju centralne banke država na tržištu finansijskih derivata, kao i kakva je uloga Narodne banke Srbije kao posrednika na tržištu finansijskih derivata. Dalje, u sledećem poglavlju biće predstavljen odnos zaključenih aranžmana i transakcija između domaće centralne banke sa drugim centralnim bankama. U trećem poglavlju ovog rada pažnja će se posvetiti analizi upotrebe derivatnih instrumenata pri zaštiti od rizika.

Predmet rada i cilj rada

Predmet ovog rada je utvrđivanje uloge koju centralne banke imaju na tržištu finansijskih derivata. Takođe, pažnja će se posvetiti i ulozi Narodne banke Srbije.

Cilj ovog rada je da se na osnovu relevantne literature izvrši analiza upotrebe derivatnih instrumenata u kontekstu zaštite od valutnog rizika na domaćem

tržištu, dok se Narodna banka Srbije posmatra kao posrednik u aukciji svop kupoprodaje deviza.

Analiza, kao i sinteza predstavljaju dve osnovne metode koje će se u radu koristiti.

Uloga centralnih banki na tržištu finansijskih derivata

Centralna banka jedne zemlje za osnovnu funkciju ima obezbeđenje stabilne monetarne i finansijske stabilnosti (Vemić, 2008). Međutim istorijski osvrt pokazuje da je to prevelik teret da bi ga snosile samo centralne banke u sistemu jedne zemlje. Finansijska stabilnost zahteva usklađivanje finansijske i monetarne politike.

Evolucija centralnih banaka je u različitim istorijskim etapama vršila monetarnu analizu i utvrdila da razvoj centralnih banaka se kretao od maksimizacije profita centralnih banaka do nekonkurentnih banaka koje vrše nadzor i regulaciju komercijalnog bankarskog sektora (Goodhart, 1988).

Finansijsko tržište kao takvo predstavlja mesto gde se susreću tražnja i ponuda za finansijskim sredstvima, kao i mesto na kom se utvrđuje cena za alokaciju istih (Đukić, Bjelica, Ristić, 2003). Na istom se alokacija vrši usmeravanjem sredstava od suficitarnih subjekata ka deficitarnim subjektima. Kada su u pitanju finansijski izveštaji, kod suficitarnih subjekata formira se aktiva, a kod deficitarnih subjekata formira se pasiva (Pjanić, 2015).

Takođe, centralna banka predstavlja finansijsku instituciju od izuzetnog značaja koja odgovara za monetarnu politiku države i direktno utiče na finansijsko tržište. Njena uloga odnosi se na (Šmigić-Miladinović, 2016):

1. Emisiju novca i kredita;
2. Regulisanje rada banaka;
3. Održavanje spoljne likvidnosti;
4. Superviziju rada banaka,
5. Sprovođenje mera monetarno – kreditne politike jedne zemlje.

Uloga Narodne banke Srbije na tržištu finansijskih derivata

U našoj zemlji funkciju centralne banke ima Narodna banka Srbije. Važeća Odluka o uslovima i načinu obavljanja svop kupovine i svop prodaje deviza između Narodne banke Srbije i banaka („Službeni glasnik Republike Srbije“, broj: 10. od 18. februara 2011. godine, 18. od 09. marta 2012. godine)

definisala je na koji način i koji su neophodni uslovi kako bi se obavila neposredna devizna svop transakcija između banaka i domaće centralne banke (Preuzeto sa: <http://www.pravno-informacioni-sistem.rs/SlGlasnikPortal/eli/rep/sgrs/narodnabanka/odluka/2011/10/2/reg>).

Obavljanja deviznih svop poslova na Međubankarskom deviznom tržištu uključuju svop kupoprodaju deviza za dinare (Martin, 2018). Upotreba svop linije omogućila je efikasno ublažavanje dislokacija na tržištu deviznih svopova (Baba, Shim, 2010).

Uloga Narodne banke Srbije kao posrednika na tržištu finansijskih derivata

Derivati imaju značajnu ulogu u obezbeđivanju i regulisanju finansijskog sistema na globalnom nivou (Bryan, Rafferty, 2006). Upotreba deviznih svopova na inostranom tržištu je široko rasprostranjena. Kao takva podrazumeva zaključivanje ugovora. Njih koristi najčešće bankarski sektor, ali mogu i drugi finansijski centri za upravljanje likvidnošću (Berljot, 2010). Narodna banka Srbije donosi Odluku kojom se regulišu uslovi trgovine između domaće centralne banke i banaka (Martin, 2018). U isto vreme ugovorena spot transakcija i terminska transakcija se može definisati kao svop transakcija. A ista se odnosi na obavljanje transakcije između Narodne banke Srbije i banaka (Preuzeto sa: https://www.nbs.rs/internet/latinica/20/mon/svop_kupoprodaja_deviza_p_2012_0319.pdf).

Svaka transakcija, definisana ovom odlukom, može se vršiti na aukcijama i bilateralnim putem. Aukcija predstavlja mogućnost da banke dostave, u skladu sa pravilima i u određenom roku, ponude za kupoprodaju deviza. Bilateralni način trgovine odnosi se na pojedinačnu ponudu za kupoprodaju deviza koju banka dostavlja, odnosno kada centralna banka dostavi ponudu na domaćem tržištu (Martin, 2018). Odluka guvernera ili lica koje je ovlašćeno kako bi se sprovela aukcija spot kupoprodaje deviza prethodi svim ostalim aktivnostima. Ona sadrži određene elemente: kada se održava aukcija u smislu tačnog datuma, opis kakva je to vrsta transakcije, koja metoda za aukciju se koristi, podatak o tome na kom nivou je spot kurs, da li je aukcija po varijabilnom metodu i koliko banka može ponuda da dostavi. (Preuzeto sa: http://demo.paragraf.rs/demo/combined/Old/t/t2012_03/t03_0199.htm).

Narodna banka Srbije sprovodi svop kupoprodaju deviza za dinare po spot kursu koji je definisan unapred i to po fiksnoj i varijabilnoj metodi. Fiksna metoda predstavlja metodu u kojoj centralna banka utvrđuje svop poene unapred i vrši obaveštavanje. Kod ove metode banka jednu ponudu dostavlja centralnoj banci. Varijabilna metoda predstavlja metodu u kojoj centralna banka ne utvrđuje svop poene i ne vrši obaveštavanje. Ova metoda generalno može primeniti po osnovu jedinstvenih, kao i višestrukih svop poena. Kod ove metode banka dostavlja jednu ili više ponuda centralnoj banci (Preuzeto sa: https://www.nbs.rs/internet/latinica/20/mon/svop_kupoprodaja_deviza_p_2012_0319.pdf). Osnovni oblici svopova su: valutni svop, svop kamatne stope, akcijski svop, robni svop, kreditni svop (Pjanić, 2015).

Interesantna je činjenica o uvođenju dvonedeljnih svop aukcija. U periodu od maja meseca 2009. godine do decembra 2010. godine uočice se trgovanje dvonedeljnim svop aukcijama koje su tada i prvi put uvedene. Iste su uvedene na osnovu Odluke o posebnim merama podrške finansijskoj stabilnosti zemlje. U navedenom periodu svop prodaja je bila organizovana ponedeljkom, dok je svop kupovina bila organizovana sredom.

Narodna banka Srbije u prvom koraku kupuje evra za dinare, dok u drugom koraku posle tri meseca, odnosno dve nedelje od svop valute centralna banka kupuje dinare za evre, a što se može nazvati svop kupovinom. Svop prodaja se može definisati kao transakcija gde u prvom koraku Narodna banka Srbije prodaje evre za dinare, a u drugom koraku posle tri meseca od spot valute centralna banka prodala dinare za evre (Martin, 2018).

Devizne svop transakcije u Narodnoj banci Mađarske

Na sam razvoj finansijskih transakcija sa valutnim derivatima u Mađarskoj uticao je razvoj zaduživanja pre finansijske krize iz 2008. godine. Kontinuirano povećanje spoljnog duga dovelo je do sve većeg razvoja finansijskih transakcija sa valutnim derivatima. Domaće kompanije su se sve više zaduživale u inostranstvu, posebno pri sektoru građevinske industrije, a što je implikovalo veću izloženost stranoj valuti.

Ukoliko se sagleda period krize došlo je do uspostavljanja svop linija koje su ublažavale uticaj krize na finansijski sistem (Moesner, Allen, 2013). Negativne promene svop tržišta uticale su na rizik za rad bankarskog sistema u Mađarskoj. Narodna banka Mađarske je preduzela neke aktivnosti za zaštitu od pada likvidnosti bankarskog sistema, te su se poremećaji na svop tržištu u velikoj

mari smanjili (Mák, Páles, 2009). Kriza je uticala izuzetno na domaće tržište novca i duga, odnosno na svop tržište (Moreno, Mihaljek, Villar, 2011).

Kao izuzetno likvidni instrumenti ističu se FX svopovi i valutni svopovi i oni imaju značajnu ulogu na celokupnom finansijskom tržištu Mađarske (Rudić, 2016).

FX svop može se definisati kao ugovor u kojem jedna ugovorna strana u isto vreme daje pozajmicu u jednoj valuti, a uzima pozajmicu u drugoj valuti. Iznos za plaćanje u budućnosti fiksiran je FX forvardom. Iz navedenog proizilazi da FX svop predstavlja pozajmicu, odnosno plasman koji nije rizičan. Kako bi se na efikasan način upravljalo rizikom kamatne stope koriste ih finansijske organizacije. Takođe ih koriste izvoznici, uvoznici, kao i investitori koji su zainteresovani za obezbeđenje od tržišnog rizika (Preuzeto sa: <https://www.zapadbanka.me/mne/index.php/corporate-clients/fx-operacije>).

U daljem periodu Centralna banka Mađarske, (oktobar, 2014) uveden je unakrsni kamatni svop. Sa istim je izvršena i kombinacija bezuslovne prodaje evra. Potreba za hedžingom rezultirala je uvođenjem navedenog svopa. Unakrsni valutni svop omogućuje zaštitu i od valutnog i od kamatnog rizika obe ugovorne strane (Preuzeto sa: https://www.nbs.rs/internet/latinica/33/33_3/publikacije/brosura_finansijski_derivati.pdf).

Rezultat jeste smanjenje otvorenih deviznih pozicija u bilansima, a istovremeno sa tim, ukupni neto stok svopova se smanjuje (a na osnovu pogleda bankarskog sektora za ostvarenje likvidnost u forinti). On je novembra 2014. godine bio blizu nule (Fender, 2015). Preduzeća na domaćem tržištu ne koriste dovoljno unakrsni kamatni svop. Ukoliko se sagleda period od 2012. godine do februara 2018. godine zaključeno je 60 unakrsnih valutnih svopova, odnosno godišnji proseki iznosi devet (Preuzeto sa: http://www.narodnabanka.rs/internet/latinica/33/33_3/publikacije/konferencija_20180403_prezentacija_instrumenti_zastite.pdf).

Narodna banka Srbije i svop aranžmani sa Narodnom bankom Kine

U 2016. godini između domaće centralne banke i kineske centralne banke zaključen je bilateralni valutni svop aranžman. Ovaj aranžman predstavlja finansijsku liniju koja je raspoloživa u periodu od tri godine, te postoji mogućnost obnavljanja. Ovaj aranžman omogućuje da centralne banke dve

države razmenjuju nacionalne valute. Iznos trgovine ne može prelaziti 27 milijardi dinara, odnosno 1,5 milijardi kineskih juana (CNY). Uspostavljanja aranžmana imalo je za cilj razvoj i održavanje finansijske stabilnosti, razvoj bilateralne trgovine, razvoj finansijske saradnje država potpisnica. U odnosu na ostatak sveta Kina i ekonomija Srbije beleži viši rast. Kako bi internacionalizovala kineski juan Narodna banka Kine zaključuje sa oko 30 centralnih banaka svop aranžmane Zemlje sa kojima je takođe potpisan aranžman su i Evropska centralna banka, kao i centralna banka Brazila, Centralna banka Rusije, Centralna banka Mađarske, Centralna banka Argentine i druge (Preuzeto sa: <http://www.nbs.rs/internet/latinica/scripts/showContent.html?id=9805&konverzija=no>).

Ukoliko se posmatra aspekt ekonomske stabilnosti (Krunić, Matić, Đukić, 2019) može se utvrditi da dislokacija na deviznom tržištu može povećati troškova finansiranja, kao i otežanu zaštitu banaka, sa posledicama na njihovu kreditnu aktivnost i platni bilans jedne zemlje. Iz navedenog se može zaključiti da postoji potreba razvoja tržišta finansijskih derivate (Finan, 2013).

Sekundarno tržište i Narodna banka Srbije kao jedan od učesnika

Samo trgovanje finansijskim derivatima može biti organizovano na berzi, kao i putem šaltera (OTC tržište). Trgovanje na OTC tržištu se odvija putem šaltera ili van berze. Berzansko trgovanje podrazumeva da je finansijski derivat standardizovan, dok se pod trgovanjem na OTC tržištu podrazumeva da se finansijski derivat može izraditi u skladu sa preferencijama klijenata (Hanić, 2015).

Kako će u daljem radu biti prikazano, od izuzetnog značaja je sprovođenje istraživanja finansijskih usluga koje može da ima više ciljeva (Domazet, Hanić, Simeunović, 2013):

1. utvrđivanje osnovnih zahteva klijenta, odnosno kakva su njegova očekivanja po pitanju usluge;
2. analiza kvaliteta finansijske usluge i procesa za pružanje iste;
3. definisanje kvaliteta i performansi finansijske ustanove;
4. definisanje i analiza gepa koji se javlja između zahteva i očekivanja klijenta;
5. utvrđivanje razloga zašto je klijent nezadovoljan i sprovođenje aktivnosti za otklanjanje istih.

Izuzetno značajno pitanje tiče se problema implementacije netiranja i obezbeđenja u okviru legislative na domaćem tržištu ne samo po pitanju finansijskih derivata nego i kod ostalih poslova. Netiranje je instrument za upravljanje rizikom, a kako na bilans stanja ima pozitivan uticaj za posledicu omogućuje prebijanje potraživanja, a na taj način doprinosi smanjenju izloženosti riziku, a umanjuje i transakcioni trošak (Jovanić, 2008). On kao takav predstavlja dodatnu mogućnost za snižavanje rizika iz svop transakcije prilikom međusobnih plaćanja, te nije u pitanju razmena celokupnog iznosa nego samo njihove razlike (Zlata, 2015). Kolateral predstavlja izuzetno rentabilan način za upravljanje rizikom kod derivatnih transakcija. On se odnosi na obezbeđenje od kreditnog rizika u slučaju kada druga ugovorna strana ne izvrši svoje obaveze koje su definisane u ugovoru (Šabović, 2015). Mogućnost zaštite od rizika gubitka sredstava uključuje i korišćenje imovine kao sredstvo za obezbeđenje transakcije. Sigurna imovina može cirkulisati između globalnih banaka analogno načinu rezervi jedne banke u bankarskom sistemu jedne zemlje (Anderson, Joeveer, 2014).

Postoje određeni preduslovi i pretpostavke za razvoj derivata na domaćem tržištu:

1. Strateški sporazumi i saradnja sa bitnim ustanovama i centrima na međunarodnom nivou, kao što je na primer udruženje ISDA;
2. Razvoj odnosa i saradnje sa udruženjima i institucijama međunarodnog karaktera (ISDA udruženje, Svetska banka);
3. Zakonski okviri za regulisanje implementacije netiranja i obezbeđenja
4. (Zakon o finansijskom obezbeđenju);
5. Zaštita kompanija na domaćem tržištu kroz smanjivanje tržišnog rizika, a na osnovu instrumenata;
6. Pretvaranje privatnih zakonskih okvira u javne između strana koje zaključuju ugovor u OTC transakcijama (ISDA&CSA i ISDA)

U kontekstu sprovođenja efikasne politke usklađene sa međunarodnom politikom neophodno je prepoznati rizika promene deviznog kursa (Obradović, Aureo, Miljković, 2018). Republika Srbija u kontekstu buduće članice Evropske unije mora izvršiti u narednom periodu mnogobrojne izmene i prilagođavanja kako bi svoj finansijski sistem uskladila sa finansijskim sistemom članica Evropske unije. Jedan od bitnih elemenata na kome Republika Srbija mora u narednom periodu raditi jeste svakako razvoj finansijskih derivata sa ciljem privlačenja stranih direktnih investicija, a kako bi omogućilo smanjivanje rizika na minimalni nivo. Republika Srbija, odnosno

domaće finansijsko tržište mora prepoznati važnost i značaj razvoja finansijskih derivata u suprotnom šansa za rast i razvoj može biti izgubljena.

Osnovni cilj konferencija koje se održavaju na međunarodnom nivou za investitore na finansijskom tržištu odnosi se na neophodnost stvaranja foruma na kom se investitori iz privatnog i javnog sektora mogu sastati i razmotriti sva pitanja od suštinske važnosti i značaja (Bank for International Settlements, 2011).

Derivati kao instrument zaštite od valutnog rizika na domaćem tržištu

Dalje u radu će biti prikazana analiza izveštaja banaka na osnovu podataka koji se odnose na finansijske derivate i to između banke i inostranog subjekta, banke i domaćeg subjekta, kao i između dve banke sa domaćeg tržišta. Period razmatranja koji će biti prikazan obuhvata 2012. do 2016. godine (Rudić, 2016).

Rezultati analize korišćenja valutnih forvarda na OTC tržištu su sledeći:

Tabela 1: Ukupan obim terminskih transakcija u periodu januar 2012. - januar 2016. u eurima

Obim terminskih (forvard) transakcija na tržištu Republike Srbije				
Godina	KUPOVINA DEVIZA ZA DINARE	PRODAJA DEVIZA ZA DINARE	DEVIZE - DEVIZE	UKUPNO
2012	808.073.706	48.968.811	128.352.529	985.395.046
2013	595.778.674	39.942.280	4.131.379	639.852.333
2014	479.703.579	13.025.845	10.383.817	503.113.241
2015	570.447.777	5.845.753	36.844.413	613.137.943
2016	11.300.080	1.624.310	288.429	13.212.819
UKUPNO	2.465.303.816	109.406.999	180.000.567	2.754.711.382

Izvor: Rudić, 2016, strana 68 (prema podacima NBS)

Ukupna količina kupovine evra za dinare na termin (forvard) iznosi 2.465.303.816 evra ili 89,50% od ukupnog iznosa terminske transakcije.

U daljem tekstu nalazi se nalazi tabelarni prikaz koji se odnosi na utvrđivanje učešća terminskih transakcija prilikom kupovine i prodaje deviza, iz toga se može uočiti da je učešće izuzetno nisko. Osnovni uzročnik nalazi se u

nedostatku informacija, kao i nedostatak znanja rezidenta po pitanju hedžing instrumenta.

Takođe, nerazumevanje potrebe da se iskoristi kreditni limit za ugovaranje ovakvih instrumenata jer to paralelno umanjuje mogućnost da se kreditni limit iskoristi u druge svrhe u okviru bankarskih proizvoda. Naime, i dug je proces za odobravanje kreditnog limita od strane banke i potrebno je i mišljenje od strane sektora za procenu rizika. Tabela prikaz odnosi se na apsolutni i relativni prikaz (Martin, 2018).

Tabela 2: Odnos banaka i rezidenata u vezi terminskih transakcija sa devizama u periodu 2012-2017 godine

Godina	Rezident – forvard kupovina			Rezident – forvard prodaja		
	Iznos u milionima evra	Prosečna ponderisana ročnost u danima	Učešće u ukupnoj kupovini (u procentima)	Iznos u milionima evra	Prosečna ponderisana ročnost u danima	Učešće u ukupnoj prodaji (u procentima)
2012	754,7	38	6,7	1,3	18	0
2013	533,8	24	5	1,4	39	0
2014	430	15	4	0,8	35	0
2015	531	16	4,8	1,5	77	0
2016	450,5	22	3,9	12,9	263	0,1
2017	320,2	38	3,4	12,6	347	0,2

Izvor: Martin, strana 55, 2018 prema Izveštaju Narodne banke Srbije

Na osnovu tabelarnog prikaza može se uočiti da je učešće terminske kupovine i terminske prodaje deviza u prikazanim apsolutnim, kao i u relativnim iznosima zanemarljivo nisko. Tako na primer, u 2017. godine zabeležena je forvard kupovina rezidenta u iznosu od 320,2 mln evra ili 3,4% i forvard prodaja rezidenta u iznosu od 12,6 mln evra ili 0,2%.

Na osnovu analize tabele broj 3. može se utvrditi da je učešće u zaključivanju forvarda najveće između rezidenata i banke i to u iznosu od 2,25 milijardi evra.

Zaključivanje forward transakcija između nerezidenta i banke iznosi ukupno oko 200 miliona evra. Preostali iznos odnosi se na zaključivanje forward transakcije između banaka.

Tabela 3: Klijenti u kontekstu termenske kupovine devize za dinare (po godinama) u evrima

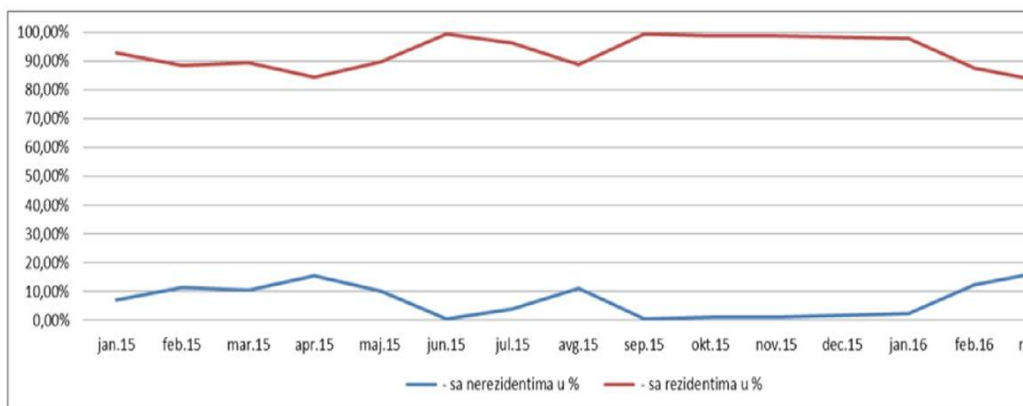
GODINA	NEREZIDENTI	REZIDENTI	UKUPNO
2012	55.841.644	752.232.061	808.073.706
2013	59.981.288	535.797.386	595.778.674
2014	49.605.122	430.098.458	479.703.579
2015	39.520.881	530.926.896	570.447.777
UKUPNO	204.948.935	2.249.054.801	2.454.003.733

Izvor: Rudić, strana 17, 2016 (prema podacima NBS)

Analizom termenske kupovine deviza klijenta po mesecima prema izveštaju Narodne banke Srbije, u periodu od 2012. do 2016. godine prikazanoj na Grafikonu broj 1. utvrđeno je sledeće:

- Može se uočiti da je učešće nerezidenata u celokupnom iznosu trgovanja izražen na kraju 2015. godine i na početku 2016. godine;
- U periodu od 2015. do 2016. godine može se uočiti da je obim prometa koji se tiče forward ugovora i koji se odvijao između rezidenata i banaka uzima 93,5% ukupnog obima prometa, dok sa nerezidentima čini svega 6,5% ukupnog obima prometa.

Grafikon 1: Terminalska kupovina deviza rezidenata i nerezidenata u periodu od 2012. do 2016. godine po mesecima



Izvor: Rudić, strana 45, 2016 (prema podacima NBS)

Zaključak

Upotreba finansijskih derivata kao instrumenta za zaštitu od valutnog rizika na tržištu predstavlja bitan element za ostvarivanje efikasnog funkcionisanja finansijskog sistema zemlje. Ostvarivanje stabilnosti valute obezbeđuje snagu nacionalne ekonomije jedne države.

Na osnovu sprovedene analize upotrebe finansijskih derivata može se zaključiti da tržište u Republici Srbiji nije dovoljno razvijeno. Njihova upotreba od strane učesnika na domaćem tržištu je relativno niska. Učešće u zaključivanju forvarda je najveće između rezidenata i banke i to u iznosu od 2,25 milijardi evra. Zaključivanje forvard transakcija između nerezidenta i banke iznosi ukupno 200 miliona evra, dok se preostali iznos odnosi na zaključivanje forvard transakcija između banaka. U prethodnom periodu je Narodna banka Srbije zaključila aranžmane i transakcije sa centralnim bankama drugih država. U ovom radu su prikazane osnovne karakteristike bilateralnog svop aranžmana koji je domaća centralna banka zaključila sa Narodnom bankom Kine.

Republika Srbija u kontekstu buduće članice Evropske unije mora izvršiti u narednom periodu mnogobrojne izmene i prilagođavanja kako bi svoj finansijski sistem uskladila sa finansijskim sistemom članica Evropske unije. Jedan od bitnih elemenata na kojim Republika Srbija mora u narednom periodu raditi jeste svakako razvoj finansijskih derivata sa ciljem privlačenja stranih direktnih investicija, a kako bi se omogućilo smanjivanje rizika na minimalni nivo. Jedan od načina za razvoj sekundarnog tržišta jeste dodatno pravno

regulisanje tržišta, zaključivanje aranžmana i transakcija sa drugim državama, kao podizanje svesti investitora i javnosti o mogućnostima koje donosi upotreba derivata. Iz svega navedenog može se zaključiti da je neophodno da domaće finansijsko tržište i institucije domaćeg sistema prepoznaju važnost i značaj razvoja finansijskih derivata.

Literatura:

1. Anderson, R., Joeveer, K. (2014): The Economics of Collateral, The London School of Economics Study;
2. Baba, N., Shim, I., (2010), Policy Responses to Dislocations in the FX Swap Market: The Experience of Korea, SSRN;
3. Bank for International Settlements (2011): Portfolio and risk management for central banks and sovereign wealth funds, BIS Papers No 58;
4. Bank for International Settlements (2015): Central bank operating frameworks and collateral markets, BIS CGFS, Papers No 53;
5. Bergljot, B. (2010): FX Swaps: Implications for Financial and Economic Stability, International Monetary Fund, Working Paper WP/10/55;
6. Borio, C. (2014): Monetary Policy and Financial Stability: What Role in Prevention and Recovery, BIS, Working Papers No 440;
7. Bryan, D., Rafferty, M., (2006), Financial derivatives and the theory of money, *Economic and Society*;
8. Decision on the terms and manner of conducting swap purchases and swaps of foreign exchange between the National Bank of Serbia and banks, (downloaded: <http://www.pravno-informacioni-sistem.rs/SlGlasnikPortal/eli/rep/sgrs/narodnabanka/odluka/2011/10/2/req>, date of access: 02.09.2019.);
9. Djordjević, N. (2012): Interest Rate Swap, Institute of Law and Finance, Belgrade;
10. Djukić Đ., Bjelica V., Ristic Ž. (2003), Banking, Faculty of Economics, Belgrade;
11. Domazet. I, Hanić, H., Simeunović, I. (2013): Market Research - A Factor for Successful Strategic Marketing for Financial Organizations, *Marketing*, Vo44, Issue 4, pp. 310-320;
12. Erić D. (2003), Financial Markets and Instruments, Second Amended Edition, Belgrade;

13. Fender, I. (2015): Corporate Hedging: The impact of financial derivatives on the broad credit channel of monetary policy, BIS Working Paper, No. 94, November;
14. Finan, M. (2013): Theory of Interest and Derivatives Market, Arkansas Tech University;
15. Googhart, C., (1988), The Evolution of Central Banks, MIT Press Books, The MIT Press, edition 1, volume 1, number 0262570734, March;
16. Hanić, A. (2015): Structural Change in Serbia - Results and Perspectives to date, Chapter 7: Prospects and Development of Financial Derivatives in Serbia, Thematic Collection;
17. Hull, J. (2010): OTC Derivatives and Central Clearing: Can All Transactions Be Cleared, Financial Stability Review;
18. Jovanić, T., Legal nature of netting agreements and preconditions for its enforceability;
19. Krunić N., Matic I., Đukić D., (2019): Zakon vrednosti kao osnova održivog razvoja, Održivi razvoj, vol. 1, br. 2, str. 17-26
20. Mák, I., Páles, J., (2009), The role of the FX swap market in the Hungarian financial system, IDEAS;
21. Martin, V., (2018): Overview of the foreign exchange market in Serbia, Banking, 2018, vol. 47;
22. Mihaljek D., Packer F. (2016): Derivatives in emerging markets, BIS Quarterly Review, December, pp. 43-58;
23. Mitić, M., (2011), Računovodstvo finansijskih derivata, UBS ASB, Beograd;
24. Moesner, R., Allen, W., (2013), Central bank swap line effectiveness during the euro area sovereign debt crisis, Science Direct;
25. Moreno, R., Mihaljek, D., Villar, A., (2011), The Global Crisis and Financial Intermediation in Emerging Market Economies, SSRN;
26. National Bank of Serbia, downloaded: http://www.narodnabanka.rs/internet/latinica/33/33_3/publikacije/konferencija_20180403_prezentacija_instrumenti_zastite.pdf, date of access: 02.09.2019;
27. National Bank of Serbia, downloaded: <http://www.nbs.rs/internet/latinica/scripts/showContent.html?id=9805&konverzija=no>, date of access: 01.09.2019.;

28. National Bank of Serbia, downloaded: https://www.nbs.rs/internet/latinica/20/mon/svop_kupoprodaja_deviza_p_20120319.pdf, date of access: 02.09.2019.;
29. National Bank of Serbia, taken over from: http://demo.paragraf.rs/demo/combined/Old/t/t2012_03/t03_0199.htm, date of access: 01.09.2019.;
30. National Bank of Serbia, taken over from: https://www.nbs.rs/internet/latinica/33/33_3/publikacije/brosura_finansijski_derivati.pdf, date of access: 01.09.2019
31. Obradović, B., Aureo, B., Miljković, M., (2018), VaR analysis to identify financial risks, Oditor, Journal of Management, Law and Finance;
32. Pjanić, M., (2015): Strategy for managing the portfolio of institutional investors in the financial market of selected emerging countries, doctoral dissertation, Faculty of Economics in Subotica;
33. Rudić, S. (2016): The role of derivatives in currency risk management in the financial market of Serbia, Belgrade;
34. Šabović Š., (2015): Contemporary Bank Credit, Faculty of Economics in Pristina, Kosovska Mitrovica;
35. Šmigić-Miladinović, J. (2016): Importance and role of the Central Bank in creating sound monetary and investment policies;
36. Vemić, M., (2008), Nauka o finansijskom menadžmentu, Novi Sad;
37. West banks, downloaded: <https://www.zapadbanka.me/mne/index.php/corporate-clients/fx-operacije>, date of access: 01.08.2019;
38. Zlatar, J., (2015): Currency risk hedging instruments on the Croatian foreign exchange market, Specialist thesis, Split.

THE ROLE OF THE CENTRAL BANK AS A PARTICIPANT IN THE FINANCIAL DERIVATIVES MARKET

*Sanja Bakić*²

Abstract

The subject of the research is an analysis of the role of central banks in the financial derivatives market and the role of the National Bank of Serbia as an intermediary in order to enable efficient hedging against currency risk. The research was conducted on the basis of the method of analysis and synthesis of available data on the market of the Republic of Serbia. The research results indicate that the domestic financial derivatives market is underdeveloped. Their use has been low in the previous period. Some progress has been noticed in the development of the futures market, and a bilateral swap arrangement between the National Bank of Serbia and the National Bank of China has been concluded as one of the steps. In order to improve the secondary market, it is necessary to develop legal regulations, to grow and develop concluded derivative arrangements with other countries, as well as to educate and raise awareness of the usefulness of using derivative instruments.

Keywords: derivatives, OTC market, swap

Datum prijema (Date received): 05.09.2019.

Datum prihvatanja (Date accepted): 12.11.2019.

² Student Ph.D., Faculty of Economics in Subotica, The University of Novi Sad, Segedinski put 9-11, Subotica, Serbia, e-mail: sanjab20@hotmail.com

DETERMINING RELATIONSHIP BETWEEN ECONOMIC GROWTH AND ENVIRONMENTAL PROTECTION

Svetlana Ignjatijević¹, Anđelka Aničić², Jelena Vapa Tankosić³, Jelena Belokapić Čavkunović⁴

doi:10.5937/Oditor2001036I

Originalni naučni rad
UDK
330.341:502.131.1"2010/2018"

Abstract

The subject of this paper is the analysis of the relationship between economic growth and the environment performance. The authors have investigated the EPI index while our research covered the period 2010-2018. The findings reveal that environmental policy directly and positively influences economic performance through the improvement of environmental conditions. However, many analysts fear that the demands of the green economy already create high costs, and that its benefits will be materialized in the long term. Finally, sustainable business operations - the green economy requires timely harmonization, in order to fulfill the goals of environmental protection.

Key words: *green growth, green economy, EPI index, environment, green politics*

JEL classification: *O44, Q50*

Introduction

The reason for introducing the concept of green growth lies in the fact that modern economies, in order to achieve economic growth, influence the environment and jeopardize the possibility of achieving sustainable growth. The "Green Growth Strategy for Research and Publications" has been adopted by

¹ Associate Professor, Faculty of Economics and Engineering Management, Cvečarska 2, Novi Sad, Serbia, ceca@fimek.edu.rs

² Associate Professor, Higher Business School of Vocational Studies „Čačak“, Belgrade, Serbia, anicican@gmail.com

³ Full Professor, Faculty of Economics and Engineering Management, Cvečarska 2, Novi Sad, Serbia, jvapa@fimek.edu.rs

⁴ University of Business Studies, Jovana Dučića street No. 23a, 78000 Banja Luka, Republic of Srpska, Bosnia and Herzegovina, E-mail: collective.action1234@gmail.com

OECD (OECD, 2012a). The basic meaning of the concept of green growth can be explained as economic growth (GDP growth), that achieves significant environmental protection. Some definitions of green growth do not specify the precise level of environmental protection.

Sustainable development is the basic principle of environmental policy. Economic growth of about 10% per year over the past 30 years has helped China, while the Chinese government continues to develop strategies that will allow the continuation of rapid growth striving to "green" the process of development (OECD, 2011; Ouyang, et. al 2019).

According to the research of Hsu et al. (2016) the correlation between Environmental Performance Index (EPI) and per capita; good governance; and human development index (HDI) has been determined. The authors have tried to answer the question of whether economic competitiveness must be sacrificed in order to achieve an environmental protection success, as traditional economic theory had previously suggested. They conclude that there is a statistically significant correlation between GDP per capita and EPI. However, there are differences in EPI results in countries with the same level of income. Even countries like Sweden and Belgium differ significantly in EPI results. The conclusion is that all countries with a GDP per capita over 10,000 dollars have EPI results greater than 65. Also, there are significant variations in EPI results among the poor countries, while the poorest countries have results below 60 (Vaninsky, 2019).

Many studies argue that environmental issues will be "solved" with economic development (Grossman, 1995; Feng, Tang, Yu, 2019). This argument has several drawbacks. For example, poor households, struggling for food and accommodation, will put less priority on the benefits provided by the green park. However, wealthy households are more interested in solving soil degradation problems that reduce agricultural yields, as well as the lack of solid waste management that leads to epidemics, blockage of urban sewers, floods, and so on. Strategy that focuses on "grow dirty and clean up later" is not acceptable. They are particularly unacceptable in developing countries. And what's even worse is the damage that cannot be repaired (Krstić, Krstić, 2016).

Most European countries have introduced a number of environmental tax measures, with the aim of providing environmental benefits. Tax policy makers have directed environmental taxes (Ilić, 2019), that is, the tax burden from the labor factor to the environmental factor, by directly imposing environmental taxes to the sectors responsible for environmental pollution. The highest revenues from environmental taxes and other economic instruments are generated by the Scandinavian countries. Funds raised through these taxes they are intended to finance environmental projects (Kiurski et al., 2019b).

All efforts should focus on what needs to be done in the next five to ten years in order to maintain growth, avoiding, of course, administrative barriers, but also preventing irreparable damage to the environment (OECD, 2012b; Qu, Long, 2018).

Environmental policy increases the economic performance directly through the improvement of environmental conditions. But green policies can also indirectly affect economic development, as well as increase efficiency and environmental benefits. Environmental Policy can in several ways contribute to GDP growth (World Bank, 2012b; Drews, et. al., 2018):

- 1) Green policies can help to increase available capital and labor, which will have an impact on an increased production. E.g. if the land it is better managed and utilized, it will be more productive; better management of natural risks can as a result have fewer losses in case of natural disasters; a healthier environment can have a positive impact on the productivity of workers.
- 2) Principle of efficiency. Efficiency is achieved by increased productivity and by more efficient use of resources. One of the examples can found in energy efficiency. By imposing ecological taxes and eliminating harmful subsidies, a fiscal space for governments is created. Countries can reduce taxes on labor or subsidize public green services and products, such as public transport or renewable energy.
- 3) Green policies stimulate innovation. Recent research shows that well-designed environmental regulations stimulate innovation in firms.
- 4) Green policies can also affect the general welfare.

Green companies primarily focus on preserving natural resources and protecting the environment. Today, sustainability has become a driving force, but also a priority in the business operations of socially responsible companies. This force is the one that can bring positive changes both in business and in technology and production processes. Financial assistance provided by the state for the development of green technology, as well as appropriate legislation in this area, is a safe path to a sustainable future (Čajka, Jovanović, 2014).

The trend of increasing air pollutants or pollution can be expected in the future due to the constant influx of population into the urban environment and the steady increase in the amount of coal that is burned (Kiurski et al., 2019a). Green policy creators need to measure the level of compromise between the costs and benefits of environmental policies.

The purpose of the work and the applied methodology

In 1956, Robert Solow, American economist, winner of the Nobel Prize in Economics in 1987, has introduced the classic model of growth (Solow, 1956; Khan, Peng, Li, 2019). Robert Solow's classic growth theory assumes that the growth is a result of the use of technology, capital and labor, and its relationship is as follows:

$$Y = f(A, K, L)$$

Y is growth, A - technology and human capital, K - physical capital, L - labor.

What is lacking in the Solow model is the environment as a factor of production. "In the early 1970s, that classical growth theory was modified to embrace the environment" that has been introduced under the term "natural capital", as one of the factors of production (World Bank, 2012a, p.34; Liang, Yang, 2019).

When the environment, as a natural capital, is included as one of the factors of production, then the production function is shown as follows (Hallegatte et al., 2011):

$$Y = f(A, K, L, E)$$

where Y is growth, A - technology and human capital, K - physical capital, L - labor, E - environment (natural capital)

Table 1. EPI index – construction

EPI	Environmental Health	Air Quality	Household Solid Fuels	
			PM _{2.5} Exposure	
			PM _{2.5} Exceedance	
		Water & Sanitation	Drinking Water	
			Sanitation	
		Heavy Metals	Lead Exposure	
		Ecosystem Vitality	Biodiversity & Habitat	Marine Protected Areas
				Biome Protection (National)
				Biome Protection (Global)
	Species Protection Index			
	Representativeness Index			
	Species Habitat Index			
	Forests	Tree Cover Loss		
	Fisheries	Fish Stock Status		

		Regional Marine Trophic Index
Climate & Energy		CO ₂ Emissions – Total
		CO ₂ Emissions – Power
		Methane Emissions
		N ₂ O Emissions
		Black Carbon Emissions
Air Pollution		SO ₂ Emissions
		NO _x Emissions
Water Resources		Wastewater Treatment
Agriculture		Sustainable Nitrogen Management

Source: Pilot 2006 Environmental Performance Index (2006).

If the environment is considered as capital and to invest in it does make sense, then the environmental policy can also be considered as an investment. The Environmental Health (EH) is composed of EH - Health Impacts, EH - Air Quality and EH - Water and Sanitation, and the vitality of ecosystem (EV) of: EV – Agriculture, EV – Forests, EV – Fisheries, EV - Biodiversity and Habitat, EV - Climate and Energy and EV Air Pollution. The creators of the EPI index at the Yale Center for Environmental Law & Policy and The Center for International Earth Science Information Network (CIESIN) at Columbia University's Earth Institute, (<https://epi.envirocenter.yale.edu/>) have pointed out that governments are expected to act in order to reduce pollution and manage natural resources. EPI is a composite index comprised of two components of sustainable development: environmental health and vitality of the ecosystem as shown in Table 1. By measuring the areas mentioned above, it is possible to gain an insight into the areas that are more developed or that lag behind in development, so as to define further directions.

For this very reason, the subject of this paper is the analysis of the relationship between economic growth and the environment performance, aiming to emphasize the areas that are under constrain as well as the areas that are positively affected by economic growth. The authors wanted to examine Environmental Health Index and Environmental Health and investigate the Republic of Serbia current position so as to reach adequate results. In our research, we have used the EPI index while author's research covered the period 2010-2018.

Results and discussion

Quantitative indicators of the environment performance will facilitate the identification of problems, monitor trends, underline the success and failure of policies as well as identify best practices and optimize the return on investment in environmental protection. Analysis of the EPI index shows that Switzerland is at the top of the scale with a score of 87.42 according to the overall environmental performance. It is followed by France (83.95), Denmark (81.60), Malta (80.9) and Sweden (80.51). In the overall EPI index, Denmark, Malta and Sweden have a high score of air quality. In addition, Malta has the highest score in water and sanitation, and Sweden has achieved the highest levels of exposure to lead. Last places are occupied by Nepal (31.44), India (30.57), DR Congo (30.41), Bangladesh (29.56) and Burundi (27.43). The extremely low EPI index values show that countries must work more intensively (especially when it comes to air, protecting biodiversity and reducing the greenhouse effect). Low EPI index values are directly related to poor monitoring and control. In China (120), South Africa (142) and India (177) there is a strong negative tendency. Seychelles, has achieved significant results in increasing its score from 47.05 to 66.02, thanks to its high commitment and fight against greenhouse gas emissions.

Table 2. Values of the EPI index during the period 2010-2018

2018	Country	EPI	EH	EV	2012	Country	EPI	EH	EV
1	Switzerland	87.42	93.57	83.32	1	Switzerland	76.69	93.22	69.61
2	France	83.95	95.71	76.11	2	Latvia	70.37	73.81	68.90
3	Denmark	81.60	98.20	70.53	3	Norway	69.92	100.00	57.03
4	Malta	80.90	93.80	72.30	4	Luxembourg	69.20	100.00	56.00
5	Sweden	80.51	94.41	71.24	5	Costa Rica	69.03	76.19	65.96
84	Serbia	57.49	61.18	55.03	103	Serbia	46.14	72.69	34.76
2016	Country	EPI	EH	EV	2010	Country	EPI	EH	EV
1	Finland	90.68	97.23	84.13	1	Iceland	93.48	95.09	91.87
2	Iceland	90.51	98.67	82.35	2	Switzerland	89.09	92.29	85.90
3	Sweden	90.43	97.29	83.57	3	Costa Rica	86.40	82.18	90.61
4	Denmark	89.21	94.29	84.12	4	Sweden	86.05	92.77	79.32
5	Slovenia	88.98	88.32	89.65	5	Norway	81.13	90.75	71.52
48	Serbia	78.67	83.35	73.98	27	Serbia and Montenegro	69.4	83.18	55.56
2014	Country	EPI	EH	EV	Rang	Serbia	EPI	EH	EV
1	Switzerland	87.67	92.19	84.67					
2	Luxembourg	83.29	92.26	77.31	84	2018	57.49	61.18	55.03

3	Australia	82.40	99.44	71.03	48	2016	78.67	83.35	73.98
4	Singapore	81.78	99.44	70.01	31	2014	69.13	76.71	64.08
5	Czech Republic	81.47	90.63	75.35	103	2012	46.14	72.69	34.76
31	Serbia	69.13	76.71	64.08	27	2010	69.4	83.18	55.56

Source: Technical Report, Environmental Performance Index (EPI), for the corresponding years

Table 3 shows the relations between the values of the EPI Index and GDP. Countries with a high level of EPI index achieve high GDP and GDP per capita. Rich countries have significant amounts of capital needed for health and the environment. However, in practice, other cases are present. Let's take as an example, a case of China and India with high GDP, but also very low levels of EPI index. For example Armenia, has a low level of GDP (USD 3,716) and a high level of EPI index (81.5).

However, the research shows that there is a positive relationship between the EPI index and GDP per capita and we can conclude that wealth increases national ecological efficiency. There is a positive relationship between health and GDP per capita, which shows that investment in public health, sanitation and health infrastructure contributes to a healthy environment and represent, indirectly, a condition for economic growth and development.

Table 3. Overview of the EPI Index and GDP in 2010 and 2018

2018			2010		
Country	EPI	GDPpc	Country	EPI	GDPpc
Switzerland	87.42	57,430.05	Iceland	93.48	36,117.88
France	83.95	38,058.87	Switzerland	89.09	37,581.17
Denmark	81.60	45,966.25	Costa Rica	86.40	10,239.06
Malta	80.90	35,743.37	Sweden	86.05	34,090.27
Sweden	80.51	46,662.05	Norway	81.13	49,358.83
Serbia (84)	57.49	13,722.56	Serbia and Montenegro (27)	69.4	10,400.00

Source: Technical Report, Environmental Performance Index (EPI), for the corresponding years

Rich countries and developing countries have financial resources for economic development, respect ecosystems and natural resources management, and pay special attention to improving public health and creating a clean water, sanitation and energy. The EPI index of Serbia indicates that in 2012 the country was at 103 place, which is the worst indicator of the EPI in both areas (EH and EV). After a slight improvement in the period 2014-2016, in the year 2018, the indicators are at the lowest level, with the vitality of the ecosystem in

a much worse position. The interdependence between low levels of GDP and low EPI index values has also been observed.

Conclusion

Green growth represents a flexible approach aiming to analyze the green growth. Having in mind economic and environmental challenges, international and national efforts to promote green growth have been intensified during the last decade. This fact can help accelerate progress towards sustainable development and poverty reduction. The green growth is related to economic policy and sustainable development policy, and as such, there are two important requirements that it should fulfill. The EPI index of Serbia indicates that in 2012 the country was at 103 place, with a slight improvement in the period 2014-2016, and in the year 2018 the indicators are at the lowest level, with the vitality of the ecosystem in a much worse position. Vitality of the ecosystem has a much higher share in the total EPI index and its overall score is much lower than the EPI index and EH sub index. In fact, most countries that have a high level of EPI index achieve high levels of GDP and GDP per capita. Countries with high GDP have sufficient resources to implement green policy measures. Although many analysts are afraid that green policies are now generating high costs, and that its benefits shall be shown in future, it is realistic to expect that its benefits can also in the near future. Risk-driven actions should be undertaken now in order to reduce later "regrets" and to avoid significant damages.

References

1. Čajka, Z. i L. Jovanović. 2014. Industrija i trendovi očuvanja životne sredine u budućnosti. *Ecologica* 21, (75): 403-409.
2. Drews, S., Antal, M., C.J.M. van den Bergh, J. 2018. Challenges in Assessing Public Opinion on Economic Growth Versus Environment: Considering European and US Data, *Ecological Economics*, 146, 265-272, <https://doi.org/10.1016/j.ecolecon.2017.11.006>.
3. Grossman, G.M. & A.B: Krueger. 1995. Economic Growth and the Enviroment. *Quarterly Journal of Economics* 110, (2): 353-377.
4. Feng, J.C., Tang, S., Yu, Z. 2019. Integrated Development of Economic Growth, Energy Consumption, and Environment Protection from Different Regions: Based on City Level, *Energy Procedia*, 158, 4268-4273, <https://doi.org/10.1016/j.egypro.2019.01.799>.
5. Hallegatte, S., Heal, G., Fay, M. & D. Treguer. 2011. From growth to green growth - a framework. Policy Research Working Paper Series 5872. The World Bank.

6. Hsu, A., Esty, D. C., de Sherbinin, A., Levy, M. A., & al. 2016 Environmental Performance Index. New Haven, CT: Yale University. Retrieved from: www.epi.yale.edu
7. Ilić, B. (2019). Cena zemlje kao faktor održivog razvoja. *Održivi razvoj*, 1(2), 7-16.
8. Khan, S., Peng, Z., Li, Y. 2019. Energy consumption, environmental degradation, economic growth and financial development in globe: Dynamic simultaneous equations panel analysis, *Energy Reports*, 5, 1089-1102, <https://doi.org/10.1016/j.egy.2019.08.004>.
9. Kiurski J., Ralević N., Ignjatijević, S., Vapa-Tankosić J. & D. Soleša. 2019a. Analysis of air quality indicators at children's playgrounds, *Air Quality, Atmosphere & Health* 12, (8): 955-962. ISSN: 1873-9326.
10. Kiurski J., Soleša, D., Ignjatijević, S. & J. Vapa-Tankosić. 2019b. Karakteristični aeropolutanti Novog Sada, Univerzitet Privredna akademija u Novom Sadu Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment. Novi Sad: FTN Izdavaštvo Edicija "Tehničke nauke - Udžbenici". ISBN 978-86-7892-314-2.
11. Krstić, B., Krstić, M. (2016). Teorija racionalnog izbora i društvena istraživanja. *Sociologija*, 58(4), 598-611.
12. Liang, W., Yang, M. 2019. Urbanization, economic growth and environmental pollution: Evidence from China, *Sustainable Computing: Informatics and Systems*, 21, 1-9
13. Ouyang, X., Shao, Q., Zhu, X., He, Q., Xiang, C., Wei, G. 2019. Environmental regulation, economic growth and air pollution: Panel threshold analysis for OECD countries, *Science of The Total Environment*, 657, 234-241,
14. OECD. 2011. *Towards Green Growth*. Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development.
15. OECD. 2012a. *OECD Work on Green Growth*. Retrieved from: <http://www.oecd.org/greengrowth/oecdworkongreengrowth.htm>
16. OECD. 2012b. *Green Growth and Developing Countries – A Summary for Policy Makers*. Paris: OECD.
17. Qu, Y, Long, H. 2018. The economic and environmental effects of land use transitions under rapid urbanization and the implications for land use management, *Habitat International*, 82, 113-121, <https://doi.org/10.1016/j.habitatint.2018.10.009>.
18. Yale Center for Environmental Law & Policy and The Center for International Earth Science Information Network (CIESIN) at Columbia University's Earth Institute. 2006 Pilot 2006 Environmental

Performance Index. New Haven: Yale Center for Environmental Law & Policy and The Center for International Earth Science Information Network (CIESIN) at Columbia University's Earth Institute. Retrieved from:

http://ciesin.columbia.edu/repository/epi/data/2006EPI_Report_Full.pdf

19. Yale Center for Environmental Law & Policy and The Center for International Earth Science Information Network (CIESIN) at Columbia University's Earth Institute. 2018. EPI Report 2018. Retrieved from: <https://epi.envirocenter.yale.edu/downloads/epi2018reportv06191901.pdf>
20. Solow, R.M. 1956. A Contribution to the Theory of Economic Growth. Quarterly Journal of Economics 70, (1): 65-94.
21. Vaninsky, A. 2019. Environmental protection via optimal global economic restructuring, MethodsX, 6, 750-755
22. World Bank. 2012a. Inclusive Green Growth: The Pathway to Sustainable Development. Washington: World Bank.
23. World Bank. 2012b. Inclusive Green Growth - The Pathway to Sustainable Development, Main report. Washington: 12. World Bank. Retrieved from: <http://documents.worldbank.org/curated/en/368361468313515918/Main-report>

UTVRĐIVANJE EKONOMSKIH RELACIJA PRIVREDNOG RASTA I ZAŠTITE ŽIVOTNE SREDINE

*Svetlana Ignjatijević⁵, Anđelka Aničić⁶, Jelena Vapa Tankosić⁷, Jelena Belokapić
Čavkunović⁸*

Rezime

Predmet ovog rada je analiza odnosa između ekonomskog rasta i stanja životne sredine. Autori su istraživali indeks EPI dok je istraživanjem je obuhvaćen period od 2010-2018. godine. Rezultati istraživanja ukazuju da politika zaštite

⁵ vanredni profesor, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment, Cvećarska 2, Novi Sad, Srbija, ceca@fimek.edu.rs

⁶ docent, Visoka poslovna škola strukovnih studija „Čačak“, Beograd, Srbija, anicican@gmail.com

⁷ redovni profesor, Fakultet za ekonomiju i inženjerski menadžment, Cvećarska 2, Novi Sad, Srbija, jvapa@fimek.edu.rs

⁸ Univerzitet za poslovne studije, Jovana Dučića 23a, 78000 Banja Luka, Republika Srpska, BiH E-mail: collective.action1234@gmail.com

životne sredine direktno utiče na povećanje ekonomskog učinaka kroz poboljšanje uslova životne sredine. Ipak, mnogi analitičari strahuju da zahtevi zelene ekonomije stvaraju velike troškove već sada, a da će korist biti materijalizovana u dugom roku. Konačno, održivo ekonomsko poslovanje – zelena ekonomija zahteva blagovremeno usklađivanje, kako bi se koristi osetile u kratkom i srednjem roku.

Ključne reči: *zeleni rast, zelena ekonomija, EPI index, životna sredina, zelena politika*

Datum prijema (Date recieved): 22.12.2019.

Datum prihvatanja (Date accepted): 19.03.2020.

KOMPARATIVNI FINANSIJSKI SISTEMI: IMPLIKACIJE ZA EKONOMSKI RAST

Milka Grbić¹, Dejan Jovanović²

doi:10.5937/Oditor2001046G

Pregledni rad

UDK:

005.345:336.76

330.341

Rezime

Osnovni cilj istraživanja u ovom radu je da se, polazeći od uloge koju finansijski sistem ima u funkcionisanju svake tržišne privrede, analiziraju prednosti i slabosti bankarski orijentisanog i tržišno orijentisanog finansijskog sistema prilikom obavljanja osnovnih ekonomskih funkcija. Radi realizacije definisanog cilja sprovedeno je istraživanje kvalitativnog karaktera. U tom smislu je, upotrebom metoda deskriptivne i komparativne analize, učinjena inovirana interpretacija relevantne naučne literature. U radu se razmatraju četiri pristupa koji predstavljaju kritičku analizu uloge i značaja banaka i tržišta vrednosnih papira – bankarski orijentisan, tržišno orijentisan, funkcionalno orijentisan i pravno orijentisan pristup. Ističući pozitivnu ulogu banaka, bankarski orijentisan pristup naglašava komparativne slabosti tržišta vrednosnih papira. S druge strane, tržišno orijentisan pristup naglašava pozitivne strane tržišta vrednosnih papira, istovremeno apostrofirajući slabosti banaka u obavljanju osnovnih funkcija. Međutim, u fokusu funkcionalno orijentisanog pristupa nije debata da li je bolji finansijski sistem zasnovan na bankama ili tržištu vrednosnih papira, već je bitan obim, kvalitet i dostupnost finansijskih usluga. Na kraju, pravno orijentisan pristup, koji predstavlja dopunu funkcionalnog pristupa, akcenat stavlja na poštovanje odredaba finansijskih ugovora i zaštitu prava učesnika u finansijskim transakcijama. Shodno navedenom, ključni rezultati istraživanja odnose se na identifikovanje pretpostavki koje doprinose boljem funkcionisanju finansijskog sistema i ukazivanje na činjenicu da funkcionalna interakcija banaka i tržišta vrednosnih

¹ docent, dr Milka Grbić, Univerzitet u Kragujevcu, Ekonomski fakultet, Liceja Kneževine Srbije 3, Kragujevac, Srbija, Telefon: +38134303540, e-mail: mgrbic@kg.ac.rs

² docent, dr Dejan Jovanović, Univerzitet u Kragujevcu, Ekonomski fakultet, Liceja Kneževine Srbije 3, Kragujevac, Srbija, Telefon: +38134303519, e-mail: djovanovic@kg.ac.rs

papira doprinosi njihovoj komplementarnosti i efikasnijem transferu sredstava od štednih ka investicionim subjektima.

Ključne reči: *finansijski sistem, bankarski orijentisan, tržišno orijentisan, funkcionalno orijentisan, pravno orijentisan, pristup*

JEL: *G10, G21*

Uvod

U zavisnosti od toga kome pripada vodeća uloga u finansiranju preduzeća, u razvijenim tržišnim privredama razlikuju se dva modela finansijskog sistema: tržišno orijentisan (*market-based*) i bankarski orijentisan (*bank-based*) finansijski sistem. Ovo je tradicionalni pristup klasifikacije finansijskih sistema poznat pod nazivom klasična dihotomija (Veysov & Stolbov, 2012).

Finansijski sistemi u kojima dominantnu ulogu u procesu finansiranja privredne aktivnosti ima tržište vrednosnih papira³ smatraju se tržišno orijentisanim. U ovim finansijskim sistemima postoji jaka uloga nebankarskih finansijskih institucija. Radi se o institucionalnim investitorima (investicionim fondovima, penzijskim fondovima i osiguravajućim kompanijama) koji mobilišu štednju i prikupljena sredstva plasiraju u vrednosne papire na finansijskom tržištu. S druge strane, bankarski orijentisani finansijski sistemi su oni u čijoj strukturi dominantnu ulogu imaju komercijalne banke, a manji značaj ima trgovina vrednosnim papirima. Kao tipični primeri bankarski orijentisanih finansijskih sistema izdvajaju se finansijski sistemi Nemačke i Japana, dok su SAD i Velika Britanija sinonimi za tržišno orijentisan finansijski sistem.

Pored mobilizacije i alokacije štednje, finansijski sistem obavlja kontrolu korporativnog upravljanja, obezbeđuje instrumente, alate i platforme za upravljanje rizicima u domenu finansija i pruža usluge plaćanja koje omogućavaju razmenu dobara i usluga. Navedene funkcije imaju uticaj na primarne faktore ekonomskog rasta kao što su akumulacija kapitala i tehnološke inovacije.

U finansijskoj teoriji se već duži niz godina vodi debata o tome da li bankarski ili tržišno orijentisan finansijski sistem bolje obavlja osnovne funkcije i posledično omogućava višu stopu ekonomskog rasta. Na bazi evaluacije

³ Preciznije tržište kapitala.

komparativnih prednosti i nedostataka oba modela finansijskog sistema, izgrađeni su sledeći teorijski pristupi: bankarski orijentisan pristup (*bank-based approach*), tržišno orijentisan pristup (*market-based approach*), funkcionalni pristup (*financial services approach*) i pravno orijentisan pristup (*legal-based approach*).

Imajući u vidu napred navedeno, cilj ovog rada je da se, polazeći od uloge koju finansijski sistem ima u funkcionisanju svake tržišne privrede, analiziraju prednosti i slabosti bankarski orijentisanog i tržišno orijentisanog finansijskog sistema prilikom obavljanja osnovnih ekonomskih funkcija. Radi realizacije definisanog cilja sprovedeno je istraživanje kvalitativnog karaktera. U tom smislu je, upotrebom metoda deskriptivne i komparativne analize, učinjena inovirana interpretacija relevantne naučne literature.

Bankarski orijentisan pristup

Prema bankarski orijentisanom pristupu (*bank-based approach*), koje se može označiti kao prvo ekstremno gledište, najznačajniju ulogu u finansijskom sistemu imaju banke. Efikasnost ovih institucija se posebno ogleda u: (1) mobilizaciji kapitala zahvaljujući prednostima ekonomije obima; (2) prikupljanju informacija u funkciji poboljšanja alokacije kapitala i korporativnog upravljanja i (3) upravljanju rizikom likvidnosti, što doprinosi većoj efikasnosti investicija i višem ekonomskom rastu (Levine, 2002). Smatra se da banke imaju prednost nad tržištem vrednosnih papira u ranim fazama ekonomskog razvoja kada institucionalno okruženje nije do te mere efikasno da podrži aktivnosti na tržištu vrednosnih papira.

Ističući pozitivnu ulogu banaka, ovaj pristup naglašava komparativne slabosti tržišta vrednosnih papira. Zagovornici bankarski orijentisanog finansijskog sistema nastoje da pronađu uverljive razloge koji idu u prilog tvrdnji da tržišno orijentisan finansijski sistem nije efikasan u prikupljanju informacija o postojećim i potencijalnim investicijama i u obavljanju monitoringa menadžmenta preduzeća. Konkretno, Stiglitz (1985) ističe *free-rider* problem koji je inherentan atomiziranim tržištima⁴. Budući da se na dobro razvijenom finansijskom tržištu informacije brzo šire, korist od informacija mogu da ostvare i oni koji nisu ulagali sredstva u njihovo prikupljanje. U tom slučaju,

⁴ Tržišta na kojima postoji veliki broj učesnika.

smanjuje se interesovanje pojedinačnih investitora da ulažu sredstva u istraživanje prednosti i slabosti investicionih alternativa. Tako stupa na snagu parola „neka to uradi neko drugi“. Kao rezultat toga, na nivou privrede se nedovoljno ulaže u prikupljanje informacija, što pojačava problem informacione asimetrije. Stoga, odsustvo podsticaja za identifikovanje inovativnih projekata koji podstiču ekonomski rast i praćenje poteza drugih učesnika na finansijskom tržištu rezultira neefikasnom alokacijom sredstava.

Zagovornici bankarski orijentisanog finansijskog sistema smatraju da tržište akcija nije efikasan mehanizam korporativne kontrole (Shleifer & Vishny, 1996). Naime, pretnju preuzimanja kao sredstvo korporativne kontrole takođe ometa pojava *free-rider* problema. Svako preduzeće koje je zainteresovano za preuzimanje drugog preduzeća, odnosno, potencijalni sticatelj ulaže sredstva u prikupljanje informacija. Druga preduzeća „opažaju“ informacije u momentu kada prvi potencijalni sticatelj uputi javnu ponudu za preuzimanje akcija ciljnog preduzeća. To je istovremeno podsticaj za druga zainteresovana preduzeća, koja prethodno nisu prikupljala relevantne informacije o ciljnom preduzeću, da upute javnu ponudu za preuzimanje, što uslovljava rast cena akcija ciljnog preduzeća. Potencijalni sticatelj, pored toga što je uložio sredstva da bi došao do informacija, mora da plati i višu cenu za ciljno preduzeće u odnosu na cenu koju bi platio u slučaju da druga preduzeća, koja besplatno koriste informacije, nisu mogla da daju ponude za akcije ciljnog preduzeća. Dakle, brzo širenje skupih informacija smanjuje podsticaje za pribavljanje informacija, davanje efektivnih ponuda za preuzimanje i posjedovanje kontrole nad korporativnim entitetom.

Dodatno, neefikasnost tržišta korporativne kontrole proizilazi iz činjenice da tržište akcija omogućava ciljnim preduzećima da koriste različite strategije u cilju odbrane od neprijateljske akvizicije. Jedna od strategija smanjenja vrednosti preduzeća jeste emitovanje prava ili tzv. „otrovnih pilula“ (*poison pills*) (Heron & Lie, 2015). „Otrovne pilule“ su vrednosni papiri bez prava glasa koji se izdaju postojećim akcionarima. Svojim holderima obezbeđuju određena prava pre, u toku i nakon izmena u upravljačkoj strukturi preduzeća. Cilj je da se putem smanjenja vrednosti preduzeća zapravo povećaju troškovi njegovog preuzimanja, kako bi se potencijalni „napadač“ odvratio od pokušaja neprijateljskog preuzimanja.

Opasnost od preuzimanja može se sprečiti i putem tzv. „zlatnih padobrana“ (*golden parachutes*). Zlatni padobrani su posebni sporazumi kojima se ciljno preduzeće obavezuje da isplati izrazito visoke naknade licima na najvišim upravljačkim pozicijama u preduzeću u slučaju voljnog ili nevoljnog prestanka njihovog ugovornog odnosa nakon uspešno sprovedenog postupka preuzimanja (Radović, 2008). Obaveza isplate visokih naknada članovima uprave povećava troškove preuzimanja što preduzeće čini manje atraktivnim na tržištu korporativne kontrole. Stoga, preduzeća – potencijalni sticatelji zbog poskupljenja čitave transakcije gube interes za preuzimanje. Takav razvoj događaja pogoduje neefikasnom menadžmentu preduzeća, dok tržište korporativne kontrole kao sredstvo disciplinovanja neefikasnih članova uprave gubi na značaju.

Na kraju, kao nedostatak tržišno orijentisane strukture finansijskog sistema, navodi se da likvidno finansijsko tržište uslovljava pojavu investicione kratkovidnosti (Beck et al., 2001). Budući da na likvidnim tržištima investitori mogu bez većih troškova da prodaju akcije, oni su manje motivisani za rigorozniji monitoring menadžmenta preduzeća.

Tržišno orijentisan pristup

Drugi ekstremni pristup (*market-based approach*) naglašava pozitivnu ulogu tržišta vrednosnih papira u obavljanju funkcija finansijskog sistema i podsticanju ekonomskog rasta. Konkretno, i razvijeno i likvidno tržište kapitala omogućavaju transfer vlasništva tokom trajanja investicije i na taj način ohrabruje investitore da ulažu u projekte sa dužim rokom dospeća i višim prinom. Pored toga, utrživi vrednosni papiri omogućavaju kvalitetnije upravljanje rizikom.

Dodatni argumenti u korist tržišno orijentisanog sistema izvide se uglavnom iz slabosti finansijskog sistema zasnovanog na bankama. Najpre, banke u procesu finansiranja preduzeća imaju pristup informacijama koje nisu dostupne drugim potencijalnim zajmodavcima. Insajderske informacije⁵ povećavaju pregovaračku moć banaka, dajući im mogućnost prisvajanja većeg iznosa informacione rente od zajmoprimaca (Beck et al., 2001). U tom smislu, banke

⁵ Na primer, podatak o očekivanom budućem profitu preduzeća.

moгу izvući nesrazmerno veliki deo profita od preduzeća. To demotiviše preduzeća da preduzimaju visokorizične i profitabilne investicije.

Allen i Gale (1999) primećuju da banke, pored toga što sa svojim klijentima uspostavljaju dugoročan odnos koji doprinosi smanjenju troškova prikupljanja informacija i povećanju njihovog kvaliteta, ipak mogu biti neefiksane u određenim okolnostima. Ovaj problem se generalno javlja kada je u pitanju finansiranje razvoja nove industrije⁶ ili novih tehnologija u postojećoj industrijskoj grani. Menadžeri banka su posebno oprezni imajući u vidu kompleksnost evaluacije inovativnih projekata. Odluku o finansiranju inovativnog projekta je teško doneti bez odgovarajuće ekspertize. Usled nemogućnosti pravilnog predviđanja prinosa, često izostaje pravilna procena neto sadašnje vrednosti projekta.

Banke, uglavnom, karakteriše inherentna sklonost ka finansiranju niskorizičnih, samim tim i niskoprinosnih projekata. Primarni cilj banaka je sigurnost prinosa, te tako inovativni i rizičniji projekti sa višim prinosom ostaju nerealizovani. Na taj način, bankarski orijentisan finansijski sistem može da uspori razvoj tehnoloških inovacija i ekonomski rast (Morek & Nakamura, 1999). U prilog tome govori istraživanje na primeru Japana (Weinstein & Yafeh, 1998), u kojem se zaključuje da preduzeća sa glavnom bankom koja imaju lakši pristup kapitalu koriste konzervativne strategije sporog rasta i ne rastu brže od preduzeća bez glavne banke. Takođe, preduzeća sa glavnom bankom ostvaruju niže profite, što je konzistentno sa tvrdnjom da moćne banke izvlače značajan iznos informacione rente po osnovu kreditnog odnosa sa preduzećem.

Jednim od nedostataka finansiranja projekata putem bankarskih kredita smatra se nedoslednost banaka u poštovanju odredaba kreditnog ugovora. S tim u vezi, banke su sklone da izvrše preformulaciju ugovora tokom perioda otplate kredita, a naročito u slučajevima ponovnog ugovaranja kredita (*loan renegotiation*). Takođe se tvrdi da u toku dugoročne saradnje sa klijentima-preduzećima, banka stiče ogroman uticaj na preduzeće koji može biti zloupotrebljen u smislu da se menadžment banke može naći u ulozi efektivnih

⁶ Tržišno orijentisane privrede, kao što je Velika Britanija tokom XIX veka i SAD tokom XX veka, bile su uspešnije u razvoju novih industrija u odnosu na bankarski orijentisane privrede (Nemačka i Japan). Razvoj železnice u Velikoj Britaniji, automobilske industrije, industrije komercijalnog vazduhoplovstva, kompjutera i biotehnologije u SAD, finansirani su putem tržišta kapitala.

vlasnika preduzeća. Na primeru Nemačke, Wenger i Kaserer (1998) pokazuju da banke ne samo da imaju moć korporativne kontrole nad preduzećima kao njihovi veliki kreditori, već imaju i pravo glasa po osnovu akcija velikog broja malih akcionara.

Takođe, banke u dosluhu sa menadžmentom preduzeća mogu preduzimati izvesne nedolične radnje (kao što je lažiranje finansijskih izveštaja), što stavlja u neravnopravan položaj konkurenciju, slabi efikasnost korporativne kontrole, smanjuje mogućnost osnivanja novih preduzeća i dovodi u pitanje efikasnost finansijskog sistema. Stoga, zagovornici tržišno orijentisanog finansijskog sistema tvrde da finansijsko tržište smanjuje neefikasnosti karakteristične za banke, stimuliše osnivanje novih preduzeća i olakšava privlačenje kapitala za proširenje poslovanja (Beck et al., 2001).

Apostrofiranje prednosti i nedostataka tržišno i bankarski orijentisanog finansijskog sistema implicitno navodi na zaključak da između ova dva načina organizacije finansijskog sistema postoji određeni „*trade off*“ (Allan & Gale, 1997). Preciznije, banke i tržište vrednosnih papira smatraju se supstitutivnim izvorima finansiranja privredne aktivnosti. U skladu s tim, može se zaključiti da se jedan element finansijskog sistema (bankarski sektor), razvija na račun drugog (tržišta vrednosnih papira) i obrnuto.

Funkcionalno orijentisan pristup

U literaturi su, međutim, prisutni stavovi prema kojima suprostavljanje bankarski orijentisanog i tržišno orijentisanog sistema ne predstavlja pravilan pristup u razumevanju uloge i značaja finansijskog sistema u procesu ekonomskog rasta. Gledište usmereno na funkcije koje obavlja finansijski sistem (*financial services approach*) naglašava da banke i tržište vrednosnih papira pružaju različite i međusobno komplementarne usluge koje imaju pozitivne implikacije na ekonomski rast. Stoga je od suštinskog značaja ukupan obim, kvalitet i dostupnost finansijskih usluga, a ne način organizacije finansijskog sistema.

Brojni autori pripisuju ogromnu moć informacijama sadržanim u bankarskim ugovorima o kreditu. Efikasnost banaka u procesu prikupljanja i obrade informacija prilikom skrininga i monitoringa preduzeća (zajmoprimaca) ima nesumnjiv značaj za razvoj i funkcionisanje tržišta kapitala. Odlukom o

odobranju kredita ili obnavljanju ugovora o kreditu banka šalje pozitivne signale široj investicionoj javnosti o kvalitetu svojih dužnika, posebno kada se radi o mladim i malim preduzećima koja nemaju izgrađenu reputaciju (Diamond, 1991). Dodatno, malim preduzećima u nastajanju banke omogućavaju fazno finansiranje, gde mogućnost korišćenja novog finansiranja zavisi od uspeha prethodne faze čime se delimično rešava problem nepostojanja kolaterala koji je karakterističan za novoosnovana preduzeća (Stulz, 2000). Sticanje reputacije omogućava da preduzeća kasnije u svom životnom ciklusu pribave dodatna sredstva kroz druge izvore finansiranja, kao što je emisija dužničkih vrednosnih papira.

Javno objavljen ugovor o kreditu, praktično, ima efekte najave (*announcement effects*). S tim u vezi, u literaturi se često raspravlja o reakcijama tržišta akcija na informacije iz javno objavljenih kreditnih ugovora preduzeća. James (1987) tvrdi da takve informacije imaju pozitivan uticaj na stopu prinosa na akcije određenog preduzeća. Nakon objavljivanja ugovora o kreditu, kada se otkriju informacije koje su bile skupe ili potpuno nedostupne, vlasnici akcija mogu privremeno (najviše u roku od dva dana) da ostvare pozitivan ekscesni ili abnormalni prinos na svoju aktivu.

Intenzitet pozitivnih efekata razlikuje se u zavisnosti od toga da li banka zajmoprimcu prvi put odobrava kredit ili je obnovljen raniji ugovorni odnos. Lummer i McConnell (1989) nalaze da je pozitivan informacioni efekat veći ukoliko preduzeće produži raniji ugovorni odnos sa bankom. To znači da su za investitore na tržištu kapitala važnije informacije generisane kroz aktivnosti monitoringa koji se odvija tokom trajanja kredita nego one iz procesa skrininga koji prethodi odobranju kredita. Takođe, informacioni efekat ugovora o kreditu na cenu akcija zavisi i od veličine preduzeća i kvaliteta banke (Slovin et al., 1992; Billet et al., 1995). S obzirom da za velika preduzeća ima više javno dostupnih informacija, samim tim je i ekscesni pozitivni prinos na akcije niži. Nasuprot tome, kreditni ugovori manjih preduzeća otkrivaju više insajderskih informacija, te je u skladu s tim ekscesni pozitivni prinos na akcije viši. Takođe, ukoliko je zajmodavac relativno superiorniji u pogledu sposobnosti skrininga i monitoringa zajmoprimca, kvalitetnije su i informacije koje sadrži ugovor o kreditu.

Banke mogu poslati i negativne signale na tržište kapitala u slučaju kada donesu odluku da izvrše prodaju kredita (*loan sales*) (Dahiya et al., 2003). Takav način raskida kreditnog odnosa sa preduzećem prenosi negativne informacije koje ukazuju na određene teškoće u poslovanju, mogućnost stečaja ili druge promene u poslovanju i vlasničkoj strukturi preduzeća.

Komercijalne banke, pored toga što indirektno doprinose funkcionisanju tržišta kapitala, mogu biti i neposredni učesnici na tržištu u ulozi pokrovitelja emisije vrednosnih papira (Drucker & Puri, 2007). U poređenju sa investicionim bankama, komercijalne banke na tržištu kapitala mogu ostvariti određene prednosti. Prvo, privilegovane ili insajderske informacije koje banka prikuplja u procesu kreditiranja, veoma su korisne prilikom pokroviteljstva javne ponude vrednosnih papira. Stoga, u poređenju sa investicionim bankama koje ne prikupljaju informacije putem kreditne aktivnosti, komercijalne banke automatski imaju niže troškove proizvodnje informacija. Ova prednost omogućava komercijalnim bankama da generišu dodatne informacije i u skladu s tim preciznije utvrde vrednost preduzeća koje emituje vrednosne papire. Drugo, komercijalne banke ostvaruju prednosti ekonomije opsega, budući da iste inpute (informacije) koriste prilikom pružanja različitih usluga, prvenstveno u slučaju kreditiranja i pokroviteljstva emisije vrednosnih papira. Ukoliko preduzeće koristi svoju kreditnu banku kao pokrovitelja emisije vrednosnih papira, tada plaća nižu naknadu za usluge pokroviteljstva (*underwriting fee*).

S druge strane, utvrđeno je da funkcionisanje tržišta akcija pozitivno utiče na kreditnu aktivnost banaka. Demirgüç-Kunt i Maksimovic (1996) su dokazali da u zemljama u razvoju inicijalni razvoj tržišta akcija doprinosi proširenju poslovanja banaka. Posmatrajući finansijsku strukturu preduzeća zaključili su da akcionarska preduzeća povećavaju finansijski leveridž zaduživanjem kod banaka sve dok je procenat prinosa na sopstvena sredstva viši u odnosu na procenat prinosa na ukupna sredstva. U tom slučaju, pozitivna razlika između poslovnog dobitka i fiksnih troškova koje preduzeće plaća na pozajmljena sredstva, odražava se na povećanje dobiti koja ostaje preduzeću, odnosno njegovim vlasnicima.

Song i Thakor (2010) ukazuju da banke i tržište vrednosnih papira imaju različite komparativne prednosti i da se nalaze u konkurentskom odnosu jedino kada se ova dva izvora finansiranja posmatraju izolovano jedan od drugog.

Autori tvrde da postoji pozitivna povratna sprega između bankarskog sektora i tržišta kapitala. S jedne strane, interakcijski odnos banaka i tržišta kapitala ostvaruje se putem sekjuritizacije kredita. Tehnika sekjuritizacije omogućava bankama da nelikvidnu aktivu po osnovu izdatih kredita transformišu u utržive vrednosne papire i dođu do novca pre isteka roka dospeća odobrenih kredita. Efikasnost banaka u procesu kreditne analize utiče na povećanje poverenja investitora u kreditni kvalitet sekjuritizovanih vrednosnih papira. Ulaganje u sekjuritizovane vrednosne papire ima za posledicu poboljšanje likvidnosti i porast veličine tržišta kapitala. S druge strane, razvijeno tržište kapitala podrazumeva niže troškove pribavljanja kapitala. Zahvaljujući tome, banke mogu odlučiti da preuzmu veći kreditni rizik, odnosno, da odobre rizičnije zajmove, jer su u prilici da, u skladu sa kapitalnim zahtevima, obezbede relativno viši nivo sopstvenog kapitala uz niže troškove. Na taj način, razvoj tržišta kapitala dovodi do povećanja kreditnih plasmana banaka. Dakle, evolucija banaka podstiče razvoj tržišta kapitala, dok istovremeno razvoj tržišta kapitala podstiče razvoj bankarskog sektora. Koevolutivni proces i uzajamna interakcija banaka i tržišta kapitala dozvoljava da prednosti jednog elementa finansijskog sistema budu dobar podsticaj za razvoj drugog. Drugim rečima, izbalansiran odnos banaka i tržišta kapitala u finansijskom sistemu doprinosi njihovoj komplementarnosti i efikasnijem transferu sredstava od štednih ka investicionim subjektima (Saillard & Url, 2013).

Brojne studije su koncentrisane na poređenje Nemačke i Japana kao bankarsko orijentisanih finansijskih sistema s jedne strane, i Velike Britanije i SAD-a kao tržišno orijentisanih sistema, s druge strane. S obzirom da ne postoji značajna razlika u stopi ekonomskog rasta između ovih ekonomija, nije otkrivena superiornost strukture finansijskog sistema nad ostalim faktorima rasta. Sve četiri zemlje imaju sofisticirane finansijske sisteme i visoku stopu ekonomskog rasta. Ono što je važno jeste činjenica da specifična struktura finansijskog sistema jedne zemlje ne dovodi do znatno više stope rasta u odnosu na alternativne strukture (Allen et al., 2010).

Zagovornici pristupa usmerenog na finansijske usluge slažu se u stavu da ne treba ulagati napore u traženje odgovora na pitanje da li je bolje da u strukturi finansijskog sistema relativno veći udeo pripada komercijalnim bankama ili tržištu vrednosnih papira. Ono na šta treba usmeriti pažnju je kreiranje

ambijenta koji doprinosi boljem funkcionisanju i kvalitetu usluga finansijskog tržišta i finansijskih posrednika (Dolar & Meh, 2002).

Pravno orijentisan pristup

Finansijska teorija, takođe, ističe i pravno orijentisan pristup (*legal-based approach*), koji akcenat stavlja na poštovanje odredaba finansijskih ugovora i zaštitu prava učesnika u finansijskim transakcijama. To su pretpostavke koje doprinose boljem funkcionisanju finansijskog sistema. Ovaj pristup predstavlja prošireni funkcionalno orijentisan pristup.

Naime, uticajna grupa autora u svojim istraživanjima (La Porta et al., 1997, 1998) u potpunosti odbacuje analitičku vrednost rasprave o važnosti strukture finansijskog sistema i predlažu pravno orijentisan pristup. Autori tvrde da finansije predstavljaju skup ugovora koji su definisani na osnovu zakonskih odredaba i mehanizama sprovođenja, čija efikasnost zavisi od efikasnosti ukupnog pravnog sistema. Efikasan pravni sistem osigurava visok stepen zaštite investitora, usled čega se povećava njihova spremnost da finansiraju projekte. Iz ove perspektive, pravni sistem olakšava funkcionisanje finansijskog tržišta i finansijskih posrednika, povećava efikasnost alokacije resursa i ekonomski rast.

Brojne studije, takođe potvrđuju da brži ekonomski rast postižu ekonomije u kojima pravni sistem efikasnije štiti prava investitora i koje su dostigle viši nivo razvoja finansijskog sistema (Beck et al., 2001; Graff, 2008, 2012). U ekonomijama u kojima je pristup eksternim izvorima finansiranja lakši, performanse industrijskih grana su bolje i veće su mogućnosti za osnivanje novih preduzeća. Dakle, umesto fokusiranja na strukturu finansijskog sistema, kreatori ekonomske politike pažnju treba da usmere na politike zaštite prava investitora i povećanja efikasnosti sprovođenja ugovora (Ndikumana, 2003). To dalje omogućava razvoj banaka i tržišta vrednosnih papira i smanjenje transakcionih i informacionih troškova.

Početak XXI veka u okviru jednog opsežnog istraživanja (Demirgüç-Kunt & Levine, 2001, prema Grbić, 2013) analizirane su razlike u veličini, aktivnosti i efikasnosti segmenata finansijskog sistema (banaka, drugih finansijskih institucija i tržišta akcija) između različitih dohodovnih grupa zemalja. Takođe, ispitane su pravne, regulatorne i političke determinante strukture finansijskog sistema. Rezultati ovog istraživanja sumirani su u nekoliko zaključaka:

- Banke, nebankarske finansijske institucije i tržište akcija su veći, aktivniji i efikasniji u zemljama sa višim nivoom nacionalnog dohotka, što znači da su finansijski sistemi tih zemalja u proseku razvijeniji.
- U zemljama sa visokim dohotkom, tržište akcija postaje aktivnije i efikasnije u odnosu na banke, što znači da nacionalni finansijski sistem postaje tržišno orijentisan kako privreda postaje razvijenija. Jedno od novijih istraživanja (Demirgüç-Kunt et al., 2012), svedoči o tome da sa razvojem privrede korelacija između marginalnog povećanja ekonomske aktivnosti i razvoja banaka opada, dok korelacija marginalnog rasta ekonomske aktivnosti i razvoja tržišta vrednosnih papira raste.
- Zemlje sa anglosaksonskim pravnim sistemom, jakom zaštitom prava akcionara i kreditora, dobrom računovodstvenom regulativom, niskim nivoom korupcije i eksplicitnim osiguranjem depozita, imaju tendenciju da budu više tržišno orijentisane.
- Zemlje sa kontinentalnim pravnim sistemom, slabom zaštitom prava akcionara i kreditora, nepoštovanjem ugovora i računovodstvenih standarda, visokim nivoom korupcije, restriktivnom bankarskom regulativom i visokom inflacijom, imaju relativno nerazvijen finansijski sistem.

U celini posmatrano, razvoj finansijskog sistema podržan efikasnim pravnim okvirom, između ostalog, predstavlja osnovu za prosperitet privrede. To podrazumeva sinergetski efekat funkcionalne skladnosti finansijskog tržišta, finansijskih institucija i instrumenta i efikasne pravne zaštite učesnika u finansijskim transakcijama.

Zaključak

Finansijska teorija pokušava da sa različitih stanovišta objasni specifičnu ulogu finansijskog sistema u procesu ekonomskog rasta. Stoga je procena uloge pojedinih segmenta finansijskog sistema (bankarskog sektora i tržišta vrednosnih papira) izvršena kroz sistematizaciju različitih teorijskih gledišta. Bankarski orijentisan pristup daje prioritet bankama, jer su one, zahvaljujući efektima ekonomije obima, efikasnije u procesu mobilizacije štednje. Njihova efikasnost se dodatno ogleda u prikupljanju informacija u funkciji poboljšanja alokacije kapitala i korporativnog upravljanja, odnosno, sposobnosti izbegavanja *free-rider* problema. S druge strane, zagovornici tržišno orijentisanog finansijskog sistema tvrde da tržište vrednosnih papira obezbeđuje finansijske usluge koje su

ključne za podsticanje inovacija i dugoročnog ekonomskog rasta. Konkretno, razvijeno i likvidno tržište kapitala omogućava transfer vlasništva nad finansijskom aktivom i na taj način ohrabruje investitore da ulažu u projekte sa dužim rokom dospeća i višim prinosom. Pored toga, utrživi vrednosni papiri omogućavaju kvalitetnije upravljanje rizikom.

Za razliku od prethodno navedenih pristupa, koji banke i tržište vrednosnih papira smatraju supstitutivnim načinima transfera štednje u investicije, funkcionalno orijentisan pristup naglašava njihovu ravnopravnu ulogu u mobilizaciji štednje, alokaciji resursa u najproduktivnije investicije, vršenju korporativne kontrole i upravljanju rizicima. Poseban akcenat se stavlja na kvalitet finansijskih usluga koje obezbeđuje finansijski sistem. Pri tome se ističe da banke i tržište vrednosnih papira pružaju međusobno komplementarne finansijske usluge. S obzirom da je krajnji cilj postojanja banaka i tržišta vrednosnih papira isti, oni iste funkcije obavljaju na različite načine.

Takođe, u literaturi se izdvaja i pravno orijentisan pristup, koje akcenat stavlja na poštovanje odredaba finansijskih ugovora i zaštitu prava učesnika u finansijskim transakcijama. To su pretpostavke koje doprinose boljem funkcionisanju finansijskog sistema. Po ovom gledištu, obim i kvalitet finansijskih usluga primarno zavisi od nivoa razvijenosti finansijskog sistema, a ne od njegove strukture. S tim u vezi, stopa ekonomskog rasta zavisi od raspoloživosti finansijskih proizvoda i efikasnosti finansijskih posrednika i tržišta vrednosnih papira u pružanju finansijskih usluga.

Literatura

1. Allen, F. & D. Gale (1999). Diversity of Opinion and Financing of New Technologies. *Journal of Financial Intermediation*, 8, 68-89.
2. Allen, F. & Gale, D. (1997). Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing. *Journal of Political Economy*, 105, 523-546.
3. Allen, F., Capie, F., Fohlin, C., Miyajima, H., Sylla, R., Wood, G. & Yafeh, Y. (2010). How Important Historically Were Financial Systems for Growth in the U.K., U.S., Germany, and Japan? http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1701274
4. Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2001). The Financial Structure Database. In *Financial Structure and Economic Growth: A*

- Cross-Country Comparison of Banks, Markets and Development*, Edited by Aslō Demirgüç-Kunt and Ross Levine, The MIT Press, 17-80.
5. Billett, M., Flannery, M., & Garfinkel, J. (1995). The effect of lender identity on a borrowing firm's equity return. *Journal of Finance*, 50, 699-718.
 6. Dahiya, S., Puri, M., & Saunders, A. (2003). Bank borrowers and loan sales: New evidence on the uniqueness of bank loans. *Journal of Business*, 76, 563-582.
 7. Demirgüç-Kunt, A. & Maksimovic, V. (1996). Stock market development and firms' financing choices. *World Bank Economic Review*, 10, 341-369.
 8. Demirguc-Kunt, A., Feyen, E., Levine, R. (2012) The Evolving Importance of Banks and Securities Markets, NBER *Working Paper* No. 18004
 9. Diamond, D. W. (1991). Monitoring and Reputation: The Choice Between Bank Loans and Directly Placed Debt. *Journal of Political Economy*, 99, 689-721.
 10. Dolar, V., & Meh, C. (2002). Financial Structure and Economic Growth: A Non-Technical Survey. *Working Paper* No 2002-24, Bank of Canada.
 11. Drucker, S., & Puri, M. (2007). Banks in Capital Markets. Empirical Corporate Finance, In E. Eckbo (ed.). *Handbooks in Finance* (189–232). Amsterdam: North-Holland Publishers.
 12. Graff, M. (2008). Law and Finance: Common Law and Civil Law Countries Compared – An Empirical Critique. *Economica*, 75, 60-83.
 13. Graff, M. (2012). Legal Origin and Financial Development: New Evidence and Old Claims. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 3(3), 164-166.
 14. Grbić, M. (2013). Uticaj strukture finansijskog sistema na ekonomski rast. *Računovodstvo*, br. 5-6, 93-101.
 15. Heron, R. A., & Lie, E. (2015). The effect of poison pill adoptions and court rulings on firm entrenchment. *Journal of Corporate Finance*, 35, 286–296.

16. James, C. (1987). Some evidence on the uniqueness of bank loans. *Journal of Financial Economics*, 19, 217-235.
17. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & A. Shleifer (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6): 1113–1155.
18. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, 52, 1131–1150.
19. Levine, R. (2002). Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?, *Journal of Financial Intermediation*, 11. 398-428.
20. Lummer, S. & McConnel, J. (1989). Further Evidence on the Bank Lending Process and the Capital Markets Response to Bank Loan Agreements. *Journal of Financial Economics*, 25, 99-122
21. Morck, R. & Nakamura, M. (1999). Banks and Corporate Control in Japan. *Journal of Finance*, 54, 319-340.
22. Ndikumana, L. (2003). Financial Development, Financial Structure, and Domestic Investment: International Evidence, Political Economy Research Institute, *Working Paper 16*.
23. Radović, V. (2008). Zlatni padobrani, korporativno upravljanje i tržište korporativne kontrole. *Pravo i privreda*, br. 1-4, 40-60.
24. Saillard, A., & Url, T. (2013). Measuring and Testing Complementarity and Co-evolution in Financial Systems. WIFO *Working Papers* No. 457.
25. Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1996). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94, 461-488.
26. Slovin, M., Johnson, S., & Glascock, J. (1992). Firm size and the information content of bank loan announcements. *Journal of Banking and Finance*, 16, 1057-1071.
27. Song, F., & Thakor, V. (2010). Financial System Architecture and the Co-evolution of Banks and Capital Markets. *The Economic Journal*, 120, 1021-1055.
28. Stiglitz, J. E. (1985) Credit Markets and the Control of Capital. *Journal of Money, Credit and Banking*, 17, 133-152.
29. Stulz, R. M. (2000). Financial Structure, Corporate Finance and Economic Growth, *International Review of Finance*, 1(1). 11-38.

30. Veysov, A., & Stolbov, M. (2012). Financial System Classification: From Conventional Dichotomy to a More Modern View. *MPRA Paper* No. 40613.
31. Weinstein, D. E. & Yafeh, Y. (1998). On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan. *Journal of Finance*, 53, 635-672.
32. Wenger, E. & Kaserer, C. (1998). The German system of corporate governance: a model which should not be imitated. In: *Competition and Convergence in Financial Markets: The German and Anglo-American Models*, Eds: Black, S.W. and Moersch, M., North – Holland Press, New York: 41-78.

COMPARATIVE FINANCIAL SYSTEMS: IMPLICATIONS FOR ECONOMIC GROWTH

Milka Grbić⁷, Dejan Jovanović⁸

Abstract

The main goal of the research in this paper is to, starting from the role that financial system has in operating of every market economy, analyze the strengths and failures of a bank-based and market-based financial system when performing basic economic functions. In order to achieve the defined goal, a qualitative research was conducted. In this sense, an innovative interpretation of the relevant scientific literature was made using descriptive and comparative analysis methods. The paper examines four approaches that represent a critical analysis of the role and importance of banks and the securities market – bank-based, market-based, financial services and legal-based approach. Emphasizing the positive role of banks, the bank-based approach highlights the comparative failures of the securities market. On the other hand, the market-

⁷ Milka Grbić, PhD, Assistant professor, University of Kragujevac, Faculty of Economics, Liceja Kneževine Srbije 3, Kragujevac, Republic of Serbia, Telefon: +38134303540, E-mail: mgrbic@kg.ac.rs

⁸ Dejan Jovanović, PhD, Assistant professor, University of Kragujevac, Faculty of Economics, Liceja Kneževine Srbije 3, Kragujevac, Republic of Serbia, Telefon: +38134303519, E-mail: djovanovic@kg.ac.rs

based view highlights the advantages of the securities market, while at the same time emphasizing the failures of banks in performing their basic functions. However, the focus of a financial services approach is not the debate over whether a better financial system is based on banks or the securities market, but the extent, quality and availability of financial services is important. Finally, the legal-based approach, which represents addition to the financial services approach, emphasizes compliance with the provisions of financial contracts and the protection of the rights of participants in financial transactions. Accordingly, the key research findings relate to identifying assumptions that contribute to the better functioning of the financial system and to pointing out that the functional compatibility of banks and securities markets contributes to their complementarity and more efficient transfer of funds from savings towards investment entities.

Keywords: *financial system, bank-based, market-based, functionally-based, legally-based, approach*

Datum prijema (Date recieved): 18.11.2019.

Datum prihvatanja (Date accepted): 20.03.2020.

ŠPANSKO EKONOMSKO ČUDO OD 1959. DO 1973. GODINE

Rajko Petrović¹

doi:10.5937/Oditor2001063P

Pregledni rad

UDK:

330.341.424(460)"1959/1973"

Rezime

U ovom radu ćemo analizirati efekte jednog od najznačajnijih ekonomskih poduhvata na tlu Evrope nakon Drugog svetskog rata. Reč je o nizu mera za oporavak posrnule španske privrede koje se u ekonomskoj teoriji zbirno nazivaju „špansko ekonomsko čudo“. Španija je nakon Španskog građanskog rata, a potom i Drugog svetskog rata bila nerazvijena i osiromašena zemlja, te u političkom i ekonomskom smislu zatvorena za inostranstvo. Širok niz reformi inicirao je španski diktator Fransisko Franko, dok su ih u praksi sprovodile tzv. tehnokrate. Rezultati na privrednom planu su bili vrlo povoljni, ali su zaustavljeni izbijanjem naftne krize 70-ih. Zaključak je da su reforme rezultirale snažnom industrijalizacijom zemlje, otvaranjem ka evropskom i svetskom tržištu, razvojem turističkih potencijala Španije, te stvaranjem snažnog srednjeg sloja stanovništva. U radu ćemo se koristiti metodom studije slučaja, komparativnom metodom i statističkom analizom.

Ključne reči: Španija, ekonomsko čudo, industrijalizacija, turizam, naftna kriza

JEL: O14

Uvod

Nakon što je okončan četvorogodišnji građanski rat, Španija se 1939. godine našla u teškoj ekonomskoj i demografskoj situaciji. Ekonomske posledice rata su bile očigledne - značajno je opala privredna produktivnost, Španija je u trgovinskom smislu bila izolovana, zavladao je glad među posleratnim generacijama, socijalna situacija uopšte je bila izuzeto teška s obzirom da dobar deo španske radne snage privreda nije ni koristila. Visina prihoda iz 1936. godine tek je dostignuta tokom 50-ih godina. Tako je prosečan dohodak Španaca tokom 40-ih godina iznosio svega 35% britanskog. Uopšteno posmatrano, Španija dugo vremena nakon građanskog rata nije uspela da se

¹ Rajko Petrović, M.A., istraživač-pripravnik, Institut za evropske studije, Beograd, Telefon: +381 60 31 71 992, E-mail: rajko.petrovic@ies.rs

vratiti na nivo razvoja iz 20-ih ili 30-ih godina kada je ova zemlja hvatala priključak za najrazvijenijim ekonomijama (Galiana Richart, 2017).

U ekonomskom smislu, Španija je i nakon Drugog svetskog rata bila tipična autarkija. Dakle, frankistička Španija je u svojim počecima bila zasnovana na ideji ekonomske samodovoljnosti, odnosno doslednom sprovođenju protekcionističkih mera prema ostalim ekonomijama (Biescas Ferrer, 1989). Politička pozicija Španije na evropskom i svetskom nivou dodatno je kočila špansku ekonomiju. Tako je Španiji uskraćeno pravo da bude članica Ujedinjenih nacija, Francuska je 1946. godine zatvorila svoje granice sa Španijom, uz koju su i Sjedinjene Američke Države i Engleska bile žestoko protiv frankističkog režima. Rezultat toga je bila španska ekonomija koja je bila potpuno izolovana od međunarodnog tržišta. Španska poljoprivreda i industrija jedva da su uspešno zadovoljavale minimalne uslove za funkcionisanje domaće privrede. Inflacija je bila visoka, a pokušaj njenog suzbijanja politikom „jeftinog novca“ imao je krajnje negativne posledice, poput uništavanja konkurentnosti španskih proizvoda (Galiana Richart, 2017).

Privreda zasnovana na snažnoj državnoj intervenciji u javnim poslovima, intervenciji u visinama cena i ekspanzivnoj monetarnoj politici morala je završiti u krizi, što se i desilo 1957. godine. Kriza se očitavala kroz tri sistemska problema: ozbiljno visoku inflaciju, nedostatak rezervi i ozbiljno narušen platni bilans. Rezerve Španske banke (Banco de España) su još 1955. godine bile drastično redukovane, a Španiji je pretilo proglašenje bankrota. Španska vlada je pokrenula širok program industrijalizacije sa ciljem da zaustavi dalji tok krize, ali su joj sve više nedostajala sredstva za finansiranje tog programa (Galiana Richart, 2017).

Tehnokrate kao nosioci „čuda“

Snažna ekonomska kriza iz 1957. godine naterala je, pre svega, tadašnjeg neprikosnovenog vladara Španije Fransiska Franka (Francisco Franco) da raskine se starom politikom autarkije, te da na najodgovornije državne položaje vezane za ekonomiju i privredu dovede stručnjake. Ti stručnjaci progresivnih ideja su poznati pod imenom tehnostrate (tecnocracia). Njih su predvodili ministar finansija Navaro Rubio (Navarro Rubio), ministar trgovine Uljastres Kalvo (Ullastres Calvo), te novi komesar za izradu planova razvoja Lopes Rodo (López Rodó). Tehnostrate su imale snažnu podršku i Luisa Karera Blanka (Luis Carrero Blanco), jednog od najbližih Frankovih saradnika. Pred njih je stavljen zadatak da liberalizuju špansku privredu, postepeno je otvore ka svetu, te da obezbede normalno funkcionisanje španske privrede i države u celini. To je, pre svega, trebalo postići tehnološkim inovacijama (Cañellas Mas, 2006).

Tehnokrate su dolazile iz redova visoke civilne i vojne administracije, te sa univerziteta, iz banaka i korporacija. Prosečnog tehnokratu su odlikovali štedljivost, individualizam, preduzetništvo, ali i entuzijazam i posvećenost javnom redu. Opisivani su kao ljudi koji su na usluzi državi, zaokupljeni praktičnim problemima (López Torrijos, 2016).

Posebno je zanimljiva veza između rimokatoličke organizacije Opus Dei i ekonomske modernizacije Španije. Mnoge španske tehnokrate su bili pripadnici Opus Deia i u svojim modernizacijskim poduhvatima u španskoj privredi su se služili ekonomskom etikom i uopšteno pogledima na svet ove organizacije. Premda Rimokatolička crkva kroz svoju istoriju nije negovala liberalne ekonomske ideje, Opus Dei je njihovu primenu u tadašnjoj Španiji smatrao neophodnom kako bi se omogućio opstanak frankističkog režima koji je za njih bio prihvatljiv. To je značilo sprovođenje ekonomske modernizacije, birokratske racionalizacije i međunarodne ekonomske integracije Španije. Tako su pripadnici ove organizacije bili Lopes Rodo, Navaro Rubio i mnoge druge istaknute tehnokrate (Casanova, 1983).

Plan za stabilizaciju: industrijalizacija Španije

Godine 1959. Španija usvaja čuveni Plan za stabilizaciju (Plan de Estabilización) koji je označio kraj perioda autarkije i početak razvoja španskog kapitalizma. Španija se otvara ka međunarodnom tržištu i, što je vrlo važno, postaje član najvažnijih međunarodnih ekonomskih institucija kao što su MMF, Svetska banka, OECE i GATT (Biescas, 1989).

Plan za stabilizaciju je bio najznačajniji ekonomski poduhvat u doba frankizma i jedan od tri najznačajnija u istoriji Španije tokom XX veka. Sa njim se po opsegu i značaju jedino mogu porediti Dogovori iz Monkole (1977) i ulazak u Evropsku zajednicu (1986). Uz podršku MMF-a i OECE-a Španija kao cilj plana postavlja normalizaciju španske ekonomije kroz liberalizaciju sopstvenog tržišta i pronalaženje ravnoteže između uvoza i izvoza. Plan je, suštinski, zahtevao strukturne reforme. Saniranje javnog budžeta, zamrzavanje plata i stroga monetarna politika bili su neki od prvih reformskih koraka. Takođe, stvoren je novi sistem razmene, dolazi do povećanja uvoza strane robe, do porasta stranih investicija, kao i do konvertibilnosti španske valute pesete 1961. godine (još 1958. godine Španska banka je postala članica Svetske banke). U skladu sa bretonvudskim normama, na kojima je počivao međunarodni monetarni sistem, formiran je paritet španske valute u odnosu vrednosti 1 američkog dolara od 60 španskih peseti (Pérez y Blasco, 2007).

Kada je reč o liberalizaciji stranih kapitalnih investicija u španskim kompanijama, Plan za stabilizaciju je imao za cilj povećanje kapitala istih u

Španiji. Ubrzo je učešće stranih investicija u španskom korporativnom kapitalu dostiglo 50%. Suštinski, strana ulaganja su se delila u dve kategorije – ulaganja u kompanije koje su se smatrale prioriternim za modernizaciju i ulaganja u one u kojima se izgrađivala infrastruktura (Pérez y Blasco, 2007).

Važnu ulogu u ekonomskim reformama Španije imao je Nacionalni institut za industriju (Instituto Nacional de Industria – INI). Industrijalizacija zemlje, koja je u tom pogledu prilično kaskala za razvijenom Evropom, bila je jedan od najznačajnijih segmenata „španskog ekonomskog čuda“. U oblasti industrije dolazi do promene orijentacije od autarkije i politike intervencionizma ka liberalizaciji, investicijama i većoj ulozi privatnog sektora. Period od 1959. do 1962. godine možemo označiti kao tranzicioni i tokom njega je INI bio daleko aktivniji i preduzimljiviji, s obzirom da su sve inicijative poticale od njega, te je snažno intervenisao u industrijsku proizvodnju. Kasnije, država sve više insistira na razvoju privatnih preduzeća u ovoj oblasti, a INI se sve više povlači iz tutorstva nad njima (Martín-Aceña, 2013).

Tokom 60-ih godina španska ekonomija ulazi u potpuno novu razvojnu etapu. Zahvaljujući ekonomskoj i socijalnoj modernizaciji dolazi do porasta industrijalizacije i urbanizacije. One su bile zasnovane na prihvatanju određenih tržišnih principa ekonomija zapadnih demokratija, uz očuvanje političkog i socijalnog sistema koji je Španija baštinila od završetku Španskog građanskog rata. Za razliku od 50-ih, španska industrija 60-ih godina je razvijenija i modernija, podeljena u različite podsektore u kojima je dominirala fabrička proizvodnja – hemijska industrija, metalurgija i roba za grupnu upotrebu. Ovi podsektori zajedno formiraju jezgro za širenje nove tehnologije koja je energetska intenzivna, za smanjenje potrebe za radom, intenziviranje stepena korišćenja kapitala, povećanje produktivnosti rada i podstiču procese produktivne specijalizacije (Bautista, 2009).

Čini se da je vladina strategija ubrzavanja industrijalizacije bila dobro odmeren spoj između starih i novih ideja. Iako je industrijski protekcionizam bio i dalje prisutan na domaćem tržištu, Španija je sve više osećala pozitivne efekte postepenog otvaranja njenog tržišta ka inostranstvu, čime dolazi do upliva stranog kapitala i tehnologije u špansku industriju. Industrijalizacija zemlje se odvijala na nekoliko polja, koja je država uz pomoć privatnog kapitala paralelno razvijala: podsticanje kredita javnih banaka, regionalna politika zasnovana na rastu industrije, zatim kroz podsticanje razvoja „velikog biznisa“, te kroz podršku izvoznj industriji. Posebno su bila značajna tri razvojna plana industrije: prvi od 1964. do 1967, drugi od 1968. do 1971. i treći od 1971. do 1975. godine. Ti planovi su predviđali specifične programe za podsticanje investicija u industrijskom sektoru, poput subvencija za fabrike orijentisane ka

izvozu industrijskih proizvoda ili subvencija kojima su se podsticala spajanja velikih preduzeća. Najveći supeh je postignut u automobilskoj industriji i proizvodnji kućnih aparata. Industrijska proizvodnja je već 60-ih godina dostigla petostruko veći učinak nego li deceniju pre toga. Stopa rasta u sekundarnom sektoru koju je Španija tih godina beležila bila je neverovatna (2. mesto na svetu, samo je Japan bio ispred). Dobar deo industrijske proizvodnje je bio zasnovan na upotrebi radne snage, a ne razvijene tehnologije, što je eliminisalo zavisnost Španije za istom od drugih zemalja (De la Torre and García-Zúñiga, 2014).

Španska automobilska industrija predstavljala je simbol španskog ekonomskog čuda. Sve do 60-ih godina niko nije mogao ni da zamisli da će automobilska industrija biti jedan od najvažnijih razvojnih impulsa španske ekonomije i deo strukturne promene njene privrede. Između 1958. i 1972. godine španska automobilska industrija je beležila neverovatni rast od 21,7% godišnje. Njen doprinos ukupnom industrijskom rastu Španije iznosio je 13,3%, dok je npr. njeno učešće u dodatoj vrednosti 1972. godine iznosilo 10,6% (samo je hemijski sektor beležio veće rezultate). Vremenom je dolazilo do velikog upliva stranog kapitala u špansku automobilsku industriju, pa je tako 1974. godine skoro 50% društvenog kapitala automobilskih kompanija bilo u rukama stranaca (García Ruiz, 2001).

Španska automobilska industrija je tokom perioda „čuda“ prošla kroz dve razvojne faze. Prva faza je bila faza formiranja (1950-1967), a druga faza je bila faza standardizacije tržišta (1967-1973). Tokom formativne faze automobilska industrija je bila osmišljena kao zamena za uvoz stranih automobila i bila je pomognuta snažnom intervencijom države. Tako je država 1946. godine osnovala Nacionalnu kompaniju za autokamione (Empresa Nacional de Autocamiones - ENASA), a 1950. godine Špansko društvo turističkih automobila (Sociedad Española de Automoviles de Turismo - SEAT). Od 1967. godine španska automobilska industrija ulazi u fazu stabilizacije, koja je bila praćena devalvacijom nacionalne monete. Rast automobilske proizvodnje u tom periodu bio je logična posledica rasta potražnje za španskim automobilima. O razmerama uspeha španske automobilske industrije tokom perioda „čuda“ možda najbolje govori rast ukupnog broja automobila u Španiji. Tako je 1959. godine u Španiji bilo 240.460 turističkih automobila i 142.750 industrijskih vozila, da bi 1973. godine bilo 3.803.659 turističkih automobila i 923.897 industrijskih vozila (García Ruiz, 2001).

Teritorijalni uticaj „čuda“

Tokom sprovođenja niza ekonomskih reformi frankistička vlast je bila orijentisana ka ravnomernom učešću svih geografskih područja u ekonomskom i socijalnom blagostanju Španije. Problem je predstavljala činjenica da je Španija bila strogo centralizovana država, te da nije bilo mnogo institucionalnog prostora za saradnju između lokalnih nivoa vlasti ili za pokretanje regionalnih inicijativa. Na to je među prvima ukazao komesar zadužen za regionalni razvoj Laureano Lopes Rodo (Laureano López Rodó), napominjući da je nužno da se u Španiji usvoje i sprovedu neke od mera decentralizacije. Shodno tome, 1969. godine se usvaja Drugi plan ekonomskog i socijalnog razvoja (1969-1971) kojim vlada odlučuje da sprovede decentralizaciju u korist lokalnih preduzeća koja su u stanju da izvrše mnoge zadatke za čiju realizaciju država nije zainteresovana. Program za javna ulaganja predvideo je mogućnost adekvatne teritorijalne redistribucije tehničkih sredstava za lokalna preduzeća, kako bi ona mogla prikladno obavljati svoje poslove. Pomenuti plan je ohrabrivao učešće lokalnih preduzeća u programskim aktivnostima, poput saradnje sa univerzitetima, centrima za tehničku obuku, istraživačkim centrima, privrednim komorama i drugim subjektima koji bi mogli doprineti razvoju. U cilju regionalnog razvoja, vlada pokreće stvaranje asocijacija lokalnih preduzeća, zatim mrežu saradnje opština iz različitih provincija, ali i podstiče njihovu saradnju sa državnom administracijom (Garrido López, 2002).

Španska vlada je pokušala da stvaranjem tzv. polova razvoja i promocije pomogne razvoj najugroženijih delova Španije. Insistiralo se na tome da se u nedovoljno razvijenim područjima stvore jaki industrijski centri, ali je preduslov bio da ti gradovi imaju zadovoljavajuću infrastrukturu i saobraćajnu povezanost sa ostatkom zemlje. Tako je država uložila značajna sredstva u nekoliko razvojnih gradova (polova) - Burgos, Kordobu, Granadu, Uelvu, La Korunju, Logronjo, Ovijedo, Sevilju, Valjadolid, Vigo, Viljagarsiju de Arosu i Saragosu. Ipak, treba istaći da ova strategija nije dala u potpunosti zadovoljavajuće rezultate. Van nje ostala su brojna ruralna područja Španije poput Ekstremadure, Kastilje - La Manče, Mursije i Kanarskih ostva. Najveću pogodnost ekonomskog razvoja osetili su Baskija, Katalonija, Valensijanska oblast i Madrid. Takođe, razvoj je bio osetan i u atlantskom delu Galicije i u zapadnom delu Andaluzije. Uopšteno posmatrano, pomorska periferija Španije je osnažena, dok je unutrašnjost poluostrva bilo prilično oslabljeno. Pored Madrida kao glavnog grada zemlje, u unutrašnjosti Španije uspeli su da se razviju jedino neki industrijski centri poput Burgosa i Valjadolida. To će se u decenijama koje su usledile pokazati kao jedan od najozbiljnijih problema sa kojim se španska država mora suočiti (Alonso Santos, 2000).

Industrijski razvoj pojedinih delova Španije značajno je uticao na unutrašnje migratorne tokove. Tako već 60-ih godina počinju seobe stanovništva ka ekonomski razvijenijim regionima, odnosno ka većim industrijskim centrima. To je bio logičan sled događaja, s obzirom da su regionalne ekonomije „usisavale“ radnu snagu iz ruralnih delova Španije. Tako se stanovništvo najviše selilo u četiri provincije koje su imale najveći dohodak po glavi stanovnika – Madrid, Baskiju, Kataloniju i Balearska ostrva. Primera radi, u Kataloniji i Baskiji je skoro 50% stanovništva bilo uposleno u industrijskom sektoru, dok je nacionalni prosek iznosio 27%. Na drugoj strani, regioni poput Andaluzije, Mursije, Kanarskih ostrva ili Galicije su imali duplo manji dohodak po glavi stanovnika od četiri najrazvijenija regiona, dok su Ekstremadura i Kastilja - La Manča imale čak troduplo manji dohodak po glavi stanovnika od njih. Shodno tome, unutrašnja migracija u Španiji se odvijala u pravcu od nerazvijenih regiona ka onima koji su bili industrijski giganti, te koji su mogli radnicima pružiti više poslova i bolje uslove života (Burbano Trimiño, 2013).

Razvoj turizma

Tokom 40-ih i 50-ih godina turizam u Španiji je proživljavao krizne momente zajedno sa ostalim privrednim granama. Ipak, on je davao značajan doprinos kako izbegavanju bankrotstva države tokom 40-ih tako i finansiranju neuravnoteženog ekonomskog razvoja 50-ih. Oduvek je bilo jasno da Španija ima neverovatan turistički potencijal, ali je on dugo vremena bio neiskorišćen. Tako je još 1909. godine grof od Bailena (El Conde de Bailén) pisao da Španija, ukoliko želi da se priključi klubu velikih evropskih nacija, mora da iskoristi sve svoje potencijale, a među njima je istakao i turizam (Vallejo Pousada, 2011). Ipak, dugo vremena je turizam kao privredna grana bio potpuno zanemaren u Španiji. Tako je 1950. godine svega 1,8% turista (posmatrajući svetsko turističko tržište) posetilo Španiju, te je na nju otpalo svega 0,8% od ukupnog svetskog prihoda od turizma. Planom za stabilizaciju turizam dobija izuzetno važno mesto. Španskom turizmu je, najpre valja istaći, izuzetno pomoglo otvaranje španske privrede prema svetu. Tako već 1960. godine 6,2% svetskih turista posetilo Španiju, a Španija je ostvarila 4,3% svetskog turističkog prihoda. To je bio samo početak španskog „turističkog buma“. Godine 1973. 15,9% svetskih turista posetilo je Španiju, a 10,6% svetskih turističkih prihoda je otpalo na nju. Početkom 70-ih godina Španija je definitivno jedan od turističkih lidera u svetu. Dok je 1960. godine Španiju posetilo 4,3 miliona stranih turista, 1970. ih je bilo 21,2 miliona, a 1975. 27,3 miliona. Treba istaći da su frankističke ekonomske mere praktično pretvorile Španiju u trajnu turističku silu, s obzirom da 2000. godine broj stranih turista u Španiji dostiže neverovatnih 74,4 miliona (Vallejo Pousada, 2011)!

Postoji nekoliko razloga zbog kojih je španski turizam imao tako zapažene rezultate. Njegovom razvoju su, najpre, pogodovale političke i ekonomske mere vlasti za privredni oporavak i ekonomski razvoj zemlje. Zatim, Španija poseduje izuzetno povoljnu mediteransku klimu, veliki deo zemlje je dobrim delom godine osunčan, plaže su veoma atraktivne, a ljudi otvoreni i srdačni prema posetiocima. Takođe treba dodati i to da je nivo ponude i usluga španskog turizma bio kvalitetan, a cene pristupačne za većinu Evropljana. Španija je uspela da izgradi i neophodnu infrastrukturu (hotele, dobar transportni sistem itd.), što je bilo važno s obzirom da je broj turista iz godine u godinu rastao. O značaju turizma govori i podatak da ni u jednoj drugoj državi turizam nema tako visok procenat učešća u BDP-u kao što je slučaj sa Španijom. Tokom poslednje četvrtine XX veka nijedna velika svetska ekonomija nije bila u tolikoj meri zavisna od turizma. Turizam u Španiji se do te mere razvio da je npr. 1987. godine on činio 11,5% BDP-a, što je bilo za 5% više od drugih turističkih sila na svetskom nivou – Francuske, Australije, Italije i Švajcarske (Vallejo Pousada, 2011).

Naftna kriza i kraj „čuda“

Naftna kriza iz 1973. godine, kada je došlo do naglog skoka cene nafte na svetskom tržištu, snažno je uticala na špansku ekonomiju u razvoju. Treba istaći da je frankistička Španija razvila dobre odnose sa arapskim zemljama, koje su, kao što je poznato, bile značajni izvoznici nafte tog doba. Španska privreda je na početku 70-ih godina bila izuzetno zavisna od nafte. Oko 60% korišćene primarne energije činila je nafta, 18% ugalj, 17% hidraulična energija, 5% nuklearna energija i 2% prirodni gas. Rast potrošnje nafte bio je svedok rasta španske privrede. Tokom 50-ih godina Španija je imala svega 9,3% udela nafte u korišćenoj energiji, da bi 60-ih taj udeo dostigao 29,7%, a 80-ih je dostigao neverovatnih 77,1% (Lorca Alcalá, 2015). Španija nije uspela da pronađe model po kome bi bila energetska nezavisna. Pored eksploatacije prirodnog gasa u blizini Vitorije od 1963. (2 miliona m³ godišnje) i nafte u Ajoluengu od 1966. godine ona nije imala značajnije domaće izvore energije, tako da je bila prinuđena na uvoz energenata. Španska privreda nije bila spremna na nagle potrebe na svetskom tržištu nafte. Tako se između 1973. i 1974. cena nafte upetostručila – sa 2,10 \$/bbl na 10,84 \$/bbl (Lorca Alcalá, 2015).

Sasvim sigurno možemo reći da je naftna kriza 70-ih godina proizvela recesiju španske ekonomije, kao što je bio slučaj i sa ostalim razvijenim industrijskim zemljama. Već 80-ih godina njeni efekti na makroekonomske varijable su gotovo potpuno iščezli. Međutim, deceniju pre toga one su bile itekako pod uticajem naftnog šoka (Gómez-Loscos et al., 2010). Uz određene strukturne nedostatke koje je španska ekonomija počela da ispoljava 70-ih godina, naftna

kriza ju je dodatno uzdrmala. Tako je početkom 70-ih godina Španija imala sve veću inflaciju, a cene su između 1970. i 1973. rasle 9% godišnje. Dve trećine španske potrošnje energije zavisilo je od uvoza nafte iz drugih zemalja. Zbog skoka cene nafte, faktura koju je Španija plaćala za njen uvoz se povećala na 2.500 miliona \$, što je značilo povećanje trgovinskog deficita od 50%. Kratkoročni efekti takvog stanja bili su opšte osiromašenje izazvano neto prenosom sredstava u inostranstvo, pojava ozbiljnih fiskalnih neravnoteža i rast inflatornog pritiska. Dugoročno, promena relativnih cena energenata promenila je proizvodne uslove i praktično učinila nepopravljivim prilagođavanje strukturne prirode. Sve se to odvijalo u neizvesnom međunarodnom kontekstu (Sudrià, 2012).

Španske vlasti su bile prinuđene da donesu važne odluke sa dalekosežnim posledicama. Prva od njih se odnosila na unutrašnje prodajne cene naftnih derivata. Rast cena sirove nafte udvostručio je prodajne cene naftnih derivata, što je vodilo ka negativnim posledicama na ekonomsku aktivnost. Ne bi bio samo ugrožen transport (na koji je španska privreda bila snažno oslonjena), već i proizvodnja električne energije, s obzirom da se u Španiji većina iste proizvodila u termoelektranama na gorivo. Država je zato apsorbovala deo povećanja cene sirove nafte tako što je smanjila poreze koji su se naplaćivali na konto potrošnje derivata. Prihodi države od prodaje naftnih derivata smanjeni su za 35%, ali su zato cene goriva i benzina porasle za „samo“ 20% u njihovom realnom iznosu. Monetarna politika je namerno održavana labavom kako bi se izbegle finansijske poteškoće za kompanije. Vlada je time htela da održi domaću potražnju, ali je španska ekonomija bila povezana i sa drugim evropskim ekonomijama. Većina tih ekonomija je doživela ekonomske kontrakcije, što je snažno uticalo na Španiju. Tako je njen prihod od turizma pao za više od 30%, a izvoz je doživeo pad za 8%. Premda je španski BDP u kriznim godinama (1973-1976) porastao za 16%, inflacija je 1976. godine bila blizu 20%, državni deficit je povećan, dok je deficit spoljnog bilansa tekućeg računa bio veći od 4.000 miliona \$. Nezaposlenost je rasla, samo u 1976. godini ona je pogodila preko pola miliona ljudi, što je bio trostruki rast u odnosu na 1973. godinu. Ona je bila jedan od ključnih problema koje je kriza iza sebe ostavila. Bez posla je bilo 3 miliona ljudi, odnosno čak 22% radno sposobnog stanovništva (Sudrià, 2012). Bilo je jasno da je „španskom ekonomskom čudu“ došao kraj.

Zaključak

Nakon završetka Drugog svetskog rata Španija je bila ekonomski nerazvijena i tehnološki zaostala zemlja. Reforme pokrenute početkom XX veka bile su anulirane stravičnim razaranjima tokom Španskog građanskog rata 30-ih. Španija je nakon 1945. godine bila politički i ekonomski izolovana zemlja, s obzirom da je u njoj uspeo da opstane frankizam, kao jedna od formi desnih autoritarnih režima. Tokom 50-ih godina Španija je bila pogođena snažnom ekonomskom krizom na koju autarkična španska privreda, zasnovana na politekonomsom intervencionizmu, nije imala odgovor.

Krajem 50-ih godina španske vlasti odlučuju se na hrabre ekonomske i političke korake. Zemlja se otvara i izlazi na međunarodno tržište, te se pokreće plan sveopšteg ekonomskog razvoja. Insistiralo se na ulaganju u industrijalizaciju zemlje, izgradnji infrastrukture, izgradnji stabilnog socijalnog sistema, gradnji stambenih objekata, ali i razvoju turizma koji je Španiji doneo veliku korist. Španija postaje posebno prepoznatljiva po svojoj automobilskoj industriji, koja je vrlo brzo postala jedna od vodećih u Evropi. U pogledu turizma, Španija se brzo nametnula kao jedna od najpopularnijih turističkih destinacija. Dolazi do opšteg privrednog rasta i ekonomskog razvoja, povećanja sveukupnog životnog standarda građana, rasta stope zaposlenosti i urbanizacije zemlje. Neki predeli Španije, poput Katalonije, Baskije i Madrida osetili su najveće benefite španskog ekonomskog čuda, dok su se ruralna područja Španije sve više praznila zbog odliva radne snage.

Naftna kriza iz 1973. godine snažno se odrazila i na špansku privredu, koja je bila zavisna od uvoza energenata iz inostranstva, posebno nafte. Ona je, uz neke druge strukturne nedostatke reformisane španske privrede, uticala na zaustavljanje privrednog rasta i rasta standarda života građana. Španija se u drugoj polovini 70-ih godina suočila i sa političkom krizom, s obzirom da je morala izvršiti političku tranziciju iz diktature u demokratiju. Već 80-ih godina politička i ekonomska kriza u zemlji se postepeno stabilizuju, a zahvaljujući španskom ekonomskom čudu, Španija je napravila strateški važan ekonomski zaokret koji joj je omogućio da danas bude jedan od evropskih i svetskih lidera u različitim oblastima – od autoindustrije, preko turizma do zdravstvenog i socijalnog sistema.

Literatura

1. Alonso Santos J.L. 2000. Las políticas de industrialización y su impacto en el desarrollo de las regiones en España. *Invest. Geog* no. 42 México, págs. 109-133.
2. Bautista O.D. 2009. La política de industrialización en España. Antecedentes, evolución histórica y perspectiva europea. *Contribuciones desde Coatepec*, Núm. 17, págs. 121-139.
3. Biescas Ferrer J.A. 1989. La economía española durante el periodo franquista. *Gerónimo de Uztariz* (3): págs. 65-76.
4. Burbano Trimiño F.A. 2013. Las migraciones internas durante el franquismo y sus efectos sociales: el caso de Barcelona. *Trabajo Académicamente Dirigido*. Universidad Complutense de Madrid. Facultad de Geografía e Historia
5. Cañellas Mas A. 2006. La tecnocracia franquista: El sentido ideológico del desarrollo económico. *Studia historica. Historia contemporánea* (24/2006). págs. 257-288.
6. De la Torre J. and García-Zúñiga M. 2014. Was it a Spanish miracle? Development plans and regional industrialization, 1950-1975. *Industrial Policy in Europe after 1945: Wealth, Power and Economic Development in the Cold War*. Palgrave Macmillan. pp. 162-183.
7. Casanova, J.V. 1983. The Opus Dei ethic, the technocrats and the modernization of Spain. *Social Science Informacion* (22,1): pp. 27-50.
8. Galiana Richart P.M. 2017. El plan nacional de estabilización económica y el modelo de desarrollo español. *Universitat Internacional de Catalunya. Departament d'Economia i Organització d'Empreses*: 268 p.
9. García Ruiz J.L. 2001. La evolución de la industria automovilística española, 1946-1999: una perspectiva comparada. *Revista de Historia Industrial*. No. 19-20. págs. 133-163.
10. Garrido López C. 2002. El regionalismo "funcional" del régimen de Franco. *Revista de Estudios Políticos (Nueva Época)*. Núm. 115. págs. 111-127.
11. Gómez-Loscos, A.; Montañes, A. and Gadea, M. D. 2010. The impact of oil shocks on the Spanish economy, 50th Congress of the European Regional Science Association: "Sustainable Regional Growth and Development in the Creative Knowledge Economy", 19-23 August 2010, Jönköping, Sweden, European Regional Science Association (ERSA), Louvain-la-Neuve, pp. 1-36.
12. López Torrijos R. 2016. La tecnocracia franquista: un derivado específico de la tradición neorreaccionaria española y europea. *Religión y control político-social: normas, instituciones y dinámicas sociales*.

- Asociación Veritas para el Estudio de la Historia, el Derecho y las Instituciones. págs. 101-116.
13. Lorca Alcalá J.M. 2015. El impacto económico de la crisis del petróleo en los últimos años del franquismo (1973-1975), Tesis doctoral, Universidad Nacional de Educación a Distancia, Facultad de Geografía e Historia, Departamento de Historia Contemporánea, Madrid
 14. Martín-Aceña P. 2013. La política industrial española entre 1941 y 1991: Cincuenta años de historia del Instituto Nacional de Industria, Ensayos sobre economía y política económica: Homenaje a Julio Segura, págs. 21-42.
 15. Pérez M.A. y Blasco E.F. 2007. La modernización de la economía española en el siglo XX.: De la autarquía a la adopción del euro. Economía Aplicada - Grup d'Investigació N° 19 Economia, treball i territori, págs. 1-23.
 16. Sudrià C. 2012. El ajuste económico de la transición. El País. Dostupno na: https://elpais.com/economia/2012/02/10/actualidad/1328871012_734915.html (Pristupljeno 24.06.2019.)
 17. Vallejo Pousada R. 2011. Turismo y desarrollo económico en España durante el franquismo, 1939-1975. X Congreso internacional de la AEHE, Sept. 2011, Universidad Pablo de Olavide, Carmona (Sevilla), págs. 1-28.

SPANISH ECONOMIC MIRACLE BETWEEN 1959 TO 1973

Rajko Petrović²

Abstract

In this paper we will analyze the effects of one of the most important economic projects on the soil of Europe after the Second World War. It's about a series of measures for the recovery of the Spanish economy, which in economic theory is collectively referred to as the "Spanish Economic Miracle". Spain, after the Spanish Civil War, and then the Second World War, was an underdeveloped and impoverished country, and was closed to foreign countries in political and economic terms. A wide range of reforms was initiated by the Spanish dictator Francisco Franco, while in practice they were implemented by the so-called technocrats. The results on the business plan were very favorable, but they were

² Research-Trainee, MA Rajko Petrović, Institute of European Studies, Nikola Pasic Square 11, Belgrade, Republic of Serbia, Phone: +381 60 3171 992, E-mail: rajko.petrovic@ies.rs

stopped by the outbreak of the oil crisis in the 1970s. The conclusion is that the reforms resulted in a strong industrialization of the country, opening up to the European and world market, developing Spain's tourism potential, and creating a strong middle class population. In this paper we will use the case study method, comparative method and statistical analysis.

Key words: *Spain, economic miracle, industrialization, tourism, oil crisis*

Datum prijema (Date received): 01.01.2020.

Datum prihvatanja (Date accepted): 21.03.2020.

PRAVILA TEHNIČKE PRIPREME RADOVA

Ovo uputstvo za autore daje sve neophodne informacije, kao i šablon za pripremu radova pre podnošenja za publikovanje u časopisu ODITOR. Molimo Vas da maksimalno pažljivo pristupite korišćenju ovog dokumenta, odnosno da ga shvatite kao skup uputstava i praktičan primer koji u mnogome doprinosi lakšoj i efikasnijoj manipulaciji nad Vašim radom u svim fazama uređivanja časopisa. Radovi koji odstupaju od datog šablona se neće uzimati u razmatranje.

Format strane: *Width* 170 mm x *Height* 240 mm; **Margine:** gore/dole 20 mm, levo/desno 18 mm; **Layout:** *Header* 1,25cm, *Footer* 1,25cm; **Orientation:** Portrait. Preferira se **obim radova** do maksimalnih 30.000 karaktera (bez razmaka), odnosno 15 stranica. Radovi ne bi trebalo da budu kraći od 8 stranica. U zavisnosti od kvaliteta rada Uredništvo može prihvatiti i duže radove. Molimo Vas da radove pripremate na računaru u programu **Microsoft Word 2003** ili nekoj kasnijoj verziji ovog programa.

U nastavku sledi detaljan **Šablon** (tehničko uputstvo) za pravilnu pripremu radova za časopis ODITOR. Molimo Vas da maksimalno moguće poštujuete tehnička pravila data sledećim šablonom.

RULES FOR TECHNICAL PREPARATION OF ARTICLES

These Instructions will give all necessary information to author(s), as well as template for the articles preparation before their submission for publication in the journal Auditor. We are asking you to use this document with a maximal attention, in other words to realize it as a set of instructions and practical example that will contribute to easier and more efficient operation under your article within the all phases of journal editing. Articles that deviate from mentioned template are not be taken into consideration.

Page setup: Paper size: *width* 170 mm x *height* 240 mm; **Margins:** top/bottom 20 mm, left/right 18 mm; **Layout:** *header* 1,25cm, *footer* 1,25cm; **Orientation:** Portrait. Paper volume up to 30.000 characters (without spaces) or 15 pages is preferable. Articles should not be shorter than 8 pages. Depending on papers' quality, Editorial Board could also accept longer articles. Article has to be prepared electronically (on computer), in program **Microsoft Word 2003** or some later version of this program.

Below is a detail **Template** (technical instructions) for correct preparation of articles that will be submitted to the journal Auditor. You are asked to maximum possible follow the technical instruction given by the following template.

ŠABLON: NASLOV RADA (CENTRIRAN, TNR SIZE 12, BOLD, SVA SLOVA VELIKA, MAKSIMALNO DVA REDA)

Nikola Nikolić¹, Petar Petrović², Marko Marković³

Rezime

Poželjno je da rezime sadrži od 100 do 150 reči, te da sadrži sve bitne činjenice rada, poput cilja rada, korišćene metode, najvažnijih rezultata i osnovnih zaključaka autora.

Tokom pisanja rezimea treba koristiti slova Times New Roman (TNR), veličina fonta (font size) 11, Italic, ravnanje teksta Justify, a tekst rezimea pisati bez proreda (Line Spacing Single), sa razmakom od 6 pt između pasusa, bez uvlačenja prvog reda.

Izbegavajte korišćenje indeksa i specijalnih simbola u apstraktu, odnosno definišite sve skraćenice u apstraktu kada se prvi put upotrebe. Nemojte citirati reference u apstraktu.

Autori će naslov rada, rezime rada i ključne reči napisati na engleskom jeziku na kraju rada, ispod listinga korišćene literature. Tekst srpske i engleske verzije apstrakta i ključnih reči se moraju podudarati u svakom pogledu.

Ključne reči: *navesti, maksimalno, pet, ključnih, reči.*

JEL: *(navesti JEL klasifikaciju rada na osnovu sadržaja a u skladu sa uputstvom) F16, M24 (www.aeaweb.org/jel/jel_class_system.php)*

Uvod

Molimo Vas da striktno poštujuete uputstva o formatiranju i stilove date u ovom šablonu. Ne menjajte veličinu fonta ili razmak redova da biste ubacili više teksta u uslovno ograničeni broj stranica.

Uredništvo organizuje proces recenziranja pristiglih radova i vrši odabir radova za publikovanje na osnovu urađenih recenzija, odnosno procenjenog kvaliteta radova od strane imenovanih recezenata. Međutim, krajnja odgovornost za poglede, originalnost i tvrdnje iznete u radovima počiva isključivo na autorima rada.

¹ Vanredni profesor, dr Nikola Nikolić, Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet, Kamenička 6, Beograd, Srbija, Telefon: +381 11 555 22 33/lokal 28 228, E-mail: nikola.nikolic@iep.bg.ac.rs

² Dr Petar Petrović, naučni saradnik, Centar za ekonomska i finansijska istraživanja, Bulevar Mihajla Pupina 10g/Vp 50, Telefon: +381 11 222 222, E-mail: petar.petrovic@gmail.com

³ Asistent, mr Marko Marković, Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet, Kamenička 6, Beograd, Srbija, Telefon: +381 64 111 22 33, E-mail: marko.markovic@gmail.com

Molimo Vas da poštujuete osnovna načela strukturiranja naučnih radova, odnosno trudite se koliko je to moguće da Vaš rad ima sledeće segmente: Uvod, Cilja rada i korišćena metodologija, Rezultati rada sa diskusijom, Zaključak, Literatura.

Tokom pisanja rada treba koristiti slova **Times New Roman (TNR)**, veličina fonta (**font size**) **12**, ravnanje teksta **Justify**, a tekst rada pisati bez proreda (**Line Spacing Single**), sa razmakom od **6 pt između pasusa, bez uvlačenja prvog reda**. Radovi se pišu na srpskom jeziku, osim za strane autore koji pišu na engleskom ili nekom drugom jeziku. Preporučljivo je rad pisati u trećem licu jednine ili množine. Pre slanja rada, obavezno proveriti pravopisne greške.

Podnaslovi se pišu fontom **Times New Roman**, veličina fonta (**font size**) **12, bold, centrirano**, samo prvo slovo veliko, razmak podnaslova i teksta iznad 12 pt (**before 12 pt**), a razmak podnaslova i teksta ispod 6 pt (**after 6 pt**). Molimo Vas koristiti prikazani stil pisanja u ovom šablonu.

Molimo Vas da definišete **skraćenicе i akronime** prilikom prvog pojavljivanja u tekstu rada, čak i u slučaju da su već bili definisani u apstraktu rada. Ne koristite skraćenicе u naslovu rada osim ukoliko se one apsolutno ne mogu izbeći

Radi unosa **jednačina i formula** u rad, koristite Microsoft Equation Editor ili dodatak za pisanje jednačina MathType (www.mathtype.com). Ne preporučuje se korišćenje ugrađenog editor jednačina iz programa Word 2007. Proverite da li ste definisali sve simbole u jednačini (neposredno posle jednačine).

Reference (autori citata) se navode direktno u tekstu rada u sledećem obliku (Nikolić, 2012; ili Nikolić, Petrović, 2012; ili Nikolić et al., 2012). Ne navodite ih kao indekse u četvrtastoj zagradi [3] ili u fusnoti. Trudite se da fusnotu koristite samo u slučaju bližih objašnjenja određenih pojmova, odnosno razjašnjenja realnih ili hipotetičkih situacija. Nemojte vršiti numeraciju stranica.

Tabele moraju biti formirane u tekstu rada, a ne preuzete u formi slika iz drugih materijala. Tabele unositi u sam tekst rada i numerisati ih prema redosledu njihovog pojavljivanja. Nazivi tabela moraju biti dati neposredno iznad tabele na koju se odnose. Koristite dole prikazani stil tokom njihovog formatiranja. Naslov tabela pisati sa razmakom 6 pt – iznad/before i 6pt – ispod/after, u fontu TNR, font size 12, ravnanje Justified. Tekst unutar tabela pisati fontom TNR, font size 9. Tekst u zaglavlju tabela boldirati. Izvor i potencijalne napomene pisati sa razmakom 6 pt ispod tabela (before). Izvore i napomene pisati u fontu TNR, font size 10, ravnanje Justified. Naredni pasus početi na razmaku od 6pt od izvora tabele ili napomene (after). Tokom pisanja rada u originalnom tekstu treba markirati poziv na određenu tabelu (*Table 5.*). Trudite se da se sve tabele u radu veličinom uklapaju u zadati format strane (Table properties – preferred width – max 97% - alignment: center). Sav tekst u poljima tabele treba unositi u formi (paragraph – spacing: before/after

Opt, line spacing: single). U slučaju da se tabela lomi na narednu stranicu, molimo Vas da prelomljeni deo tabele na narednoj stranici bude praćen zaglavljem tabele.

Tabela 5. Troškovi distribucije dobara iz Subotice u maloprodajne objekte

Indikatori	Period			Ukupno
	Mesec 1	Mesec 2	Mesec 3	
Pređena razdaljina (km)	12.926	11.295	13.208	37.429
Korišćeno gorivo (litar)	3.231	2.823	3.302	9.356
Vrednost korišćenog goriva (RSD)	242.378	211.790	247.653	701.821
Ukupno provedeno vreme u vožnji (sati)	314	266	417	997
Vrednost ukupno provedenog vremena u vožnji (RSD)	47.048	39.890	62.570	149.508
Broj vožnji	98	77	102	277
Ukupna vrednost (RSD)	0	0	0	0
Broj preveženih paleti (komad)	1.179	976	1358	3.513
Ukupna prevežena količina (kg)	602.600	429.225	711.116	1.742.941
Suma (RSD)	974.222	870.864	1.100.813	2.945.899

Izvor: Nikolić, 2010;

Napomena: Vrednosti u tabeli ne sadrže porez na dodatu vrednost (PDV)

Grafike, dendrograme, dijagrame, šeme i slike treba unositi u sam tekst rada (ne koristiti opciju Float over text) i numerisati ih prema redosledu njihovog pojavljivanja. Njihovi nazivi se moraju pozicionirati neposredno iznad grafika, dendrograma, dijagrama, šeme ili slike na koju se odnose. Kod navođenja naslova, izvora i napomena koristiti isti stil koji je predhodno prikazan za formiranje tabele. Tokom pisanja rada u originalnom tekstu treba markirati pozive na određeni grafik, dendrogram, dijagram, šemu ili sliku (Graph 2.). Svi grafici, dendrogrami, dijagrami, šeme i slike u radu se svojom veličinom moraju uklapati u zadati format strane, te moraju biti centralno postavljeni. Fotografije nisu poželjne u predmetnom radu, a ukoliko se one ne mogu izbeći molimo Vas da koristite optimalnu rezoluciju (preniska rezolucija dovodi do pikselacije i krzavih ivica, dok previsoka samo povećava veličinu fajla bez doprinosa čitljivosti rada).

Kod pisanja zaključka rada, molimo Vas imajte na umu da iako **Zaključak** može dati sažeti pregled glavnih rezultata rada, nemojte ponavljati apstrakt na ovome mestu. Zaključak može objasniti značaj rada, dati preporuke za dalje delovanje ili predložiti dalji rad na obrađivanoj temi.

Literatura se navodi na kraju rada pre apstrakta na engleskom jeziku, abecednim redom, prema prezimenu autora. *Molimo Vas da reference navodite u originalu (na jeziku na kome su objavljene) u obimu u kom su korišćene/citirane tokom pisanja rada.* Literaturu navoditi u fontu TNR, font size 12, ravnanje Justified, sa međusobnim razmakom 3pt – iznad/before i 3pt – ispod/after. U svim literaturnim jedinicama koristiti **Čikaški šablon za stil**. Molimo Vas da navodite prezimena svih autora, a ne da koristite stil navođenja Nikolić et al. Nemojte kombinovati literaturne jedinice (pod jednim rednim brojem može biti samo jedna referenca) i uvek pišite pune naslove u radu korišćenih literaturnih jedinica. Ukoliko je korišćena/citirana literatura preuzeta iz internet publikacija, posle pravilno izvršenog imenovanja literaturne jedinice u zagradi se mora navesti kompletan link sa koga je materijal preuzet (dostupno na web sajtu: www.nikolanikolic.pdf). Molimo Vas pridržavajte se dole navedenih primera navođenja različitih tipova literaturnih jedinica i referenci.

Literatura

1. Nikolić N., M. Marković, i P. Petrović. 2016. Poreski bilans. Oditor 2, (1): 13-17.

Prilikom unošenja literaturnih jedinica unosite korišćenjem **Čikaškog šablona za stil**, minimum 10 literaturnih jedinica. Sva korišćena literatura mora biti citirana u radu.

TITLE OF THE ARTICLE (CENTRED, TNR, SIZE 12, BOLD, ALL CAPITAL LETTERS, MAXIMUM IN TWO LINES)

Abstract

Summary in English which should be written at the end of the paper. It should contain the text which is the same as in the summary written in Serbian at the beginning of the paper.

Key words: note, maximally, five, key, words.

**TEMPLATE: TITLE OF THE ARTICLE (CENTRED, TNR, SIZE 12,
BOLD, ALL CAPITAL LETTERS)**

Nik Holmes⁴, John Peters⁵

Abstract

It is desirable that Summary contains up to 150 words, as well as to contain all essential paper elements, such as goal(s), used method(s), important results and general authors' conclusion(s).

During the summary writing, it should be used font Times New Roman (TNR), font size 11, Italic, alignment text Justify, line spacing single, with spacing of 6 pt between paragraphs, without indentation of the first line.

Please, avoid the use of the indexes and special symbols within the Summary, and define all abbreviations whenever they are used for first time. Do not cite references in Summary.

Author(s) from Serbia are submitting article title, summary, key words and information about themselves on Serbian language at the end of the article, after the list of used literature. Text of the Serbian and English version of Summary must match in every sense.

Key words: note, maximally, five, key, words.

JEL: F12, M24 (www.aeaweb.org/jel/jel_class_system.php)

Introduction

During the article writing, it should be used font **Times New Roman (TNR), font size 12**, alignment text **Justify, Line Spacing Single**, with **spacing of 6 pt between paragraphs, without indentation of the first line**. Articles should be written only in English. It is advisable to write the article in the third-person singular or plural with the use of active form. Before paper submission, please check grammatical and spelling mistakes by the spellchecker for the English language.

Sub-headings should be written by font **Times New Roman, font size 12, bold, centred**, only first letter capital, spacing between sub-heading and paragraph above

⁴ Nik Holmes Ph.D., Full Professor, Faculty of Economics, Christmas street no. 12, New York, USA, Phone: +xxx xx xxx xxx, E-mail: nik.holmes@gmail.com

⁵ John Peters Ph.D., Associate Professor, University of Technology, Napoleon street no. 1, Jassy, Moldavia, Phone: +xxx xx xxx xxx, E-mail: johnpeters@yahoo.com

12 pt (**before 12 pt**), and spacing between sub-heading and paragraph below 6 pt (**after 6 pt**). Please use the writing style presented in this template.

Please define **abbreviations and acronyms** during their first occurrence within the text, even in case that they were previously defined in article summary. Do not use abbreviations in article title, unless they can not be avoided.

For **equations and formulas** use the Microsoft Equation Editor or addition for equations writing Math Type (www.mathtype.com). Use of built-in equation editor within the program Word 2007 is not recommended. Please check if all symbols within the equations/formulas are defined (forthwith after equation/formula).

Reference (author(s) of quotes) has to be entered directly in the text of article in next form (Vall, 2014; or Parks, Robberts, 2016; or Nikolic et al., 2016). Please do not write them as indexes in square brackets [3] or in footnote. Try to use a footnote only in the case of closer explanation of certain terms, or clarification of real and hypothetic situations. Do not numerate the pages.

Table 5. The distribution cost

Indicators	Period			Total
	2013	2014	2015	
Fixed costs	12.926	11.295	13.208	37.429
Variable costs	3.231	2.823	3.302	9.356

Source: Nikolic, 2016;

Graphs, diagrams, schemes and pictures should be entered within the text of article (do not use option Float over text) and numerated according to order of their appearance. Their titles have to be positioned immediately above the graph, diagram, scheme or picture to which they relate. Please, have in mind that all titles, sources and notes have to be written by identical style which was used for tables formatting. During the article writing please mark in the main text all calls to a certain graph, diagram, scheme or picture (*Graph 2.*). All graphs, diagrams, schemes and pictures within the paper have to fit the specified format of the page, as well as they have been centrally positioned.

Literature has to be set at the end of article, in alphabetical order, according to the author's surname. *All references should be cited in original language (in the language on which are published before), in the volume in which are used within the manuscript preparation.* Literature units have to be written in font TNR, font size 11, alignment Justified, with mutual spacing of 3 pt - before/after.

Literature

1. Vall J. 2014. Accounting theory. Valid, New York.

2. Parks D., W. Robberts. 2016. Macroeconomic indicators. Finance 23, (4): 462-476.
3. Nikolić N., G. Marković, P. Petrović. 2016. Poreski bilans. Oditor 2, (1): 13-17.

ŠABLON: NASLOV RADA (CENTRIRAN, TNR SIZE 12, BOLD, SVA SLOVA VELIKA, MAKSIMALNO DVA REDA)

Rezime

Rezime na engleskom jeziku koji treba da bude upisan na kraju dokumenta. Treba da sadrži tekst koji je isti kao i u rezimeu pisanom na početku papira.

Ključne reči: navesti, maksimalno, pet, ključnih, reči.

JEL: (navesti JEL klasifikaciju rada na osnovu sadržaja a u skladu sa uputstvom) F16, M24 (www.aeaweb.org/jel/jel_class_system.php)